

AperTO - Archivio Istituzionale Open Access dell'Università di Torino

## La giustizia e il mercato. Miti e realtà di una tutela penale dell'investimento mobiliare

### **This is the author's manuscript**

*Original Citation:*

*Availability:*

This version is available <http://hdl.handle.net/2318/1886606> since 2023-01-22T15:28:15Z

*Publisher:*

Giuffrè

*Terms of use:*

Open Access

Anyone can freely access the full text of works made available as "Open Access". Works made available under a Creative Commons license can be used according to the terms and conditions of said license. Use of all other works requires consent of the right holder (author or publisher) if not exempted from copyright protection by the applicable law.

(Article begins on next page)



FEDERICO CONSULICH

# LA GIUSTIZIA E IL MERCATO

MITI E REALTÀ DI UNA TUTELA PENALE  
DELL'INVESTIMENTO MOBILIARE



FEDERICO CONSULICH  
*La giustizia e il mercato*

---

**ERRATA CORRIGE**

Attenzione. Nell'indice sommario il titolo del capitolo IV della parte III è il seguente:

CONCORSO DI NORME E CONCORSO DI REATI  
(RECTIUS: DI ILLECITI)  
NEL SISTEMA ITALIANO DI REPRESSIONE DEI FENOMENI  
DI MARKET MANIPULATION



## IN QUESTA COLLANA

1. FABRIZIO VISMARA – *Le norme applicabili al merito della controversia nell'arbitrato internazionale* (2001).
2. FRANCESCA RUGGIERI – *Divieti probatori e inutilizzabilità nella disciplina delle intercettazioni telefoniche* (2001).
3. MAURIZIO CARAGNO – *Lo Stato banditore. Gare e servizi locali* (2001).
4. LAURA CASTELVETRI – *Libertà contrattuale e subordinazione* (2001).
5. MARCO MIGLIORINI – *L'adozione tra prassi documentale e legislazione imperiale nel diritto del tardo Impero Romano* (2001).
6. GIUSEPPE D'ELIA – *Magistratura, polizia giudiziaria e costituzione. Contributo allo studio dell'art. 109 Cost.* (2002).
7. SARA TONOLO – *Il rinvio di qualificazione nei conflitti di leggi* (2003).
8. VINCENZO SALVATORE – *Diritto comunitario degli appalti pubblici. Incidenza nell'ordinamento italiano delle direttive sulle procedure di aggiudicazione* (2003).
9. *La giustizia penale nella convenzione. La tutela degli interessi finanziari e dell'ambiente nell'Unione europea. Simposio - Como, 9-10 maggio 2003, a cura di Francesca Ruggieri* (2003).
10. GRAZIA MANNOZZI – *La giustizia senza spada. Uno studio comparato su giustizia riparativa e mediazione penale* (2003).
11. *L'Europa tra federalismo e regionalismo. Atti del Convegno tenutosi alla Facoltà di Giurisprudenza dell'Università dell'Insubria il 22/23 novembre 2002, a cura di M. Paola Viviani Schlein, Enrico Bulzi e Lino Panzeri* (2003).
12. FRANCESCO VENOSTA – *Le nullità contrattuali nell'evoluzione del sistema. Vol. I - Nullità e inesistenza del contratto* (2004).
13. MAURO RENNA – *La regolazione amministrativa dei beni a destinazione pubblica* (2004).
14. MARIA FRANCESCA GHIRGA – *La meritevolezza della tutela richiesta. Contributo allo studio sull'abuso dell'azione giudiziale* (2004).
15. *Mediazione e diritto penale. Dalla punizione del reo alla composizione con la vittima, a cura di Grazia Mannozi* (2004).
16. ELENA MARIA CATALANO – *L'abuso del processo* (2004).
17. ROBERTO SCEVOLA – *La responsabilità del Iudex Privatus* (2004).
18. EDOARDO DIENI, *Finzioni canoniche. Dinamiche del "come se" tra diritto sacro e diritto profano* (2004).
19. GABRIELLA MANGIONE, *Jus aedificandi e valori costituzionali. Uno studio comparatistico su alcuni aspetti della problematica in tre ordinamenti dell'Europa attuale* (2004).



20. STEFANO MARCOLINI, *Il patteggiamento nel sistema della giustizia penale negoziata*. L'accertamento della responsabilità nell'applicazione della pena su richiesta delle parti tra ricerca di efficienza ed esigenze di garanzia (2005).
21. ALFREDO DE FRANCESCO, *Il principio del contraddittorio nella formazione della prova nella Costituzione italiana*. Analisi della giurisprudenza della Corte Costituzionale in tema di prova penale (2005).
22. PAOLO LEPORE, «Rei publicae polliceri». Un'indagine giuridico-epigrafica. 2 tomi (2005).
23. ADRIÁN RENTERÍA DÍAZ, *Costituzione e democrazia*. Tensioni, limiti, vincoli (2005).
24. GIORGIO MARIA ZAMPERETTI, *Il dovere di informazione degli amministratori nella governance della società per azioni* (2005).
25. FEDERICO GAFFURI, *L'acquiescenza al provvedimento amministrativo e la tutela dell'affidamento* (2006).
26. *Figure del foro lombardo tra XVI e XIX secolo*, a cura di Cristina Danusso e Claudia Storti Storchi (2006).
27. SARA TONOLO, *Le unioni civili nel diritto internazionale privato* (2007).
28. DAVIDE DIVERIO, *La libera prestazione dei servizi fra Comunità Europea e OMC* (2007).
29. CLAUDIA STORTI STORCHI, *Scritti sugli statuti lombardi* (2007).
30. VALENTINA M. SESSA, *Gli enti privati di interesse generale* (2007).
31. FABRIZIO VISMARA, *Interpretazione pregiudiziale comunitaria e processo tributario* (2008).
32. FRANCESCO VENOSTA, *Tre studi sul contratto* (2008).
33. MARCO NOVELLA, *L'iderogabilità nel diritto del lavoro*. Norme imperative e autonomia individuale (2009).
34. SILVIA MARINO, *Metodi di diritto internazionale privato e tutela del contraente debole nel diritto comunitario* (2010).
35. CHIARA PERINI, *Il concetto di rischio nel diritto penale moderno* (2010).
36. FEDERICO CONSULICH, *La giustizia e il mercato*. Miti e realtà di una tutela penale dell'investimento mobiliare (2010).



FEDERICO CONSULICH

## LA GIUSTIZIA E IL MERCATO

MITI E REALTÀ DI UNA TUTELA PENALE  
DELL'INVESTIMENTO MOBILIARE

### Per Informazioni e Acquisti

Dott. A. Giuffrè Editore S.p.A. - Via Busto Arsizio, 40 - 20151 Milano  
Tel. 02/380.892.90 - Fax 02/380.095.82  
<http://www.giuffre.it>



GIUFFRÈ EDITORE

ISBN 88-14-15379-5

*A Carlotta, a Elena  
e a mia madre,  
che ha sempre sorriso, fino alla fine*

© Copyright Dott. A. Giuffrè Editore, S.p.A. Milano - 2010

La traduzione, l'adattamento totale o parziale, la riproduzione con qualsiasi mezzo (compresi i microfilm, i film, le fotocopie), nonché la memorizzazione elettronica, sono riservati per tutti i Paesi.

---

Tipografia «MORI & C. S.p.A.» - 21100 VARESE - Via F. Guicciardini 66

## INDICE SOMMARIO

|                     |      |
|---------------------|------|
| Abbreviazioni ..... | XIII |
|---------------------|------|

### Parte I

#### LA MANIPOLAZIONE DEI MERCATI: UN PRIMO INQUADRAMENTO

##### CAPITOLO I

##### GLOBALIZZAZIONE E INTERVENTO PUNITIVO SUI MERCATI FINANZIARI

|                                                                                                                                     |    |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| 1. Prospettive di indagine.....                                                                                                     | 3  |
| 2. Il contesto <i>politico-economico</i> : la dispersione del potere pubblico nell'era della<br>globalizzazione.....                | 8  |
| 3. Il contesto <i>normativo</i> : dalla piramide alla rete delle fonti in materia finanziaria.....                                  | 17 |
| 4. Il crescente coordinamento internazionale in materia di vigilanza e controllo<br>sui mercati finanziari.....                     | 22 |
| 5. Il senso della comparazione di fronte ad un diritto globale dei mercati<br>finanziari.....                                       | 25 |
| 5.1. La cosiddetta americanizzazione del diritto penale dell'economia: la scelta<br>degli Stati Uniti come oggetto di indagine..... | 29 |

##### CAPITOLO II

##### LA FENOMENOLOGIA DELLA MANIPOLAZIONE DEL MERCATO

|                                                                                                                                                           |    |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| 1. Manipolazione dei mercati vs. legittima speculazione: il problema<br>dell'identificazione del fenomeno illecito.....                                   | 37 |
| 2. La manipolazione tra finalità ingannatoria e determinazione di un prezzo<br>artificioso. I diversi paradigmi di definizione del fenomeno illecito..... | 40 |
| 2.1. Il paradigma soggettivistico: la manipolazione come finalità ingannatoria.....                                                                       | 41 |
| 2.2. Il paradigma oggettivistico: la manipolazione come produzione di effetti<br>distorcivi sul prezzo.....                                               | 43 |
| 2.3. Sintesi .....                                                                                                                                        | 48 |
| 3. I modelli comportamentali riconducibili alla manipolazione del mercato:<br>un'elencazione inesorabilmente imperfetta.....                              | 48 |
| 3.1. La manipolazione del mercato mediante il compimento di operazioni<br>finanziarie: il cosiddetto aggotaggio operativo.....                            | 49 |

Consapevole dell'insufficienza di ogni parola a rendere il senso di  
profondissima gratitudine nei confronti dei miei Maestri, Prof. Carlo  
Enrico Paliero e Prof.ssa Grazia Mannozi, mi limito a dire loro 'grazie'.

Un sincero ringraziamento anche a Carlo Sotis e Marco Scoletta,  
fraternali amici prima di ogni altra qualifica accademica.

|                                                                                                                                                                                                                                                   |    |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| 3.1.1. Una forma di manipolazione operativa attualmente sconosciuta ai nostri Tribunali: lo sfruttamento doloso di un potere di mercato.....                                                                                                      | 58 |
| 3.1.2. I tratti manipolativi nelle condotte di turbativa del mercato mediante operazioni effettive e conseguenze in termini di meritevolezza di pena.....                                                                                         | 65 |
| 3.2. La manipolazione del mercato come disinformazione: i moduli operativi del cosiddetto aggrottaggio informativo.....                                                                                                                           | 70 |
| 4. La difficile classificazione razionale delle condotte manipolative.....                                                                                                                                                                        | 73 |
| 5. La doppia anima della manipolazione: <i>inganno rispetto al mercato vs. costrizione economica delle controparti contrattuali</i> . Una proposta di identificazione del fenomeno illecito e di classificazione delle tecniche manipolative..... | 80 |

## Parte II

### LA MANIPOLAZIONE DEL MERCATO COME FENOMENO NORMATIVO

#### CAPITOLO I

#### IL MODELLO NORMATIVO 'ORIGINARIO': IL CONTROLLO DELLA MANIPOLAZIONE DEL MERCATO NELL'ORDINAMENTO STATUNITENSE

|                                                                                                                                                                                                      |     |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| 1. Premessa.....                                                                                                                                                                                     | 91  |
| 2. Le norme federali rilevanti per la repressione delle manipolazioni e delle frodi al mercato nel sistema statunitense.....                                                                         | 95  |
| 2.1. Le disposizioni 'chiave': le <i>sections</i> 9 e 10 e la <i>section</i> 32(a) del <i>Securities and Exchange Act</i> .....                                                                      | 98  |
| 2.1.1. In particolare: la <i>section</i> 9 e la definizione casistica dei comportamenti manipolativi.....                                                                                            | 100 |
| 2.1.2. ( <i>segue</i> ) La <i>section</i> 10: la definizione della manipolazione mediante l'impiego di una norma in bianco.....                                                                      | 102 |
| 2.1.3. Le specifiche <i>defences</i> rispetto alla violazione penalmente rilevante delle disposizioni del <i>Securities Exchange Act</i> .....                                                       | 105 |
| 2.2. Le altre fonti di incriminazione delle condotte finanziarie manipolative.....                                                                                                                   | 111 |
| 3. Gli elementi caratterizzanti della repressione dei fenomeni manipolativi nel sistema statunitense. Sintesi.....                                                                                   | 115 |
| 3.1. I elemento distintivo: la perdita di consistenza dell'intenzione nelle fattispecie penali concernenti le frodi finanziarie. Brevi considerazioni generali sul concetto di <i>mens rea</i> ..... | 116 |
| 3.1.1. La progressiva perdita di intensità della <i>mens rea</i> nelle incriminazioni relative alle <i>securities frauds</i> .....                                                                   | 119 |
| 3.1.2. La ricostruzione giurisprudenziale dell'elemento soggettivo nelle incriminazioni relative alle <i>securities frauds</i> .....                                                                 | 123 |
| 3.2. II elemento distintivo: la severità della risposta sanzionatoria penale rispetto alle <i>securities frauds</i> .....                                                                            | 126 |
| 3.2.1. La funzione comunicativa delle norme in materia di <i>securities frauds</i> .....                                                                                                             | 133 |

|                                                                                                                                                                                        |     |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| 3.3. III elemento distintivo: <i>Povertcriminalization</i> delle condotte di <i>securities frauds</i> come convergenza di più incriminazioni nella repressione del medesimo fatto..... | 137 |
| 3.4. IV elemento distintivo: la persecuzione di fatti di manipolazione del mercato tramite procedimenti paralleli di natura civile, penale ed amministrativa.....                      | 145 |
| 3.4.1. Breve <i>excursus</i> sulla dinamica dell' <i>enforcement</i> in materia di <i>securities frauds</i> .....                                                                      | 150 |
| 4. Riflessioni conclusive: il giudizio di opportunità come chiave di volta del sistema di <i>enforcement</i> statunitense in materia di <i>securities frauds</i> .....                 | 155 |

#### CAPITOLO II

#### IL MODELLO NORMATIVO 'DERIVATO': LA DIRETTIVA COMUNITARIA 2003/6/CE

|                                                                                                                                                   |     |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| 1. Introduzione: il mercato come interesse fondamentale dell'Unione europea.....                                                                  | 159 |
| 2. L'analisi della direttiva 2003/6/CE: una duplice prospettiva di indagine.....                                                                  | 166 |
| 2.1. Obiettivi e criteri identificativi della manipolazione in seno alla direttiva comunitaria 2003/6/CE.....                                     | 167 |
| 2.2. Le direttrici d'azione in ordine all' <i>enforcement</i> della disciplina anti-manipolativa.....                                             | 172 |
| 3. L'effetto espansivo del diritto comunitario sul diritto penale in materia di manipolazione.....                                                | 179 |
| 3.1. Il condizionamento <i>relativo</i> : simmetria punitiva ed impiego del diritto penale.....                                                   | 181 |
| 3.2. Il condizionamento <i>assoluto</i> : lo <i>standard</i> di tutela adeguata e l'opzione penalistica nel controllo dei mercati finanziari..... | 183 |

#### CAPITOLO III

#### LA CONCRETIZZAZIONE DEI MODELLI NORMATIVI NELL'ORDINAMENTO ITALIANO

|                                                                                                                                              |     |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| 1. Alla ricerca delle matrici culturali della fattispecie penale di manipolazione del mercato.....                                           | 187 |
| 2. La manipolazione del mercato in Italia. Tre tipologie di condotte, un unico fulcro: l'artificio 'innominato'.....                         | 193 |
| 3. La definizione dell'artificio in ambito finanziario.....                                                                                  | 197 |
| 4. La problematica dell'omissione. Le capacità tipizzanti dell'artificio innominato rispetto al c.d. aggrottaggio omissivo.....              | 203 |
| 4.1. L'omissione di informazioni e la forma 'nominata' di aggrottaggio/manipolazione, attuata mediante diffusione di informazioni false..... | 205 |
| 4.2. L'omissione come possibile esempio di impiego di «altri artifici».....                                                                  | 207 |
| 5. La manipolazione del mercato come fattispecie ad analogia esplicita.....                                                                  | 209 |
| 6. Ai confini dell'artificio punibile: le esenzioni di cui all'art. 187-ter, co. 4 t.u.f. ed i safe harbours di cui all'art. 183 t.u.f.....  | 216 |
| 6.1. Le condotte manipolative conformi a prassi di mercato ed eseguite per motivi legittimi.....                                             | 216 |
| 6.1.1. Inquadramento dogmatico ed efficacia pratica dell'esenzione di responsabilità di cui all'art. 187-ter, co. 4, t.u.f.....              | 222 |

|                                                                                                                                 |     |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| 6.2. I c.d. <i>safe harbours</i> di cui all'art. 183 t.u.f.: la dimensione scriminante delle procedure finanziarie.....         | 229 |
| 7. La manipolazione del mercato come esempio di 'americanizzazione' del diritto penale.....                                     | 235 |
| 7.1. Gli aspetti del sistema repressivo degli abusi di mercato che manifestano la scelta dell' <i>'American approach'</i> ..... | 236 |
| 7.2. Le ragioni della circolazione del modello statunitense di contrasto agli abusi di mercato.....                             | 241 |

### Parte III

## PROFILI DI DIRITTO INTERNO: I TRATTI PROBLEMATICI DELLA FATTISPECIE PENALE DI MANIPOLAZIONE DEL MERCATO

### CAPITOLO I

#### L'ANTICIPAZIONE DELLA TUTELA NEL DELITTO DI MANIPOLAZIONE DEL MERCATO: IMPLICAZIONI POLITICO-CRIMINALI

|                                                                                                                                                                          |     |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| 1. Percorso di analisi: l'inquadramento dogmatico della fattispecie di manipolazione del mercato.....                                                                    | 255 |
| 2. La dicotomia pericolo <i>concreto</i> vs. pericolo <i>astratto</i> alla luce di due parametri distintivi.....                                                         | 257 |
| 2.1. Il parametro distintivo: l'ampiezza della base del giudizio.....                                                                                                    | 259 |
| 2.2. Il parametro distintivo: la distanza logico-temporale tra condotta tipica e danno temuto.....                                                                       | 264 |
| 3. I caratteri del giudizio di pericolo nella fattispecie di manipolazione del mercato: l'art. 185 t.u.f. come reato di pericolo <i>'tendenzialmente concreto'</i> ..... | 269 |
| 4. L'anticipazione della tutela e il riposizionamento dei disvalori del reato nell'ambito della fattispecie di cui all'art. 185 t.u.f.....                               | 277 |
| 5. Anticipazione della tutela e conseguenze in termini di rappresentazione e volizione del fatto.....                                                                    | 282 |
| 5.1. La manipolazione del mercato come reato a disvalore di intenzione <i>rafforzato</i> .....                                                                           | 286 |
| 5.1.1. Tensione finalistica ed elementi soggettivi 'mimetizzati' nel tipo della manipolazione del mercato.....                                                           | 289 |
| 6. L'offesa riconducibile alla manipolazione del mercato: gli incerti confini del danno all'investimento finanziario.....                                                | 297 |
| 7. Conclusione. La ragionevolezza come tutela rispetto alla possibile ipereffettività della fattispecie di manipolazione del mercato.....                                | 301 |

### CAPITOLO II

#### LA MANIPOLAZIONE DEL MERCATO TRA DIRITTO PENALE E PROCESSO

|                                                                                                                                                                                                            |     |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| 1. La ricostruzione <i>processuale</i> del reato di manipolazione del mercato: da illecito di <i>pericolo</i> a fattispecie di <i>evento</i> .....                                                         | 309 |
| 2. Il carattere dall'effettiva alterazione dei prezzi nell'ambito dell'accertamento giudiziale.....                                                                                                        | 315 |
| 3. L'evento di alterazione dei prezzi: riflessi sulla definizione della consumazione del reato.....                                                                                                        | 316 |
| 4. I confini temporali della manipolazione del mercato (il <i>tempus commissi delicti</i> ).....                                                                                                           | 319 |
| 5. I confini spaziali della manipolazione del mercato (il <i>locus commissi delicti</i> ).....                                                                                                             | 321 |
| 5.1. Il <i>locus commissi delicti</i> nei rapporti tra il nostro ed altri ordinamenti nazionali: la disciplina della direttiva 2003/6/CE.....                                                              | 322 |
| 5.2. Il <i>locus commissi delicti</i> nei rapporti tra il nostro ed altri ordinamenti nazionali: la disciplina italiana.....                                                                               | 324 |
| 5.3. Il problema dei conflitti positivi di giurisdizione tra diversi ordinamenti nazionali: il valore tendenziale del principio del <i>ne bis in idem</i> .....                                            | 327 |
| 5.4. Il <i>locus commissi delicti</i> della manipolazione del mercato come problema di ripartizione della potestà giurisdizionale all'interno dell'ordinamento italiano: considerazioni metodologiche..... | 334 |
| 5.4.1. Il <i>locus commissi delicti</i> della manipolazione del mercato mediante operazioni finanziarie effettive o simulate.....                                                                          | 339 |
| 5.4.2. Il <i>locus commissi delicti</i> della manipolazione del mercato mediante diffusione di notizie false.....                                                                                          | 343 |
| 6. Rilievi conclusivi.....                                                                                                                                                                                 | 348 |

### CAPITOLO III

#### IL PARAMETRO DELL'ALTERAZIONE SENSIBILE DEL PREZZO DEGLI STRUMENTI FINANZIARI: SIGNIFICATO DOMMATICO E POLITICO-CRIMINALE

|                                                                                                                                                          |     |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| 1. Posizione del problema: l'indeterminatezza della soglia di punibilità dell'alterazione sensibile dei prezzi.....                                      | 351 |
| 2. Le condizioni di compatibilità con il principio di determinatezza dell'espressione «sensibile alterazione del prezzo degli strumenti finanziari»..... | 354 |
| 3. Il <i>significato</i> del concetto di <i>alterazione</i> nell'ambito della fattispecie penale di manipolazione del mercato.....                       | 362 |
| 3.1. La sensibilità della variazione dei prezzi di mercato.....                                                                                          | 364 |
| 4. La <i>funzione</i> della clausola della «sensibile alterazione» nel sistema di illeciti in materia di manipolazione di mercato.....                   | 369 |

## CAPITOLO IV

## CONCORSO DI NORME E CONCORSO DI REATI NEL SISTEMA ITALIANO DI REP (RECTIUS: DI ILLECITI) RESSIONE DEI FENOMENI DI MARKET MANIPULATION

|                                                                                                                                                                                                              |     |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| 1. Il 'caledoscopio' delle disposizioni incriminatrici della manipolazione del mercato: posizione dei problemi.....                                                                                          | 373 |
| 2. Manipolazione del mercato mediante schemi speculativi complessi: il problema della qualificazione del progetto illecito in termini di unicità o pluralità di reati.....                                   | 374 |
| 2.1. La 'contestualità economica' come condizione per una qualificazione unitaria della manovra manipolativa.....                                                                                            | 376 |
| 3. Il problema del concorso omogeneo di reati: l'art. 185 t.u.f. come norma a più fattispecie.....                                                                                                           | 381 |
| 4. Il problema del concorso eterogeneo tra aggio e manipolazione del mercato: l'art. 185 t.u.f. al cospetto delle incriminazioni del codice civile (art. 2637 c.c.) e del codice penale (art. 501 c.p.)..... | 386 |
| 4.1. La manipolazione del mercato e la fattispecie codicistica di aggio di cui all'art. 501 c.p.: una mappatura dei reciproci rapporti.....                                                                  | 390 |
| 4.2. La manipolazione del mercato e la figura di aggio contemplata dal codice civile (art. 2637 c.c.).....                                                                                                   | 391 |
| 5. I criteri differenziali tra illecito amministrativo e illecito penale di manipolazione del mercato: il 'tasso di artificiosità' della condotta o il grado dell'anticipazione della tutela. Critica.....   | 393 |
| 5.1. Il problematico rapporto tra illecito amministrativo e reato: la proposta di un'actio finium regundorum alternativa.....                                                                                | 398 |
| Conclusioni.....                                                                                                                                                                                             | 405 |
| Bibliografia.....                                                                                                                                                                                            | 415 |

## ELENCO DELLE ABBREVIAZIONI DELLE RIVISTE STRANIERE

|                                    |                                                     |
|------------------------------------|-----------------------------------------------------|
| <i>Admin. L. Rev.</i>              | = Administrative Law Review                         |
| <i>Am. Crim. L. Rev.</i>           | = American Criminal Law Review                      |
| <i>Am. J. Comp. L.</i>             | = American Journal of Comparative Law               |
| <i>Am. L. &amp; Economics Rev.</i> | = American Law and Economics Review                 |
| <i>Am. pol. sc. rev.</i>           | = American Political Science Review                 |
| <i>Am. U. L. Rev.</i>              | = American University Law Review                    |
| <i>Amer. Econ. Rev.</i>            | = American Economic Review                          |
| <i>B.U.L. Rev.</i>                 | = Boston University Law Review                      |
| <i>Brit. J. Pol. Sc.</i>           | = British Journal of Political Sciences             |
| <i>Buff. Crim. L. Rev.</i>         | = Buffalo Criminal Law Review                       |
| <i>Colum. L. Rev.</i>              | = Columbia Law Review                               |
| <i>Cornell L. Rev.</i>             | = Cornell Law Review                                |
| <i>Crime &amp; Just.</i>           | = Crime and Justice                                 |
| <i>Dr. et Soc.</i>                 | = Droit et Société                                  |
| <i>Duke L. J.</i>                  | = Duke Law Journal                                  |
| <i>Ec. Lett.</i>                   | = Economics Letters                                 |
| <i>Fin. Manag.</i>                 | = Financial Management                              |
| <i>Fla. L. Rev.</i>                | = Florida Law Review                                |
| <i>Fordham L. Rev.</i>             | = Fordham Law Review                                |
| <i>Geo. Int'l Envtl L. Rev.</i>    | = Georgetown International Environmental Law Review |
| <i>Geo. L. J.</i>                  | = Georgetown Law Journal                            |
| <i>Geo. Mason L. Rev.</i>          | = George Mason Law Review                           |
| <i>Geo. Wash. L. Rev.</i>          | = George Washington Law Review                      |
| <i>Harv. J.L. &amp; Pub. Pol'y</i> | = Harvard Journal of Law and Public Policy          |
| <i>Harv. L. Rev.</i>               | = Harvard Law Review                                |
| <i>Hastings L.J.</i>               | = Hastings Law Journal                              |

*N.Y. U.J. Int. L. and Politics* = New York University Journal of International Law and Politics  
*Int'l Law* = International Lawyer  
*Iowa J. Corp. L.* = University of Iowa Journal of Corporation Law  
*J. Bus. & Tech. L.* = Journal of Business and Technology Law  
*J. Bus.* = Journal of Business  
*J. Crim. L. & Criminology* = Journal of Criminal Law and Criminology  
*J. Fin. Econ.* = Journal of Financial Economy  
*J. Fin. Quantitative Anal.* = Journal of Financial and Quantitative Analysis  
*J. Fin.* = Journal of Finance  
*J. Int'l Fin Mkt* = Journal of International Financial Markets  
*J. Law. & Econ.* = Journal of Law and Economics  
*J. Leg. Studies* = Journal of Legal Studies  
*J. Pol. Econ.* = Journal of Political Economy  
*L. Fin. Mkt. Rev.* = Law and Financial Market Review  
*Law Q. Rev.* = Law Quarterly Review  
*Leg. Th.* = Legal Theories  
*Mich. L. Rev.* = Michigan Law Review  
*Minn. L. Rev.* = Minnesota Law Review  
*N. Ill. U. L. Rev.* = Northern Illinois University Law Review  
*Neb. L. Rev.* = Nebraska Law Review  
*Notre Dame L. Rev.* = Notre Dame Law Review  
*Nw. U. L. Rev.* = Northwestern University Law Review  
*Ohio St. J. Crim. L.* = Ohio State Journal of Criminal Law  
*Penn St. L. Rev.* = Penn State Law Review  
*Q. J. Econ.* = Quarterly Journal of Economics  
*Res. L. & Ec.* = Research in Law and Economics  
*Rev. Econ. Studies* = Review Of Economic Studies  
*Rev. Fin. Stud.* = Review of Financial Studies  
*Rev. Int. Dr. Pen.* = Revue internationale de droit penal  
*Rev. Rech. Jur.* = Revue de la recherche juridique  
*Rev. sc. crim. dr. pen. comp.* = Revue de science criminelle et droit pénal comparé  
*Rev. Sec. & Commodities Reg.* = Review of Securities and Commodities Regulation  
*Rev. pen.* = Revista penal  
*Rutg. L. J.* = Rutgers Law Journal  
*S. Cal. L. Rev.* = Southern California Law Review  
*Sec. Reg. L. J.* = Securities Regulation Law Journal

*SMU. L. Rev.* = Southern Methodist University Law Review  
*St. John's L. Rev.* = Saint John's Law Review  
*Stan. J.L. Bus. & Fin.* = Stanford Journal of Law, Business and Finance  
*Stan. L. Rev.* = Stanford Law Review  
*Suffolk U.L. Rev.* = Suffolk University Law Review  
*Temp. L. Rev.* = Temple Law Review  
*Comp. Law.* = The Company Lawyer  
*The Rand J. Econ.* = Rand Journal of Economics  
*Theoretical Inq. L.* = Theoretical Inquiries in Law  
*U. Cin. L. Rev.* = University of Cincinnati Law Review  
*U. Kan. L. Rev.* = University of Kansas Law Review  
*U. Miami L. Rev.* = University of Miami Law Review  
*U. Pitt. L. Rev.* = University of Pittsburgh Law Review  
*UCLA L. Rev.* = University of California, Los Angeles Law Review  
*Va. J. Int'l L.* = Virginia Journal of International Law Association  
*Va. L. Rev.* = Virginia Law Review  
*Va. U. L. Rev.* = Valparaiso University Law Review  
*Wash. & Lee L. Rev.* = Washington and Lee Law Review  
*Yale J. on Reg.* = Yale Journal on Regulation

PARTE I

LA MANIPOLAZIONE DEI MERCATI: UN PRIMO  
INQUADRAMENTO



## CAPITOLO I

### GLOBALIZZAZIONE E INTERVENTO PUNITIVO SUI MERCATI FINANZIARI

SOMMARIO: 1. Prospettive di indagine. – 2. Il contesto *politico-economico*: la dispersione del potere pubblico nell'era della globalizzazione. – 3. Il contesto *normativo*: dalla piramide alla rete delle fonti in materia finanziaria. – 4. Il crescente coordinamento internazionale in materia di vigilanza e controllo sui mercati finanziari. – 5. Il senso della comparazione di fronte ad un diritto globale dei mercati finanziari. – 5.1. La cosiddetta americanizzazione del diritto penale dell'economia: la scelta degli Stati Uniti come oggetto di indagine.

#### 1. *Prospettive di indagine.*

La fattispecie di manipolazione del mercato di cui all'art. 185 t.u.f. rappresenta un'ipotesi normativa di indubbio interesse, osservatorio privilegiato da cui si possono indagare le direttrici di evoluzione dell'intero sistema penale (1).

Da un punto di vista *istituzionale*, la norma è manifestazione della progressiva *eclissi della statualità della legge penale*, erosa dalle competenze comunitarie che estromettono il Parlamento nazionale non solo dal

(1) «Art. 185 (Manipolazione del mercato) 1. Chiunque diffonde notizie false o pone in essere operazioni simulate o altri artifici concretamente idonei a provocare una sensibile alterazione del prezzo di strumenti finanziari, è punito con la reclusione da uno a sei anni e con la multa da euro ventimila a euro cinque milioni. 2. Il giudice può aumentare la multa fino al triplo o fino al maggiore importo di dieci volte il prodotto o il profitto conseguito dal reato quando, per la rilevante offensività del fatto, per le qualità personali del colpevole o per l'entità del prodotto o del profitto conseguito dal reato, essa appare inadeguata anche se applicata nel massimo. 2-bis. Nel caso di operazioni relative agli strumenti finanziari di cui all'art. 180, comma 1, lettera a), numero 2), la sanzione penale è quella dell'ammenda fino a euro centotremila e duecentonovantuno e all'arresto fino a tre anni».

compito di elaborare scelte politico-criminali, ma anche da quella di definire la conformazione della fattispecie incriminatrice (2).

L'art. 185 t.u.f. è estremamente interessante anche dal punto di vista della verifica ed osservazione della crisi dei principi guida del diritto penale, in particolare quelli di precisione-determinatezza (a seconda delle opzioni terminologiche preferite) e tassatività della norma legale (3). Innanzitutto, la genesi della norma avviene in un contesto dove la legalità non ha (né deve avere) la valenza e i tratti tipici del nostro sistema. Nata, infatti, in sede comunitaria, la disciplina degli abusi di mercato è tenuta a conciliare istanze garantistiche e tradizioni giuridiche differenti; per raggiungere lo scopo, è stata costruita impiegando termini vaghi, rimandando ai legislatori nazionali il compito di digrossarne i lineamenti. Il nostro legislatore si è, però, limitato a tradurre 'pigramente' il testo della direttiva comunitaria sugli abusi di mercato (direttiva CE/6/2003 del 28 gennaio 2003) e di questa scelta ha immediatamente risentito la determinatezza del precetto legale. A sua volta, la crisi della determinatezza del tipo legale implica un problematico rapporto tra legge e giudice, poiché quest'ultimo è chiamato a integrare una norma sostanzialmente incompleta (4).

Ma la 'reazione a catena' non si esaurisce al livello giudiziale, poiché la manipolazione del mercato si propone di descrivere condotte contrassegnate da una marcata connotazione tecnica, si presuppone, infatti, la conoscenza in capo al giudice dei delicati meccanismi di funzionamento dei mercati (5) e delle proprietà distorsive delle regole di

(2) Sulla progressiva erosione della riserva di legge, si vedano, a mero titolo esemplificativo, PALAZZO F.C., *Sistema delle fonti e legalità penale*, in Insolera G. (a cura di), *Riserva di legge e democrazia penale: il ruolo della scienza penale*, Bologna, 2005, 89 ss.; FIANDACA G., *La legalità penale negli equilibri del sistema politico-costituzionale*, in *Foro it.*, 2000, ora in ID., *Il diritto penale tra legge e giudice*, Padova, 2002, 6.

(3) Peraltro, come notato da Di Giovine (*L'interpretazione nel diritto penale*, Milano, 2006, 17) la tassatività di una fattispecie non corrisponde alla somma di precisione e determinatezza: «il nuovo paradigma dell'illecito formale è sovente più conforme a precisione e determinatezza e ciò nonostante meno tassativo (per il deficit di conoscibilità del fatto, in ragione del suo progressivo distacco dalla sfera dei valori)».

(4) Sui rapporti tra interpretazione e creazione in materia penale, di recente, DI GIOVINE O., *L'interpretazione*, cit., 1 ss.

(5) Il termine mercato è da noi sempre inteso come comprensivo tanto del cd. mercato primario, in cui si procede alla distribuzione agli investitori di azioni di nuova emissione, quanto del cd. mercato secondario, cioè il luogo economico in cui azioni e bonds già emessi

mercato tipiche delle varie pratiche manipolative: ciò ripropone ancora una volta il delicato problema del rapporto tra legge penale e sapere scientifico e, ancor di più, tra processo penale e sapere scientifico, nel momento cruciale in cui occorre fornire la prova degli elementi costitutivi della norma incriminatrice (6).

La connotazione iper-tecnica dell'art. 185 t.u.f. conduce l'interprete, a chiusura di un circolo vizioso, di nuovo a un profilo istituzionale di indagine, concernente il ruolo svolto dalle autorità indipendenti di settore rispetto al diritto penale (7). Ci si riferisce, in particolare, ai poteri dalla Consob nella gestione dei mercati e nella interpretazione e attivazione, mediante la propria attività di *detection*, della fattispecie penale e, più in generale, del potere punitivo statale sui mercati, dato che essa dispone dell'arsenale sanzionatorio amministrativo in materia di abusi di mercato.

L'indagine si fa dunque circolare: dalla perdita di centralità del Parlamento nazionale alla crescita di autorità delle agenzie indipendenti di controllo del mercato a detrimento del ruolo del Parlamento.

Si potrebbe subito ribattere che la formulazione dell'art. 185 t.u.f., riecheggia, impiegando espressioni come «diffusione di notizie false» o «artificio» non altrimenti specificati, norme ben note al diritto penale dell'economia, come gli artt. 501 e 501-bis c.p.: già le due fattispecie codicistiche impiegano termini vaghi e si applicano (in particolare l'art. 501) anche a scambi di «valori ammessi nelle liste di borsa». Perché mai, allora, i profili problematici che abbiamo individuato non sono emersi con riferimento a quelle disposizioni?

La risposta risiede nella ineffettività pressoché totale delle fattispecie ora ricordate oltre che di quelle relative all'aggiotaggio societario (2628

vengono scambiati continuamente tra investitori, assicurando quindi ai cessionari un tasso di liquidità non ottenibile altrove, cfr. FOLEY B.J., *Capital Markets*, London, 1991, 6 ss.

(6) Si pensi, ad esempio, alla spendibilità processuale di concetti come «altri artifici» o «sensibile alterazione», contenuti nell'art. 185 t.u.f. (su cui v., *infra*, rispettivamente Parte II, cap. III e Parte III cap. III). Il rapporto tra legge penale e scienza è al centro dell'attuale dibattito penalistico, si vedano di recente, i contributi di PULITANO D., *Il diritto penale tra vincoli di realtà e sapere scientifico*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 2006, 795 ss. e MASERA L., *Accertamento alternativo ed evidenza epidemiologica nel diritto penale*, Milano, 2007, in particolare 79 ss.

(7) Sull'evoluzione del rapporto tra legge penale ed autorità amministrative indipendenti con esiti sconcertanti dal punto di vista della progressiva degradazione della legalità, si vedano le riflessioni di SGUBBI F., *Profili penalistici*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1998, 753 ss., con particolare attenzione al ruolo del Garante per la privacy.

c.c.) e finanziario (art. 5, l. 157/1991, poi trasfuso all'art. 181 t.u.f., ora riformulato nei propri contenuti) introdotte successivamente all'entrata in vigore del codice Rocco (8): la mancata applicazione pratica ha nascosto ogni possibile frizione tra tali norme e i principi penalistici di legalità e precisione; le problematiche implicate da un controllo penale dei fenomeni mobiliari sono così rimaste sopite entro le pieghe dell'ordinamento. L'art. 185 t.u.f. è, invece, una norma effettiva, almeno nella fase iniziale del processo di selezione criminale, e rispecchia una profonda esigenza politica e sociale di *controllo efficace dei mercati*, emersa già rispetto alla fattispecie 'intermedia' di aggio di cui all'art. 2637 c.c., introdotta nel 2002.

Le criticità proprie della repressione penale dei fenomeni di aggio sono, perciò, esplose quando due fattori hanno favorito la concreta applicazione dell'art. 185 t.u.f.:

- i) un fattore *nazionale e contingente*, vale a dire *l'indisponibilità di altre norme concretamente spendibili per la repressione di frodi in incertam personam*, dopo la riforma del 2002 in materia di falsi contabili;
- ii) un fattore *internazionale e strutturale*, cioè *l'esigenza pressante di allineare il livello di enforcement e detection sui mercati a livello internazionale*. L'introduzione dell'art. 185 t.u.f. ubbidisce certamente alla direttiva comunitaria sugli abusi di mercato, ma quest'ultima, a sua volta, risponde a istanze globali di politica del diritto, volti a rinforzare i presidi punitivi dei mercati continentali per garantire livelli di

(8) Non è un caso che, per decenni, gli unici riferimenti giurisprudenziali disponibili fossero le sentenze Brusadelli dei primi anni trenta (Trib. Milano 25 giugno 1931 in *Riv. pen.*, 1932, 520; Cass., sez. II, 7 giugno 1933, Brusadelli, in *Giust. pen.*, 1933, 880 ss.). Dopo alcune pronunce degli anni trenta (Cass., 5 maggio 1936, in *Giust. pen.*, 1937, 509; Cass., 21 dicembre 1937, in *Giust. pen.*, 1938, 412), fino alla fine del secolo scorso i processi in materia di aggio sono stati rarissimi. Rispetto all'applicazione dell'art. 501 c.p., cfr. C. Assise Roma, 19 dicembre 1962, in *Giust. pen.*, 1964, 822; relativamente alla Cassazione, sempre con riferimento all'art. 501 c.p., Cass., sez. 6, 29 ottobre 1976, n. 11318 in *Riv. pen.*, 1977, 158; Cass., sez. VI, 13 luglio 1979, n. 2012 in *Foro it.*, 1980, II, 19; Cass., sez. VI, 3 marzo 1980, n. 2957, in CED Rv. 144520; cfr. Cass., sez. VI, 20 dicembre 1980, n. 13690 in *Giust. pen.*, 1981, 259. Relativamente all'art. 2628 c.c., cfr. Cass., sez. III, 3 agosto 1966, n. 880 in *Giust. pen.*, 1967, 254. Rispetto all'aggio finanziario cfr. Trib. Milano, 16 novembre 1994, in *Giur. comm.*, 1996, 695 con nota di GALLI S., *Repressione della market manipulation: la prima pronuncia italiana in base alla legge numero 157 del 1991*; la sentenza ora citata del Tribunale di Milano fu poi seguita da un successivo pronunciamento della Corte d'Appello del capoluogo lombardo, cfr. C. App. Milano, II, 11 luglio 1997, in *Riv. trim. dir. pen. ec.*, 1998, 529 con nota di BACCARI C., *Osservazioni in tema di manipolazione del mercato*.

trasparenza e affidabilità non inferiori a quelli predisposti dagli Stati Uniti, che sono stati rinforzati ulteriormente dal *Sarbanes-Oxley Act* del 2002, a seguito degli scandali finanziari di inizio millennio.

Pare allora opportuno cercare di fornire un contributo di analisi alla concretezza dei problemi disvelati dalla prassi.

Nella sua prima parte, il presente lavoro si propone di indagare la manipolazione del mercato a partire dai modelli comportamentali con cui viene quotidianamente perpetrata e affinata. Dalla constatazione del carattere metamorfico di tale fenomenologia di devianza economica, deriva la riflessione sulla *'tragic choice'* (9) penalistica: la norma incriminatrice, per ottenere un tasso di effettività e adeguatezza alle mutevoli condotte illecite che mira a sanzionare, deve infatti derogare, a seconda dei casi, all'offensività o alla compiuta determinatezza del tipo legale.

All'analisi del modello di controllo penale della manipolazione del mercato prescelto nel sistema statunitense e di quello attuato dal nostro legislatore, su impulso della direttiva comunitaria sugli abusi di mercato, è dedicata la seconda parte del lavoro. A dispetto delle diverse matrici giuridico-culturali dei paesi di *civil law* e di *common law*, dal confronto con le linee di forza del sistema americano emerge infatti, come vedremo, una singolare consonanza di strategie di intervento tra modello *statunitense* di repressione delle *securities frauds* e quello *comunitario* (e, per derivazione, *italiano*) in tema di abusi di mercato.

I tratti comuni si possono riscontrare nella *progressiva perdita di determinatezza della norma penale* (incentrata su concetti *standards* che rinviano per la chiarificazione del proprio contenuto all'applicazione giurisprudenziale), nel *crescente peso delle autorità indipendenti di controllo nell'enforcement* (anche penalistico) nei sistemi finanziari e, infine, nella *sovrapposizione di più piani di responsabilità punitiva* (penale, amministrativa, civile, responsabilità da delitto degli enti) per gli autori di una manipolazione del mercato.

(9) Ovviamente il riferimento sottinteso è al noto saggio di CALABRESI G.-BOBBITT P., *Tragic Choices - The Conflicts Society Confronts in the Allocation of Tragically Scarce Resources*, New York-London, 1978.

Il lavoro si conclude con una terza parte, dedicata al tentativo di risoluzione dei principali problemi applicativi che si sono posti in materia di manipolazione di mercato: *la determinazione del luogo e del tempo della commissione del delitto*, soprattutto ai fini della *identificazione del giudice competente*; *la decifrazione dell'elemento della sensibilità dell'alterazione del prezzo dei titoli quotati* (elemento centrale della fattispecie incriminatrice di cui all'art. 185 t.u.f.); infine, il problematico *rapporto tra la fattispecie di cui all'art. 185 t.u.f.*, dedicata alla manipolazione del mercato, e il *bizantino complesso di norme dedicate alla repressione dell'agguato*, tuttora in vigore.

2. *Il contesto politico-economico: la dispersione del potere pubblico nell'era della globalizzazione.*

La globalizzazione dell'economia impone un continuo confronto tra sistemi economici: è pertanto a partire dall'*evoluzione dei mercati* in senso globale che è possibile comprendere i tratti e, soprattutto, le difficoltà dei *modelli di regolazione dei mercati stessi*, in particolare di quelle forme di disciplina che includono anche il ricorso alla pena.

Il reato di manipolazione del mercato non può essere, quindi, analizzato come una monade. Non solo perché esso è *normativamente intrecciato* con il sistema amministrativo di controllo e sanzione a disposizione dalla Consob – ben riassunto nella fattispecie *amministrativa* di manipolazione del mercato di cui all'art. 187-ter t.u.f. –, ma soprattutto perché è espressione finale di un processo di separazione tra *autorità statale e diritto penale* in materia finanziaria, sollecitato dall'esigenza di assicurare ai mercati internazionali un livello comune di efficienza e trasparenza.

Anche l'esercizio della potestà punitiva, espressione paradigmatica della sovranità dello Stato è condiviso, in alcuni campi di materia più che in altri, con autorità sovrastatali; vi è «una interdisciplinare convergenza di vedute» (10) che, in diversi settori normativi extrapenalari

(10) Così, GALGANO F., *Globalizzazione e fonti del diritto*, in *Riv. trim. dir. pubbl.*, 2006, 315. Parla di appannamento della sovranità anche FERRARESE M.R., *Il diritto al presente. Globalizzazione a tempo delle istituzioni*, Bologna, 2002, 167; nello stesso senso anche HELD D., *Law of States, Law of People. Three Models of Sovereignty*, in 8 *Leg. Th.*, 2002, 1 ss. e HARDT M.-NEGRU A., *Empire*, Harvard, 2000, 93 ss., 183 ss.; in lingua francese, cfr. l'analisi di BADIE B., *Un monde sans souveraineté. Les États entre ruse et responsabilité*, Paris, 1999, *passim*. Sul passaggio dalla sovranità alla post sovranità, MACCORMICK N., *Questioning Sovereignty*, Oxford-New

– quelli più esposti alla globalizzazione, come appunto il diritto dei mercati finanziari – fa sì che la componente sovrastatale sia divenuta dominante, e ciò si ripercuote, ovviamente, sul «braccio armato» di quel diritto, che è la norma penale.

La globalizzazione non investe quindi il solo diritto privato, che, in quanto rimesso alla disponibilità dei soggetti economici, è per definizione orientabile dalle esigenze espresse dagli operatori del mercato, ma anche il diritto pubblico, vale a dire le norme che danno struttura allo Stato e disegnano in senso imperativo le relazioni tra norma giuridica e relazioni sociali (11). Ad esempio, se merci e servizi attraversano i confini di più Stati, le normative sulla sicurezza dei prodotti dello Stato in cui un bene è *costruito* finiscono per avere impatto sui rischi cui sono esposti i cittadini dello Stato in cui tale bene è *acquistato*; per converso, il regime doganale e fiscale imposto dallo Stato *importatore* di quel dato prodotto determina i propri effetti sull'impresa produttrice e, in definitiva, sui cittadini dello Stato in cui la produzione viene effettuata; si pensi, ancora, a una società europea che si quoti su un mercato statunitense: in breve tempo le regole di ammissione a quel mercato influenzeranno le scelte finanziarie strategiche dell'impresa europea. Tale interdipendenza, consustanziale al commercio tra Stati, si è nel tempo intensificata fino a divenire sistematica, così che l'incremento degli scambi transnazionali ha generato un mercato che tende all'unità. L'economia di mercato è, cioè, passata da una fase in cui le dimensioni spaziali degli scambi *coincidono con quelle dello Stato*, in quanto tutte le funzioni economiche (dal reperimento dei capitali e delle merci al collocamento dei prodotti) hanno un'identica collocazione spaziale, a una fase dominata dal *mercato globale*, in cui tutte le funzioni

York, 1999, 123 ss.; sulla globalizzazione come processo di trasferimento di poteri dagli Stati ai mercati, v. STRANGE S., *States and Markets*<sup>2</sup>, London, 1994, 95; EAD., *Chi governa l'economia mondiale?*, Bologna, 1998, 57; ROSENAU J.N., *Sovereignty in a Turbulent World*, in Lyons G.M.-Mastanduno M. (Eds.), *Beyond Westphalia? State Sovereignty and International Intervention*, Baltimore, 1995, 191 ss.

(11) I rapporti tra globalizzazione ed internazionalizzazione del diritto pubblico sono indagati, di recente, da CASSESE S., *The Globalization of Law*, in: <http://www.iijl.org/events/GALConference.htm>.

economiche si internazionalizzano, perdendo un'univoca collocazione nazionale (12).

Un mercato che tende all'unità è, giocoforza, insofferente rispetto alla difformità dei sistemi giuridici, pena la distorsione della concorrenza. L'interrelazione tra mercati implica, quindi, che il luogo di applicazione di un diritto non corrisponde più al luogo dove si trova l'autorità cui l'emanazione di quel diritto va imputata (13).

Dapprima, si è pensato che l'esigenza di un diritto uniforme nei vari mercati potesse essere soddisfatta agendo sulla disciplina privatistica dei contratti, mediante l'elaborazione di un complesso normativo *speciale ratione subiecti*, la *lex mercatoria*, creato e fruito da parte degli stessi operatori economici per disciplinare i reciproci rapporti (14). Si è, però, ben presto percepito che era necessaria anche l'armonizzazione del diritto pubblico, dopo quella del diritto privato (15), poiché ogni difformità nella regolazione degli scambi genera un vantaggio competitivo per alcuni operatori e uno svantaggio per altri. L'impatto di una normativa nazionale su merci, servizi e cittadini stranieri può comportare, inoltre, anche un problema di libertà e di discriminazione economica, poiché la decisione di un'autorità pubblica finisce per avere effetti su gruppi di soggetti con i quali l'autorità stessa non ha alcun legame di rappresentanza democratica.

Le discipline nazionali dei mercati sono così divenute oggetto anch'esse di armonizzazione e si è fatta strada l'idea che, al di sopra dei diritti statuali, ma anche dei diritti *supra*-statali, come quello

(12) Si pensi, ad esempio, che, in questa fase storica, nove tra le quindici maggiori imprese contemporanee hanno più del 50% del loro patrimonio all'estero, cinque di esse ne hanno più del 70% e tre di queste industrie hanno all'estero più del 70% degli occupati. Per questi dati e per la distinzione tra fase di economia a mercato nazionale e globale, cfr. GALGANO F., *Globalizzazione*, cit., 314. Si pensi, ancora, che la Nestlé ha l'86, 9% del proprio capitale all'estero, con il 97% della propria occupazione in paesi esteri rispetto alla Svizzera, Stato in cui l'impresa è nata (cfr. QUADRIO CURZIO A., *Globalizzazione: profili economici*, in *Il Mulino*, 1999, 41).

(13) Su questa asimmetria tra luogo di produzione del diritto e ambito di applicazione territoriale dello stesso, v. IRTI N., *Norma e luoghi. Problemi di geo-diritto*, Bari, 2001, 77 ss.

(14) Sulla *lex mercatoria* è imprescindibile il rinvio a GALGANO F., *La globalizzazione nello specchio del diritto*, Bologna, 2005, 9 ss.; ID., *Lex Mercatoria. Storia del diritto commerciale*, Bologna, 2001, 4; FRANZESE L., *L'età della globalizzazione*, in *Jus*, 2007, 18.

(15) L'effetto di trascinamento sul diritto pubblico dell'internazionalizzazione del diritto privato è colto da BATTINI S., *La globalizzazione del diritto pubblico*, in *Riv. trim. dir. pub.*, 2006, 329.

comunitario, si trovi una sorta di 'diritto-parametro', di estensione globale, *non* composto da *norme* dotate di precisione e diretta applicazione, come potrebbero essere quelle di una convenzione internazionale, *ma* articolato secondo *principi e standards*, spesso privi di qualsiasi effetto vincolante, eppure in grado di condizionare il potere amministrativo e legislativo del nostro ordinamento e persino di quello comunitario (16). È una produzione normativa che risulta priva di una direzione politica unitaria, poiché non promana da un soggetto giuridico definito, che esprime mediante norme la propria sovranità, come farebbe un ordinamento statale. Siamo lontano da una forma di governo globale dell'economia, bensì di una *governance* (17), da intendere come un complesso di attori eterogenei che si coordinano secondo procedure variabili e in gran parte informali, in modo tale da rendere difficile la stessa imputazione di un prodotto giuridico a un'autorità piuttosto che a un'altra (18).

Con riferimento alle modalità con cui il diritto globale penetra nei sistemi nazionali, è possibile affermare che ciò avviene mediante *meccanismi condizionali*, ovvero *incentivi* ad aderire a *standards* fissati a livello internazionale: le raccomandazioni, le comunicazioni e le linee guida elaborate dalle organizzazioni economiche internazionali hanno la forma del *soft law*, ma si ripercuotono sui sistemi nazionali con la forza dell'*hard law*. L'incentivo ad aderire agli *standards* internazionali è così

(16) Secondo Battini (*La globalizzazione*, cit., 332) esistono due grandi categorie di tecniche di condizionamento del diritto statale da parte del diritto globale; da una parte *tecniche di sostituzione*, in cui è sottratto al diritto nazionale il potere di definire il contenuto di regole da applicare nel territorio dello Stato, dall'altra parte *tecniche di controllo*, con cui l'autorità domestica, che pur può scegliere il contenuto delle regole da emanare, è sottoposta a principi, condizioni, *standards* definiti a livello globale.

(17) Sul passaggio dal governo alla *governance*, si vedano ROSENAU J.N., *Governance, Order, and Changes in World Politics* e HOLSTI K.J., *Governance without Government: Polyarchy in Nineteenth-Century European International Politics*, entrambi in Rosenau J.N.-Czempiel E.O., *Governance without Government. Order and Changes in World Politics*, Cambridge, 2000, rispettivamente 1 ss. e 30 ss.

(18) L'informalità del diritto globale, come tratto distintivo di una normativa intergovernativa forgiata nel contesto della globalizzazione, è colta ripetutamente in dottrina, cfr., tra gli altri, TEUBNER G., "Global Bukovina": *Legal Pluralism in the World Society*, MERTENS H.J., *Lex Mercatoria: A Self-applying System Beyond National Law?* e ROBE J.P., *Multinational Enterprises: The Constitution of a Pluralistic Legal Order*, in Teubner G. (Ed.), *Global Law without a State*, Dartmouth, 1997, rispettivamente 3 ss., 31 ss. e 45 ss.; DONINI M., *Lo "Tus comune" in un sistema policentrico*, in ID., *Il volto attuale dell'illiceo penale*, Milano, 2004, 172 s.

significativo, e, reciprocamente, le conseguenze negative del non aderirvi così consistenti dal punto di vista economico, da renderli *sostanzialmente obbligatori* (19).

La regolamentazione dei mercati finanziari è proprio il settore normativo in cui tale fenomeno si è mostrato con la maggiore evidenza empirica; si tratta di un processo iniziato dopo le crisi finanziarie degli anni Novanta, che si è intensificato dopo i destabilizzanti scandali finanziari dell'inizio del nuovo millennio (20). La stabilità finanziaria internazionale è stata perciò ottenuta a prezzo di una progressiva perdita di autonomia degli ordinamenti nazionali a favore di organizzazioni mondiali e soggetti *privati* transnazionali (ad esempio, le *law firms*, le agenzie di *rating* e le *non governmental organizations*). Questi ultimi sono da includere tra i creatori del diritto economico globale, poiché in grado di influenzare i contenuti delle normative dei singoli Stati in materia di mercati (21); si pensi alle agenzie di *rating*, che, giudicando i titoli del debito pubblico emesso dagli Stati, ne condizionano la politica e la disciplina finanziaria (22).

(19) Come sottolineato da SLAUGHTER A.M., *A New World Order*, Princeton, 2004, 224. Spesso le componenti del diritto transazionale hanno natura di *soft law*, ma accade anche che il *soft law* divenga *hard law* ad opera di decisioni giudiziali, amministrative o legislative, come notato da PASTORE B., *Soft Law, gradi di normatività, teoria delle fonti*, in *Lavoro e diritto*, 2003, 5 ss.

(20) La crisi di *enforcement* rispetto alle crisi finanziarie internazionali (e ai comportamenti patologici degli operatori che hanno contribuito a determinarle o le hanno sfruttate illecitamente) è notata da DELONIS R., *International Financial Standards and Codes: Mandatory Regulation without Representation*, in 36 *N.Y.U.J. Int. L. and Politics*, 2004, 563 ss. Non è, pertanto, azzardato ritenere che l'attuale crisi finanziaria globale innescata dai c.d. mutui *subprime* abbia, come diretta conseguenza, un'ulteriore delega della funzione normativa dagli Stati alle organizzazioni internazionali. L'eziologia della crisi finanziaria mondiale a partire dai processi di *securitisation* dei rischi connessi ai mutui *subprime* è recentemente riassunta da SEMINARA S., *Crisi finanziaria e disorientamenti etici e giuridici*, in *Dir. pen. proc.*, 2009, 269 ss.; per una disamina dei punti deboli del sistema finanziario internazionale, alla luce della crisi finanziaria contemporanea, cfr. ONADO M., *Gli scandali societari italiani*, in AA.VV., *Impresa e giustizia penale: tra passato e futuro*, Milano, 2009, 61 ss.

(21) Sul ruolo di fonti sostanziali del diritto delle *non-governmental organizations*, FERRARESE M.R., *Le istituzioni della globalizzazione*, Bologna, 2000, 9, 104 ss. Sul ruolo giocato dai grandi studi internazionali di consulenza legale nell'elaborazione di strumenti giuridici *'market-friendly'*, cfr. DEZALAY Y., *I mercanti del diritto*, Milano, 1997, *passim* ed in particolare 111 ss., 166 ss. Cfr. anche le riflessioni di GUÉNAIRE M., *La common law ou l'avenir d'une justice sans code*, in 115 *Le Débat*, 2001, 49.

(22) Sono, inoltre, numerosi i gruppi di interesse che spingono verso l'omologazione degli interventi pubblici sui mercati finanziari: si pensi, ad esempio, al dibattito intorno alla scelta, solo in apparenza di natura eminentemente tecnica, relativa alla adozione di principi

L'elenco di questi soggetti internazionali, comprensivo di organizzazioni intergovernative a vocazione regionale (come l'OCSE o l'OPEC), non può essere qui accennato; ci basta notare come i soggetti che contribuiscono a comporre il complesso mosaico del diritto globalizzato dell'economia siano tutti accomunati dall'essere costituiti secondo statuti giuridici alquanto sfumati (23).

L'iniziativa che ha dato il contributo più significativo alla creazione di un diritto globale dell'economia è il *Financial Sector Assessment Program* (Fsap) del 1999, diretto dal Fondo monetario internazionale e dalla Banca Mondiale: programma attraverso il quale le due organizzazioni internazionali definiscono una serie di *standards* volti ad assicurare la stabilità finanziaria globale e vigilano sulla corretta osservanza di tali parametri da parte degli ordinamenti nazionali. Ma all'omogeneizzazione dei diritti nazionali, e alla contestuale creazione di un diritto economico globale, concorrono soggetti ulteriori: il riferimento è alle iniziative intraprese dalle *standard setting agencies* (24).

La *compliance* di uno Stato rispetto alla pluralità degli *standards* fissati a livello internazionale è verificata da rapporti periodici della Banca mondiale e del Fondo Monetario internazionale (*Reports on the observance of standards and codes*). Tuttavia il mancato rispetto degli *standards* non è formalmente sanzionato o meglio, non vi è una sanzione *giuridica*, bensì

contabili per la redazione ed il controllo dei bilanci delle società. A tal proposito, v. LARSEN P.T., *Accounting Bodies under Fire*, in *Financial Times*, 13 giugno 2005.

(23) Si può esemplificare riferendosi al *Fondo monetario internazionale*, alla *Banca mondiale* e alle sue articolazioni, all'*Organizzazione mondiale del commercio*, al G8 e ai vari organismi internazionali, competenti in tema di commercio, costituiti nell'ambito dell'ONU. Per un catalogo di organismi ed accordi rilevanti sul piano dell'economia e del commercio internazionale, cfr. GALGANO F.-MARRELLA F., *Diritto del commercio internazionale*, Padova, 2007, 36 ss. Tra i soggetti internazionali in grado di influenzare il diritto globale dovrebbe essere inserita anche l'*Organizzazione mondiale del commercio* (WTO), come considera RUIZ FABRI H., *La contribution de l'OMC à la gestion de l'espace juridique mondial*, in Locquin E.-Kessedjian C. (sous la direction de), *La mondialisation du droit*, Paris, 2000, 349 ss.

(24) Spesso si tratta di organismi pubblici transnazionali composti da rappresentanti delle autorità amministrative indipendenti nazionali (ad esempio, l'*International Association of Insurance Supervisors* (IAIS)). Altre volte l'omogeneizzazione degli interventi pubblici nazionali sui mercati viene veicolata da organismi transnazionali *privati*, come quelli che stabiliscono gli *standards* in materia di contabilità e revisione dei conti (*International Accounting Standards Board* (IASB) e *International Federation of Accountants* (IFAC)). Rispetto ai fenomeni di abuso di mercato un ruolo fondamentale spetta all'*International Organization of Securities Commissions* (IOSCO), che ha concorso a definire con alcuni suoi atti le principali tecniche manipolative.

*economica*. I mercati globali si orientano, infatti, sulla base delle valutazioni contenute nei vari *Reports*: è lo stesso Stato che richiede la valutazione e cerca in ogni modo di apparire rispettoso degli *standards*, poiché il rischio è il decremento sostanziale del flusso di investimenti nei propri mercati e, più in generale, nella propria economia (25). Il rispetto degli *standards* è, dunque, garantito da una sanzione indiretta, 'reputazionale', rispetto alla comunità internazionale degli operatori finanziari.

Per spingere verso l'omologazione i sistemi nazionali di tutela dei mercati, gli organismi internazionali sopradetti dispongono di una gamma di incentivi e disincentivi: il rispetto degli *standards* è spesso condizione imprescindibile per accedere a finanziamenti e altre iniziative internazionali, come i programmi di sviluppo predisposti dalle organizzazioni stesse (26).

L'impiego di sanzioni finanziarie per indurre modifiche normative in un ordinamento rende ben visibile la penetrazione dell'economia nel diritto, anche pubblico: il modo di regolare giuridicamente una data attività è considerato un fattore di competitività economica dallo Stato, rispetto agli altri Stati, al fine di mantenere la sede centrale delle proprie multinazionali nel proprio sistema economico e attirare le imprese straniere apprestando un clima economicamente favorevole (27).

Rispetto alla definizione del *contenuto sostanziale* delle azioni e delle iniziative delle organizzazioni internazionali, in particolare del Fondo monetario internazionale e della Banca mondiale, un ruolo determinante è svolto dagli Stati Uniti, mediante procedure formali e soprattutto informali. A livello formale, gli Stati Uniti detengono la maggioranza relativa dei voti in seno agli organi decisionali delle due

(25) Analizza i meccanismi di coazione ad adeguarsi agli *standards* internazionali, CASSESE S., *Gamberetti, tartarughe e procedure. Standards globali per i diritti amministrativi nazionali*, in *Riv. trim. dir. pubb.*, 2004, 657 ss.

(26) Tale meccanismo di condizionamento è illustrato da BATTINI S., *La Globalizzazione*, cit., 345.

(27) La rilevanza economico-competitiva della normativa statale in tema di attività commerciale è tematizzata da DORE R., *Un commento*, in *Stato e mercato*, 1997, 31 ss.; STOPFORD J.-STRANGE S., *Rival States, Rival Firms. Competition for World Market Shares*, Cambridge, 1991. Considerazione sul rapporto tra intensità dell'*enforcement* e competitività dei mercati finanziari americani in COFFEE J. C. JR., *Law and the Market: The Impact of Enforcement* (March 7, 2007), *Columbia Law and Economics*, Working Paper No. 304, disponibile in: <http://ssrn.com/abstract=867482>, 4 del dattiloscritto.

organizzazioni, essendo il voto collegato ai finanziamenti effettuati dai singoli Stati (28); a livello informale, sempre agli Stati Uniti è riconducibile, per nascita o per formazione, la maggior parte dei dipendenti e, soprattutto, dei soggetti che rivestono ruoli decisionali in seno alla Banca mondiale o al Fondo monetario (29).

In definitiva, poiché le quote di sovranità cedute in ambito finanziario da ogni Stato confluiscono verso organizzazioni sovranazionali, queste ultime divengono il fulcro del sistema globale di regolazione del mercato, peraltro senza alcuna legittimazione democratica (30). Si tratta di un governo impalpabile, virtuale, in cui un grande spazio ha il rispetto, da parte della norma nazionale, delle discipline di *soft law* emanate dalle organizzazioni internazionali. In quest'ottica va quindi inquadrata l'analisi della norma penale che reprime la manipolazione del mercato: anch'essa è componente di un sistema normativo globalizzato e orientato da *soggetti a-nazionali*.

Gli strumenti operativi con cui il *diritto economico globale* sviluppa sé stesso paiono molto diversi da quelli tipici del *diritto transnazionale dei diritti umani*, che costituisce l'altra 'branca' del diritto globale.

(28) Si noti che gli Stati Uniti contribuiscono per il 17,67% al finanziamento del Fondo monetario internazionale, il che gli attribuisce il 17,33% dei voti in seno all'*Executive Board*: ciò permette agli U.S.A. di disporre del diritto di veto sulle maggiori decisioni in ordine agli equilibri di forza – cioè alle *quote* spettanti a ciascuno Stato – in seno all'organizzazione, perché ogni delibera di tale tipo richiede la maggioranza dell'85% dei voti (cfr. art. III, *section 2 (c) Agreement of International Monetary Fund*). Anche nella Banca Mondiale il discorso non cambia: benché la Banca mondiale sia più indipendente dal punto di vista dei finanziamenti dai contributi dei singoli Stati, gli Stati Uniti detengono il 16,98% dei voti, il che gli attribuisce un sostanziale diritto di veto, come evidenziato da WOODS N., *The United States and the International Financial Institution: Power and Influence within the World Bank and the IMF*, in Foot R.-MacFarlane S.N.-Mastanduno M. (Eds.), *US Hegemony and International Organization*, Oxford-New York, 2003, 100.

(29) Sulla composizione dei dirigenti dell'IMF cfr., negli anni Settanta, STRANGE S., *The IMF*, in Cox R. W.-Jacobson H. K. (Eds.), *The Anatomy of Influence: Decision Making in International Organization*. London, 1974, 269. Relativamente alla Banca mondiale, cfr. STERN N.-FERREIRA F., *The World Bank as "Intellectual Actor"*, in Kapur D.-Lewis J.-Webb R. (Eds.), *The World Bank: Its First Half-Century*, II, Washington DC, 1997, 523. Per una penetrante analisi dell'influenza statunitense sulla Banca mondiale e sul Fondo monetario internazionale, cfr. WOODS N., *The United States*, cit., 92 ss.

(30) Il *deficit* di democraticità delle istituzioni economiche globali è al centro delle riflessioni di KEOHANE R.O., *Global Governance and Democratic Accountability*, in Held D.-Koenig Archibugi M. (Eds.), *Taming Globalization: Frontiers and Governance*, Cambridge, 2003, 130 ss.; si vedano anche GRANT R.W.-KEOHANE R.O., *Accountability and Abuses of Power in World Politics*, in 99 *Am. pol. sc. rev.*, 2005, 1 ss.

Il primo persegue l'omogeneità del diritto economico mondiale, incalzato dalle istanze di uniforme trattamento formulate dagli operatori economici del mercato globale (31); il diritto economico procede e si evolve mediante moduli giuridici informali e azioni di organizzazioni di settore che hanno nella *codecisione* e nel *coordinamento* con gli Stati la propria cifra caratterizzante.

Il secondo *procede 'per tribunali'* e si caratterizza come un diritto *giurisprudenziale* globale (32), nel senso che i Tribunali penali internazionali, in assenza di solide fattispecie predate, partono da concezione dei diritti e delle garanzie individuali come riserve di autonomia individuale contro l'interferenza dei governi (33) e sviluppano la propria giurisprudenza mediante principi, sfruttandone la duttilità e la capacità di penetrare a fondo le pieghe dei particolarismi normativi statali (34).

(31) La dipendenza del diritto economico globale rispetto alle istanze degli operatori transnazionali è notata da MANACORDA S., *Jus commune criminale? Enjeux et perspectives de la comparaison pénale dans la transitions des systèmes*, in Delmas-Marty M.-Muir Watt H.-Ruiz Fabri H. (sous la direction de), *Variations autour d'un droit commun*, Paris, 2002, 329.

(32) Sul ruolo delle Corti internazionali in materia di diritto transnazionale dei diritti umani, DONINI M., *Lo "Ius comune" in un sistema policentrico*, in ID., *Il volto*, cit., 167.

(33) Riferisce di questa concezione dei diritti umani, FERRARESE M.R., *Le istituzioni*, cit., 156 ss.

(34) Sull'evoluzione della giurisprudenza internazionale in materia di diritti umani, FRONZA E., *I crimini di diritto internazionale nell'interpretazione della giurisprudenza internazionale: il caso Akayesu*, in Illuminati G.-Storioni L.-Virgilio M. (a cura di), *Crimini internazionali tra diritto e giustizia. Dai Tribunali internazionali alle Commissioni verità e riconciliazione*, Torino, 2000, 70 ss.; con particolare riguardo alla concezione della legalità della Corte penale internazionale, CAIANIELLO M.-FRONZA E., *Il principio di legalità nello statuto della corte penale internazionale*, in *Ind. pen.*, 2002, 325; e CATENACCI M., *"Legalità" e "tipicità del reato" nello Statuto della Corte penale internazionale*, Milano, 2003, 41 ss. Sulla struttura della Corte penale internazionale, di recente, MICHELINI G.-MONETTI V., *L'istituzione della Corte penale internazionale e i suoi precedenti. La struttura della Corte*, in Lattanzi G.-Monetti V. (a cura di), *La Corte penale internazionale*, Milano, 2006, in particolare 24 ss.; sulla definizione della giurisdizione della Corte, FRONZA E., *Il principio di complementarità, esercizio della giurisdizione e adeguamento a livello interno*, in AMATI E.-CACCAMO V.-COSTI M.-FRONZA E.-VALLINI A., *Introduzione al diritto penale internazionale*, Milano, 2006, 35 ss.

### 3. Il contesto normativo: dalla piramide alla rete delle fonti in materia finanziaria.

La natura *decostruttiva* della globalizzazione determina un impulso alla riformulazione, da parte dei legislatori nazionali, delle norme legali, affinché queste ultime si aprano alle *prassi dei mercati*. Il fenomeno è ben evidente ad alcuni Autori, che hanno ritenuto che il solido diritto del Novecento si stia sciogliendo in regole di dubbia natura giuridica e di estensione globale (35). Le prassi rimandano a un modello di costruzione di regole di condotta avente natura consuetudinaria: la consuetudine riemerge così dalla base della piramide kelseniana e si erge a fonte guida del diritto del mercato a livello mondiale. Ciò, da una parte, crea una difficoltà di distinzione tra diritto e non diritto, posto che sono i *fatti*, riuniti in prassi e poi in consuetudine, a produrre una cospicua parte del *diritto* (36).

Dall'altra parte, l'emersione delle prassi come fonte di rango primario pone in rotta di collisione il criterio di *gerarchia* con quello di *competenza funzionale* di una fonte su una data materia (37). La logica della gerarchia è posta in crisi dalla *moltiplicazione delle autorità* su livelli differenti – nazionali, sovranazionali, internazionali – ognuna con prerogative volutamente sfumate e imprecise, tali da permettere un accrescimento di competenze future: poiché raramente tali autorità sono in grado di incidere su mondo del diritto *in modo autonomo*, è

(35) Per una serie di immagini impiegate per descrivere la situazione attuale del diritto alle soglie del cambio di secolo, BELLEY J., *Une métaphore chimique pour le droit*, in ID., *Le droit soluble. Contributions québécoises à l'étude de l'inter-normativité*, Paris, 1996, 7 ss. Sulla crisi della piramide kelseniana e della sistematica a gradini, v. anche DONINI M., *Lo "Ius comune" in un sistema policentrico*, in ID., *Il volto attuale dell'illecito penale*, Milano, 2004, 145 ss.

(36) La disarticolazione della gerarchia delle fonti e l'emersione di diverse manifestazioni di diritto transnazionale di fonte a-statale viene spesso considerato non diritto, ma fatto. Osserva Teubner che il diritto transnazionale può essere: «anything, professional norms, social rules, customs, usages, contractual obligations, intra- or inter-organizational agreements, arbitration awards, but not law. The distinction between law and non-law is based on a hierarchy of legal rules where the higher rules legitimate the lower ones. Normative phenomena outside of this hierarchy are not law, just facts», cfr. TEUBNER G., *Foreword: Legal Regimes of Global Non-state Actors*, in ID. (Ed.), *Global Law without a State*, Dartmouth, 1997, XIII.

(37) Sull'eclissi del criterio di gerarchia, VOGLIOTTI M., *Tra fatto e diritto. Oltre la modernità giuridica*, Torino, 2007, 275; CASSESE S., *Oltre lo Stato*, Roma-Bari, 2006, 11 ss.; AYRES I.-BRAITHWAITE J., *Responsive Regulation. Transcending the Regulation Debate*, New York-Oxford, 1992, in particolare 158 ss.



indispensabile il *coordinamento* e il *supporto* reciproco, secondo una logica non gerarchica, ma *dialogico-procedurale* (38).

In alcuni settori del diritto penale, come quello economico, l'integrazione precettiva della norma incriminatrice mediante rinvii espressi o impliciti a fonti tecniche (anche private) è così evidente che risulta più prudente per il potenziale destinatario che voglia comprendere le possibili conseguenze delle sue azioni, rifarsi, più che alla norma penale in sé, alla disciplina extrapenale o extralegale di riferimento o alle determinazioni dell'autorità amministrativa indipendente di settore (39). La raffigurazione grafica delle fonti competenti a regolare le condotte di manipolazione del mercato e degli altri reati finanziari può assumere tanto la forma, classica, della *piramide*, quanto quella, post-moderna, della *rete* (40).

La piramide non è più, infatti, del tutto adeguata a rappresentare il *complessivo* stato delle fonti del diritto, essendo legata a una nozione di Stato moderno, inidonea a spiegare sia il *pre-moderno*, sia il *post-moderno*. La raffigurazione piramidale non è, però, ancora una costruzione totalmente anacronistica, posto che le epoche non si succedono mediante cesure, ma incorporandosi le une nelle altre e le espressioni giuridiche della fase storica che ha immediatamente preceduto quella attuale persistono sotto forma di diritto codicistico, strutturato, sistematico e piramidale (41).

(38) La natura dialogico-procedurale dell'azione delle autorità economiche e politiche internazionali è colta ad esempio da CASSESE S., *La crisi dello Stato*, Roma-Bari, 2001, 64; dal punto di vista penalistico, cfr. TERADILLOS BASOCO J.M., *Globalización, administrativización y expansión del derecho penal económico*, in Acala Sánchez M.-Terradillos Basoco J.M. (coord.), *Temas de derecho penal económico*, Madrid, 2004, 219 ss.

(39) La dimensione tipizzante delle discipline di settore, spesso maggiore dei precetti legislativi di cui sono attuazione è colta da DONINI M., *Lo "Ius comune" in un sistema policentrico*, in ID., *Il volto*, cit., 148; nello stesso senso già SGUBBI F., *Profili*, cit., 753 ss.

(40) La metafora, di grande successo, è di OST F.-VAN DE KERCHOVE M., *De la pyramide au réseau? Pour une théorie dialectique du droit*, Bruxelles, 2002; in senso dissenziente rispetto alla fedeltà della metafora alla situazione reale delle fonti del diritto, VOGLIOTTI M., *De quelques remèdes à la décomposition de notre univers juridique. À propos du livre de F. Ost et M. van de Kerchove, De la pyramide au réseau? Pour une théorie dialectique du droit*, in 56/57 *Dr. et Soc.*, 2004, 361 ss.

(41) Ciò che però la costruzione piramidale del diritto non può spiegare è il tratto caratterizzante della postmodernità giuridica, ovvero un accentuato pluralismo giuridico a carattere sovranazionale, caratterizzato da fenomeni di coesistenza tra ordinamenti nazionali, sovranazionali e internazionali (questi ultimi con giurisdizioni sempre più proattive), nonché infranazionali (come le regioni). La permanente validità esplicativa della piramide delle fonti, accanto a quella della 'rete', è sottolineata da LOSANO M.G., *Il diritto*

Per il diritto penale, il pluralismo delle fonti comporta ampi spazi integrativi non solo rispetto alla *fondazione* del *giudizio di meritevolezza di pena* della condotta, ma anche lungo la direttrice della *giustificazione* (42).

Quanto alla *giustificazione*, basti pensare al ruolo delle prassi di mercato, menzionate all'art. 187-ter, co. 4 t.u.f. (43), le quali sono in grado di 'paralizzare' l'applicazione della norma incriminatrice della manipolazione, facendo prevalere sul *dover essere*, cristallizzato nella legge penale dello Stato, l'*essere del mercato* (44).

Quanto alla *giudizio di meritevolezza di pena*, il diritto di origine sovranazionale e quello che promana dalle autorità di settore svolgono un ruolo crescente.

In primo luogo, la dimensione globale del mercato comporta la nascita di *beni giuridici di estensione transnazionale* e il sorgere di esigenze di tutela, anch'esse sovranazionali, che spesso trovano sviluppo normativo negli atti dei vari organismi internazionali prima menzionati.

In secondo luogo, la materia dei mercati è connotata da un'elevata *cifra tecnica* e proprio perciò si rende indispensabile l'attività normativa delle autorità amministrative di controllo che, singolarmente o riunite tra loro a livello internazionale, forniscono indicazioni fondamentali sulla dannosità sociale di una data operazione finanziaria e sulla sua anti-giuridicità.

*turbolento*, in *Riv. int. fil. dir.*, 2005, 428 s., il quale nota anche (413 ss.) come la compresenza di ordinamenti paralleli non sia riconducibile alla raffigurazione piramidale delle fonti del diritto. Sulla pluralità dei livelli normativi, cfr. WAHL R., *Verfassungsstaat, Europäisierung, Internationalisierung*, Frankfurt a. M., 2003, 45 ss.

(42) Sul rapporto tra globalizzazione ed anti-giuridicità, cfr. tra gli altri, QUINTERO OLIVARES G., *El derecho penal ante la globalización*, in Zúñiga L.-Mendez C.-Diego M. R. (coords.), *El derecho penal ante la globalización*, Madrid, 2002, 18 ss. Sulla globalizzazione come *great deconstructor*, cfr. TEUBNER G., *Diritto policontestuale: prospettive giuridiche della pluralizzazione del mondo sociale*, Napoli, 1999, 78 ss.

(43) Il testo dell'art. 187-ter t.u.f. è riportato *infra*, in questa Parte, cap. II, § 3.1.2., nt. 67.

(44) Sottolinea come la regolazione del mercato non è mai attività esclusivamente imperativa dello Stato, ma contrattazione di regole politiche, rigenerate dal contatto con le prassi di mercato, BERTI G., *Interpretazione costituzionale. Lezioni di diritto pubblico*, Padova, 2001, 174 ss. Peraltro, vi è chi evidenzia che le stesse autorità di regolazione del mercato costituiscono il luogo di contraddittorio economico degli operatori, senza la previa determinazione pubblica del significato giuridico delle loro azioni (FRANZESE L., *L'età*, cit., 32). Vi sono anche AA. che, esprimendo un'opinione minoritaria in dottrina, sostengono che economia e diritto vadano invece intesi come due mondi scissi e non comunicanti; cfr. IRTI N., *L'ordine giuridico del mercato*, Roma-Bari, 1998.

È corretto affermare che la concezione ulteriormente sanzionatoria del diritto penale, la quale rappresenta la norma incriminatrice come uno strumento reattivo verso comportamenti già illeciti dal punto di vista extrapenale, e che quindi intende il reato come una violazione qualificata di un precetto amministrativo o civilistico (45), sia falsa se concepita come concezione dogmatica totalizzante, vale a dire se pretende di valere per il diritto penale nazionale complessivamente considerato: sono, infatti, molti i casi in cui l'illecito nasce come penale, in cui cioè la sanzione penale interviene *per prima* a punire un comportamento, indipendentemente dalla previa esistenza di un illecito civile o amministrativo e dallo stesso radicamento nella collettività del disvalore di quella data condotta (46). La concezione sanzionatoria del diritto penale possiede, però, un nucleo di verità se la si intende in senso limitato, se la si restringe, cioè, all'ambito economico finanziario e ai rapporti tra normative internazionali e diritto penale nazionale. In tale prospettiva è incontestabile che le norme penali nazionali intervengono spesso a sanzione della violazione di modelli comportamentali definiti come illeciti a livello internazionale: questo accade perché, rispetto a tali illeciti, le normative internazionali, non disponendo di un potere sanzionatorio formale, chiedono ai diritti nazionali di prestare la loro capacità punitiva.

Con riferimento all'ambito del diritto penale dell'economia, è perciò spesso vero che, a dispetto dell'analisi strutturale del reato, in cui logicamente il fatto precede l'antigiuridicità, la *tipicità penale 'nazionale'* presuppone – nel processo di criminalizzazione di una condotta – l'*antigiuridicità 'internazionale'* del fatto tipico, poiché 'ritaglia' le condotte penalmente rilevanti all'interno di una serie di comportamenti che già contrastano

(45) Su tale concezione, cfr., per tutti, GRISPIGNI F., *Il carattere sanzionatorio del diritto criminale*, 1920, ora in ID., *Diritto penale italiano*, I, Milano, 1952, 232 ss.

(46) Sulla ricorrente ipotesi in cui sia il diritto penale ad intervenire per primo nel qualificare come illecite una serie di condotte, a prescindere dall'illiceità prepenalistica delle stesse, DONINI M., "Danno" e "offesa" nella c.d. tutela penale dei sentimenti, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 2008, 1555 ss. Sottolinea come sul piano storico sia manifesto il 'ruolo pilota' del diritto penale nell'individuazione dei beni giuridici più meritevoli di tutela da parte dell'ordinamento PEDRAZZI C., voce *Diritto penale*, in *Dig. disc. pen.*, IV, Torino, 1990 ora in PEDRAZZI C., *Diritto penale*, I, Milano, 2003, 168; sul punto v. già ID., *Le rôle sanctionneur du droit pénal*, in *Enseignement de 3<sup>e</sup> cycle de droit 1984*, Fribourg Suisse, 1985, ora in PEDRAZZI C., *Diritto penale*, I, cit., 186 ss.

con altre norme di fonte internazionale. L'illecito 'nasce' extrapenale ed extranazionale: la fattispecie incriminatrice è logicamente preceduta da un giudizio di disvalore e contrarietà al diritto espresso da norme di *hard* o *soft law* emanate in sede internazionale (47).

In un momento storico in cui è crescente, a seguito dell'internazionalizzazione dei mercati, l'intervento di fonti sovranazionali di vario tipo nella disciplina del diritto economico, l'antigiuridicità delle condotte tenute sui mercati si apprezza sempre più come contrasto tra comportamento concreto e diritto nazionale che recepisce atti normativi maturati a livello transnazionale: in definitiva, è il diritto globale ad attivare l'operatività della norma penale (48). Ciò accade sicuramente quando il diritto sovranazionale è *hard law*, in quanto contenuto in convenzioni, trattati e accordi giuridicamente definiti, ma può avvenire anche quando il comportamento sul mercato contrasti con direttive, linee guida, esemplificazioni di organizzazioni internazionali: in questo caso, il *soft law* diviene parametro interpretativo del giudice nazionale nel verificare la cifra di illiceità della condotta, tanto più quando si tratta di questioni tecniche, in cui non è possibile individuare riferimenti normativi idonei nelle fonti statali. In questo caso, la raccomandazione o la comunicazione di un'organizzazione internazionale, pur avendo carattere meramente orientativo, fornisce un impulso decisivo alla punizione in concreto dell'operazione economica, fondandone l'illiceità.

(47) La dipendenza dell'illecito statale da una qualificazione extrapenale ed extranazionale di illiceità è notata già da DONINI M., *Lo "ius commune" in un sistema policentrico*, in ID., *Il solito*, cit., 141 ss.

(48) L'interazione, a livello di fondazione dell'antigiuridicità del fatto, tra diritto sovranazionale e diritto nazionale è di recente tematizzato, seppure con riferimento a contesti diversi da quello economico (principalmente attinenti alla tutela dei diritti umani), da VIGANÒ F., *L'influenza delle norme sovranazionali nel giudizio di 'antigiuridicità del fatto tipico'*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 2009, 1078, il quale sottolinea che, dal punto di vista internazionale, un obbligo di incriminazione può essere violato quando il legislatore interno non emani alcuna norma incriminatrice, ovvero la connoti con margini applicativi troppo ristretti rispetto agli *standards* di tutela sovranazionali, oppure ancora quando il legislatore statale preveda indebitamente (nell'ottica del diritto internazionale) una causa di giustificazione che sottragga alla sanzione penale comportamenti intollerabili, ovvero infine quando sia il giudice a interpretare in senso troppo restrittivo una norma incriminatrice o troppo estensivo una scriminante.

4. *Il crescente coordinamento internazionale in materia di vigilanza e controllo sui mercati finanziari.*

La manipolazione del mercato è una fenomenologia comportamentale al centro di un attivismo normativo internazionale. Dapprima, nel 2000, viene emanato il *Financial Services and Markets Act* inglese; successivamente, nel sistema statunitense, il *Public Company Accounting Reform and Investor Protection Act* (49) (meglio noto come *Sarbanes-Oxley Act*) del 2002; infine, la direttiva comunitaria sugli abusi di mercato (50). In tutti questi interventi non si riscontra una soluzione definitiva, specie con riferimento alla direttiva comunitaria, per il problema dell'asimmetria tra *competenze delle autorità di controllo ed estensione transnazionale del fenomeno da controllare*, ovvero delle speculazioni mobiliari illecite (51). Si sono, infatti, moltiplicati i casi di condotte speculative illecite 'multi-giurisdizionali', rispetto alle quali risultano, cioè, applicabili disposizioni punitive di Paesi differenti, e, nonostante ciò, nessun ordinamento intraprende un'iniziativa punitiva: permangono, infatti, ancora dei sistemi nazionali che omettono di regolare le attività di persone o le transazioni *che non sono esclusivamente collocabili nel proprio territorio* (52).

(49) 15 US Code §7201 ss., 107 Pub. L. n. 204, 116 Stat. 745 (2002).

(50) Per esteso: direttiva relativa all'abuso di informazioni privilegiate e alla manipolazione del mercato, n. 2003/6/CE.

(51) L'eterogeneità di 'scala' tra illecito economico e meccanismi di *enforcement* è notata da FOX M.B., *Securities Disclosure in a Globalizing Market: Who Should Regulate Whom?*, in 95 *Mich. L. Rev.*, 1997, 2498; e da STEINBERG M.I., *International Securities Law. A contemporary and Comparative Analysis*, The Hague-London-Boston, 1999, 2.

(52) Si noti, ad esempio, come la giurisprudenza inglese ha sempre ritenuto la propria giurisdizione, in materia di frodi e manipolazioni finanziarie, limitata dai propri confini nazionali; nel caso *R. v Manning*, 1998, a All ER 876, la Corte ha osservato che tale tendenza ha impedito una repressione penale efficace delle condotte illecite che si fossero svolte in parte in un diverso Paese. Altri Stati hanno adottato, invece, leggi che seguono *oltre i propri confini* condotte che comportano rischi per il proprio sistema finanziario. Ad esempio, negli Stati Uniti, il *Financial Services Modernisation Act* (conosciuto anche come *Gramm-Leach-Bliley Act*), Pub. L. 106-102, 113 Stat., 1338, del 1° novembre 2000, prevede la propria applicabilità anche rispetto alle Banche non statunitensi che abbiano filiali o agenzie o posseggano o controllino una società commerciale negli Stati Uniti (cfr. ad esempio *section 103 del Gramm-Leach-Bliley Act*, che ha modificato la *section 4 del Bank Holding Company Act* del 1956 (12 U.S.C. 1843) e richiede di applicare a banche straniere con filiali negli Stati Uniti gli stessi *standards* di capitalizzazione e gestione in vigore per quelle statunitensi. Si veda anche la *section 114 del Gramm-Leach-Bliley Act* in materia di controlli prudenziali e la *section 141* in materia di *holding* finanziarie straniere). Sul problema cfr., in precedenza,

Per ora, la risposta degli ordinamenti occidentali si è sostanziata nella *cooperazione internazionale*, volta a sviluppare un pacchetto di norme e *standards* comuni, e nella *reciprocità*, consistente nel mutuo riconoscimento, tra due o più Stati, dell'affidabilità dei rispettivi ordinamenti normativi e dei livelli di trasparenza che vengono assicurati sui mercati mobiliari (53).

I soggetti che più si mostrano attivi nella ricerca di una cooperazione internazionale in materia di mercati finanziari sono le autorità indipendenti di settore. Ad esempio, la statunitense *Securities Exchange Commission* (SEC) si è segnalata per una vigorosa persecuzione delle violazioni della *securities law* che avessero un qualche collegamento con il mercato finanziario federale, a volte agendo in prima persona, altre volte con accordi e collaborazioni formali ed informali con le autorità di altri Stati, aventi ad oggetto lo scambio di informazioni, l'assistenza tecnica e l'*enforcement* rispetto alle speculazioni illecite (54).

La situazione è ancora magmatica, tanto che alcuni hanno addirittura proposto l'istituzione di una *World Finance Authority*, al fine di adempiere a livello sovranazionale ai cinque principali compiti spettanti ad un'autorità di controllo sul mercato (compiti autorizzativi, di mantenimento della trasparenza del mercato, di sorveglianza, *enforcement* e di sviluppo delle regole di comportamento per gli operatori del mercato) (55).

KARMEL R.S., *The Second Circuit Role in Expanding the SEC's Jurisdiction Abroad*, in 65 *St John's L. Rev.*, 1991, 743.

(53) L'evoluzione della cooperazione tra Stati in materia di illeciti economici è analizzata da STEINBERG M.I., *International*, cit., 25 s.

(54) Attualmente la SEC è, infatti, parte di oltre trenta accordi (i c.d. MOU: *Memoranda of Understanding*) con autorità di altri paesi ed ha recentemente sottoscritto l'*International Organization of Security Commissions MOU*, il primo accordo globale di condivisione di informazioni in materia di tutela dei mercati. Cfr., rispetto alle attività della SEC volte al coordinamento dell'*enforcement* internazionale in materia di mercati, OFFICE OF INTERNATIONAL AFFAIRS, *The SEC's International Enforcement Program and Bilateral Multilateral Initiatives*, 980 *Prac. L. Inst./Corp*, 1997, 753 ss.

(55) Con riferimento all'opportunità di una *World Financial Authority* si vedano EATWELL J., *New Issues in International Financial Regulation*, e KERN A., *The Need for Efficient International Financial Regulation and the Role of Global Supervisor*, entrambi in Ferran G.-Goodhart C. (Eds.), *Regulating Financial Services and Markets in the 21st Century*, Oxford, 2001, rispettivamente 235 e 273. In particolare, Kern sottolinea (273): «Efficient international financial regulation requires certain regulatory functions to be performed by a global supervisors acting in conjunction with national regulatory authorities. These functions should involve the authorization of financial institutions, generation of rules and standards of regulatory practice,

I tentativi di governare a livello di mondializzazione la regolazione normativa dell'economia implicano tutti l'erosione totale della competenza nazionale non solo a livello legislativo, ma anche a livello di *enforcement*. Il controllo sui mercati finanziari internazionali è sempre più *concentrato* presso autorità sovranazionali: alcune di esse hanno una struttura *formalizzata*, in quanto originate da trattati internazionali, altre sono organismi impalpabili di *soft law*, che hanno carattere informale e procedono emanando, direttive, *guidelines*, dotate però di un'autorità non inferiore a quella delle norme di *hard law*.

Ad esempio, la funzione di garantire la corretta informazione ai mercati mondiali è assicurata non solo dalle autorità di controllo nazionali, ma anche da altri organismi di varia natura come la *Bank International Settlements* (BIS), l'*International Accounting Standards Board* (IASB) (56); la funzione di sorveglianza sui mercati è garantita inoltre dal Fondo monetario internazionale e dalla Banca Mondiale; la funzione di *enforcement* spetta ancora alle autorità nazionali, ma giocano un ruolo crescente anche Banca Mondiale e Fondo monetario internazionale, mentre una funzione di indirizzo e governo dell'evoluzione mondiale dei mercati è condivisa dalla *Bank for International Settlements*, dall'*International Organization of Securities Commissions* (IOSCO) (57), dalla *International Association of Insurance Supervisors* (IAIS), dal *Financial Stability Forum* (FSF) (58), dal Fondo Monetario internazionale (FMI) e, in via residuale, dalle autorità nazionali (59).

Secondo alcuni studiosi, questa tendenza è non solo *accettabile*, ma anzi *auspicabile*: l'integrazione economica mondiale richiede un

surveillance of financial markets, and co-ordination with national authorities in implementing and enforcing such standards».

(56) L'*International Accounting Standards Board* emana gli *International Accounting Standards* (IAS): ovvero i principi contabili internazionali. Gli IAS, emanati da un gruppo di professionisti contabili (*International Accounting Standards Committee* (acronimo IASC) fin dal 1973, sono stati il primo tentativo di standardizzazione mondiale delle regole contabili. Fino al 2001, lo IASC ha agito come comitato interno all'organizzazione mondiale dei professionisti contabili (*International Federation of Accountants* (IFAC)), trasformandosi poi in una fondazione privata di diritto statunitense (*IASC foundation*). L'*International Accounting Standards Board* è l'organo di questa fondazione, incaricato di emanare i principi contabili: i principi redatti sono denominati IFRS (*International Financial Reporting Standards*). Poiché tali principi coesistono, almeno per ora, con i precedenti IAS, ci si riferisce spesso ai principi internazionali con il termine IAS/IFRS.

(57) L'evoluzione e la struttura dello IOSCO sono indagate da STEINBERG M.I., *International*, cit., 27 ss.

(58) La struttura e le funzioni del *Financial Stability Forum* sono esaminati da HALDANE A.G., *The Financial Stability Forum (FSF): Just Another Acronym?*, in Ferran G.-Goodhart C. (Eds.), *Regulating*, cit., 255 ss.

(59) Per un complesso affresco degli organismi internazionali preposti a garantire la corretta informazione ai mercati mondiali e, più in generale, la stabilità degli stessi, cfr. EATWELL J., *New Issues*, cit., 252 s.

coordinamento e il *superamento definitivo* della *dimensione nazionale del diritto dei mercati finanziari* (anche nelle sue componenti sanzionatorie) e l'affermazione della competenza di un'autorità internazionale di regolazione del mercato, che non persegua ovviamente l'illecito in prima persona, ma si limiti a fornire informazioni e prove della violazione ed a coordinare le autorità amministrative di settore nazionali per ottenere un controllo uniforme sui mercati mondiali (60).

Se la *regolamentazione* dei comportamenti economici è ormai una competenza *condivisa a livello globale*, anche la *funzione di enforcement* sui mercati finanziari viene sempre più condivisa tra le autorità nazionali di controllo sulla borsa ed organizzazioni sovranazionali o internazionali. Queste ultime, oltre ad occuparsi della sorveglianza sulla correttezza delle operazioni finanziarie transnazionali, potrebbero divenire competenti a dettare linee-guida sempre più stringenti per coordinare l'azione delle autorità nazionali.

L'impressione è, insomma, che il diritto dei mercati costituisca il promontorio privilegiato per osservare l'eclissi definitiva degli Stati nazionali e l'avvento di un sistema normativo che le istituzioni rappresentative dei singoli Stati nazionali non hanno minimamente *concorso a definire*, ma solo *ratificato*.

##### 5. Il senso della comparazione di fronte ad un diritto globale dei mercati finanziari.

I contesti economici di mercato sono divenuti nel tempo sempre più simili, pur senza divenire del tutto identici (posto che ognuno deriva da storie economiche e capitalismo eterogenei)(61) e tendono ad avvicinarsi ulteriormente in questi ultimi anni, a seguito dal processo di globalizzazione dell'economia: conseguentemente, all'uniformità dei mercati corrisponde un'uniformità dei problemi che i legislatori nazionali si trovano ad affrontare.

(60) Sostiene l'opportunità dell'istituzione di un'autorità finanziaria globale, avente natura tecnica e preposta al coordinamento normativo e operativo tra gli organismi di vigilanza sui mercati nazionali, KERN A., *The Need*, cit., 293 s.

(61) Sui vari modelli di capitalismo, cfr. ALBERT M., *Capitalismo contro capitalismo*, Bologna, 1993, *passim*.

Si potrebbe pensare che, data l'uniformità dei contesti economici e delle problematiche da questi prodotte, vi dovrebbe essere una soluzione più efficiente delle altre per ogni singolo problema – dalla tutela della trasparenza dei mercati, all'individuazione della miglior forma di *corporate governance*, alla definizione del miglior meccanismo repressivo delle condotte manipolative – e che il compito di individuare la disciplina preferibile, dato che ci troviamo in presenza di un diritto che ha connessioni profonde con l'economia, dovrebbe essere affidata al mercato stesso, nel senso che la normativa ottimale dovrebbe essere quella che regola il sistema di scambi più efficiente. La soluzione giuridica economicamente più efficiente si imporrebbe poi, con la forza dei fatti, a tutti i legislatori nazionali (62).

Se già con riferimento alla disciplina extrapenale dei mercati finanziari e delle società commerciali pare dubbio che tale impostazione possa dirsi veritiera, con riferimento al diritto penale essa è sicuramente falsa, per i condizionamenti culturali e politici che la scelta dell'*an* e del *quomodo* dell'intervento penale subisce da ordinamento in ordinamento, benché si tratti di punire condotte diffuse e simili in tutti i mercati finanziari (63). Non è condivisibile l'idea che esista un'unica soluzione efficiente per il controllo dei mercati, né che sia il mercato a doverla individuare: l'economia attuale è basata sulla collazione di capitali attraverso i mercati finanziari e quindi diviene leggibile più con gli strumenti della psicologia sociale che con leggi statistiche-matematiche, caratterizzandosi per l'istintualità ed irrazionalità emotiva che guidano gli operatori finanziari (64). Se il diritto penale diventasse funzionale all'economia, ne deriverebbe un rischio di irrazionalità dell'intervento punitivo: se esso importasse passivamente dai sistemi finanziari i tratti

(62) Su questa concezione, con specifico riferimento ai modelli di *Corporate Governance*, v., in senso critico, DENOZZA F., *Le regole della Globalizzazione tra (pretesa) efficienza e (finti) mercati: il caso dei modelli di corporate governance*, in *Giur. comm.*, 2006, 167 ss.

(63) Anche rispetto alle forme di criminalità che costituiscono il nucleo del diritto penale (delitti contro la vita, il patrimonio, la libertà), l'importanza del tessuto sociale determina spesso che una norma adottata in alcuni Stati non possa disciplinare in modo idoneo la stessa materia in altri luoghi, cfr. NUVOLONE P., *Il diritto penale comparato quale mezzo di ricerca nell'ambito della politica criminale*, in *Ind. pen.*, 1980, ora in *ID. Il diritto penale degli anni Settanta*, Padova, 1982, 173.

(64) Come già evidenziato da KEYNES J.M., *Teoria generale dell'occupazione, dell'interesse e della moneta*, Torino, 1978, 308.

di emotività che denotano l'agire sui mercati, senza cercare di razionalizzarli, la punizione rischierebbe di caratterizzarsi, 'per osmosi', come instabile e manipolabile.

Se si muove dall'impossibilità di rintracciare un'unica scelta ottimale circa la regolamentazione dei mercati, allora si comprende come, a livello globale, non si diffonda un modello di disciplina di un dato ordinamento preso nella sua interezza, ma è ben possibile che circolino in diversi sistemi giuridici le 'scelte di fondo' di un singolo Paese influente, ad esempio concernenti l'impiego di autorità amministrative indipendenti nel controllo sugli scambi e sugli operatori, il ricorso alla sanzione penale congiuntamente a quella amministrativa o l'incremento progressivo della risposta punitiva (65).

Per quanto sia importante il ruolo del sistema *degli scambi commerciali* nella circolazione dei modelli giuridici (66), ci sembra corretto ritenere che le scelte normative siano orientate non tanto dall'*essere* del mercato, cioè dalla sua conformazione storicamente data, bensì dall'*opzione politica* su come *dovrebbe essere* il mercato (67): il prevalere di un'impostazione normativa su un'altra è cioè una questione esclusivamente di politica del diritto (68).

(65) Cfr. NAVARRO DOLMESTCH R., "Reconfiguración" del sistema de fuentes del derecho penal y "amenaza de crisis" del principio de legalidad: la incorporación del derecho internacional convencional y el fenómeno de la globalización, in FARALDO CABANA P. (dir.), *Nuevos retos del derecho penal en la era de la globalización*, Valencia, 2004, 125, che sottolinea come la globalizzazione si manifesti, dal punto di vista del diritto penale, come progressiva migrazione del potere decisionale in ordine alla politica criminale dagli organi legislativi nazionali a centri organizzativi esterni ai confini statuali.

(66) Rispetto a tale locuzione il riferimento è d'obbligo a GRANDE E., *Imitazione e diritto: ipotesi sulla circolazione dei modelli*, Torino, 2000.

(67) Attualmente, pare che i legislatori si stiano orientando ad uniformare l'approccio punitivo al mercato sulle due sponde dell'atlantico, ma tale spinta alla simmetria già nutre, almeno a livello extrapenale, le giurisprudenze di diversi paesi. GALGANO F., *Globalizzazione*, cit., 320 ss., sottolinea come la giurisprudenza si evolva rapidamente nel tempo e tenda ad uniformarsi nello spazio, con il risultato che alla persistenza di discontinuità dei sistemi legislativi, fa' da contraltare una tendenziale omogeneità degli orientamenti giurisprudenziali.

(68) Ciò può essere esemplificato verificando come le attuali scelte globali, concernenti la *struttura gestionale delle società commerciali* contemporanee (la *corporate governance*), siano condizionate da una visione *politica* che ha considerato, negli ultimi anni, la *tutela dell'investitore* di breve termine come *interesse preminente* da presidiare ed implementare. La scelta del modello di disciplina non è determinato dalla sua 'efficienza economica', ma da una scelta politica sugli interessi sociali da implementare. Nella visione di politica del diritto che ha prevalso il 'bene giuridico finale', per utilizzare impropriamente un lessico

Se la circolazione delle soluzioni giuridiche, anche nel diritto penale dell'economia, non segue percorsi *tecnocratici* ma *politici*, allora l'analisi comparata deve, strutturalmente, essere compiuta in una prospettiva eminentemente *politico-criminale*, volta a individuare i mezzi normativi più efficienti nell'assicurare il controllo di forme di criminalità comune a diversi Paesi, poiché, come icasticamente affermato da Nuvolone, «una ricerca di diritto penale comparato si giustifica in quanto, in uno Stato, si perseguono fini che possono essere comuni ad altri Stati» (69). La globalizzazione conferma, pertanto, il ruolo alla comparazione come strumento di conoscenza pragmatico ed ausiliario della politica criminale, cioè funzionale al raggiungimento, di fronte a fenomeni non nazionali, di discipline *comuni* in *differenti* ordinamenti (70).

Dal punto di vista del *metodo*, la comparazione dovrebbe muoversi secondo una prospettiva *realistica* e *dinamica*, tesa all'individuazione ed alla dissociazione dei c.d. *formanti del diritto*, vale a dire fattori costituiti da regole scritte o inesprese, o dagli atteggiamenti psicosociali degli operatori del diritto di fronte all'applicazione di una disposizione (71).

Risulta, cioè, fondamentale indagare il sistema di riferimento alla luce della sua applicazione concreta, il che implica l'allontanarsi dalla mera ricognizione delle norme astratte per privilegiare la verifica del funzionamento pratico e dell'interrelazione tra lettera della norma e

prettamente nostrano, non sarebbe né il mercato, né la società in quanto tale, ma, piuttosto, un definito tipo di operatore economico, ovvero l'investitore che mira a massimizzare il valore del proprio portafoglio di titoli momento per momento, animato da intenti di pura speculazione e non astretto da alcun legale con una determinata società quotata. In questo senso, riferendosi all'ideologia sottesa al processo di omologazione dei modelli di *corporate governance*, cfr. anche DENOZZA F., *Le regole*, cit., 174.

(69) NUVOLONE P., *Il diritto*, cit., 171.

(70) Sulla funzionalizzazione della comparazione allo sviluppo di una consapevole politica criminale, DONINI M., *Il volto*, cit., 191; GRANDE E., *Uno sguardo oltre il confine*, in Bertorello V. (a cura di), *Io comparo, tu confronti, egli compara: che cosa, come, perché?*, Milano, 2003, 133 ss.; MANACORDA S., *Ius commune criminale? Enjeux et perspectives de la comparaison pénale dans la transition des systèmes*, in Muir Watt H.-Ruiz Fabri H.-Delmas Marty M. (sous la direction de), *Variations autour d'un droit commun*, Paris, 2002, 345. Già prima che sorgesse il termine globalizzazione, si vedano le riflessioni dello stesso tenore di NUVOLONE P., *Il diritto*, cit., 171 e di PEDRAZZI C., *Apporto della comparazione alle discipline penalistiche*, in Sacco R. (a cura di), *L'apporto della comparazione alla scienza giuridica*, Milano, 1980, 174.

(71) Ci si riferisce implicitamente alla tassonomia elaborata in PALAZZO F.C.-PAPA M., *Lezioni di diritto penale comparato*<sup>2</sup>, Torino, 2005, 27 ss. e quindi al metodo di comparazione giuridica riassunto nelle 'Tesi di Trento' del 1987, esposte poi in GAMBARO A.-MONATERI P.G.-SACCO R., *Diritto comparato*, in *Dig. disc. priv.*, III, Torino, 1988, 48 ss.

sentimento giuridico di una collettività rispetto ad un tipo di contenuto normativo (72). I formanti del diritto interagiscono tra loro e plasmano il volto attuale di un sistema giuridico o una sua componente; analizzandoli si rendono, infatti, visibili le *regole operazionali* di un ordinamento o di una parte di esso, cioè le norme che realmente disciplinano un determinato tipo di relazioni sociali e che nascono dall'interazione tra disposizioni positive e cultura giuridica (73).

#### 5.1. *La cosiddetta americanizzazione del diritto penale dell'economia: la scelta degli Stati Uniti come oggetto di indagine.*

La convergenza delle discipline normative predisposte a livello statale risponde ad una profonda istanza collettiva ed internazionale degli operatori dei mercati, volta alla predisposizione di una cornice giuridica degli scambi che sia unitaria e non frammentata, poiché la frammentazione è *per se* distorsiva rispetto al mercato stesso. La direttiva sugli abusi di mercato, come molte altre iniziative della Comunità europea che l'hanno preceduta e seguita, risponde all'esigenza economica di uniformità e si presenta come traduzione *regionale* dell'impostazione *globale* definita, per sommi capi, dai paragrafi precedenti (74).

La sostanziale armonizzazione delle discipline nazionali dei paesi membri prodotta dalla direttiva ha una duplice implicazione.

a) In primo luogo, al di là di 'variazioni sul tema' di ordinamento in ordinamento, comporta l'unificazione dei tratti salienti delle strategie di controllo e delle prospettive politico-criminali sottese alle disposizioni sulla manipolazione. Ciò depotenzia ogni indagine comparata tra sistemi giuridici 'endocomunitari' che voglia essere teleologicamente orientata alla comprensione della diversità. È,

(72) Sulla necessità che lo studio del diritto penale comparato tenga conto del momento applicativo delle norme e delle reazioni sociali che esse producono in un dato ambiente, cfr. NUVOLONE P., *Il diritto*, cit., 175.

(73) Sottolineano come i formanti, specie quelli espressi, tendono a differenziarsi marcatamente da un sistema giuridico all'altro e costituiscono il prodotto di fattori locali anche socio-culturali, PALAZZO F.C.-PAPA M., *Lezioni*, cit., 35.

(74) Occorre notare come la Corte di Giustizia abbia già riconosciuto la primazia delle normative promananti dalle organizzazioni mondiali citate nel testo, ad esempio con riferimento alle regole predisposte dall'Organizzazione mondiale del commercio: cfr. Corte di giustizia, 23 novembre 1999, causa C-149/96, *Portogallo vs. Consiglio*, in Racc. I-8395.

cioè, indubbio che delle distinzioni tra i sistemi continentali armonizzati dalla direttiva esistano, con particolare riferimento al piano delle sanzioni, ma non pare sussistere più quel 'tasso minimo di differenza' rispetto al piano dei precetti, che fa della comparazione un metodo di verifica delle scelte del legislatore nazionale in termini di idoneità allo scopo prefissato, confrontandosi con esperienze straniere e modelli *alternativi* di regolazione di dato fenomeno. In particolare, il confronto tra gli ordinamenti dei Paesi membri della Comunità degrada da *analisi comparativa di scelte politico-criminali autonome* e verifica delle soluzioni tecniche per il raggiungimento di tali scopi, ad *esegesi di opzioni normative tecniche relative a problemi applicativi, nel quadro di un impianto predefinito a livello comunitario*.

- b) In secondo luogo, assume importanza il confronto con il sistema statunitense di repressione dei fenomeni manipolativi: posto che ci troviamo in presenza di una disciplina *giuridica* orientata alla regolazione di comportamenti *economici*, vi è l'impulso a comparare il modello normativo *comunitario* con un sistema giuridico esteso su un mercato di dimensioni *congruenti*, ovvero con quello *nordamericano*. Peraltro, la disciplina predisposta dalla direttiva comunitaria sugli abusi di mercato, dal punto di vista dei *contenuti normativi*, può essere vista proprio come un avvicinamento al modello americano. Emergono, infatti, in dottrina plurimi riferimenti ad un'*americanizzazione delle istituzioni e del diritto dell'economia*, anche di quello penale, negli ordinamenti europei (75).

(75) L'americanizzazione del diritto penale economico europeo è un fenomeno chiaramente tematizzato da NIETO MARTIN A., *Américanisation ou européanisation du droit penal économique?*, in *Rev. sc. crim. dr. pen. comp.*, 2006, 767 ss. Già a cavallo del cambio di millennio, nella dottrina francese sono presenti riferimenti ad un progressivo adeguamento degli ordinamenti europei ai paradigmi di intervento statunitense rispetto a certe forme di criminalità, quanto meno a livello di scelte politico-criminali, anche a seguito dell'attività degli organismi economici internazionali; cfr. DELMAS-MARTY M., *La mondialisation du droit: chances et risques*, Paris, 1999, 43 ss.; EAD., *Marketing juridique ou pluralisme ordonné*, in 115 *Débat*, 2001, 57; GUINAIRE M., *La common law ou l'avenir d'une justice sans code*, *ivi*, 49; COHEN-TANUGI L., *"I respectfully disagree"*, *ivi*, 55; DENOIX DE SAINT-MARC R., *Pour une stratégie de promotion du droit français*, *ivi*, 65; GUINAIRE M., *L'opposition et les nuances*, *ivi*, 71. Ritiene che il contenuto dell'attività delle organizzazioni internazionali non sia veicolo di un'americanizzazione del commercio internazionale, FRANZESE L., *L'età*, cit., 36. Sul versante prettamente privatistico, sottolinea come la formazione di un diritto civile transnazionale proceda non tramite convenzioni internazionali, ma attraverso contratti atipici internazionalmente uniformi elaborati principalmente dalle *Law Firms* statunitensi

Senza giungere alla mera *importazione di singoli istituti o soluzioni normative specifiche*, sussiste l'*imitazione di un complessivo approccio giuridico all'economia*, l'impiego di un *diverso rapporto tra fatto economico e norma giuridica*, che da *'imperativistica'* sarebbe divenuta *'contrattualistica'*. Questa transizione si sostanzierebbe nella creazione di istituti, autorità e norme *'market friendly'*, più sensibili alla logica degli interessi dei mercati e, pertanto, costituiti con elementi flessibili e orientati alla prassi (76): di qui l'interesse per la comparazione (77).

La prima conseguenza è che le disposizioni comunitarie in materia di abusi di mercato risponderebbero non più all'impostazione che guarda

GALGANO F., *Globalizzazione*, cit., 316 ss, che sottolinea, al contempo, come, in realtà, la *Lex mercatoria* incameri anche contributi provenienti da esperienze giuridiche dell'estremo oriente. In questo senso v. TIMOTEO M., *Il contratto in Cina e Giappone nello specchio dei diritti occidentali*, Padova 2004, 352 ss.

(76) Sulla funzionalizzazione al mercato del diritto anglosassone e, per derivazione, del diritto globale, FERRARESE M.R., *Le istituzioni*, cit., 7.

(77) Per alcuni AA., l'americanizzazione delle discipline europee in materia di mercati sarebbe assolutamente auspicabile: possono essere ritenuti paradigmatici di questa teorica i contributi di un gruppo di giovani economisti, raccolti sotto l'acronimo LLS&V, composto con le iniziali dei loro cognomi. Sul presupposto che sia il diritto ad influenzare in modo determinante la struttura economica di un Paese, l'analisi di questi AA. ha portato ad evidenziare, su basi statistiche, una correlazione tra livello di sviluppo finanziario e tipo di tradizione giuridica di un ordinamento. Dopo aver diviso, in modo quantomeno sommario, tre principali famiglie di tradizioni giuridiche – sistemi normativi di *common law*, di *civil law* germanico-scandinavi e di *civil law* francese – questi AA. hanno notato un maggiore sviluppo finanziario dei primi ed una crescita molto minore nei secondi due gruppi. A conclusione della ricerca, le cause del minor sviluppo finanziario dei Paesi del vecchio continente sono state identificate nell'arretratezza e rigidità delle loro normative: la 'terapia' suggerita per affrontare tale inefficienza economica sarebbe la sostituzione delle norme europee concernenti i mercati con una nuova complessiva disciplina, ad imitazione di quelle in vigore nei Paesi di *common law*. La conclusione sul maggior grado di competitività degli ordinamenti di *common law* è espressa in LA PORTA R.-LÓPEZ DE SILANES A.-SHLEIFER A.-VISHNY R., *Legal Determinants of External Finance*, in 52 *J. Fin.*, 1997, 1138. Sull'opportunità di un cambio di paradigma nell'intervento in campo economico dei Paesi di *civil law*, LA PORTA R.-LÓPEZ DE SILANES A.-SHLEIFER A.-VISHNY R., *Investor Protection and Corporate Governance*, in 58 *J. Fin. Econ.*, 2000, 20. Per la definizione della metodologie e degli obiettivi di ricerca di questo gruppo, cfr. LA PORTA R.-LÓPEZ DE SILANES A.-SHLEIFER A.-VISHNY R., *Law and Finance*, in 106 *J. Pol. Econ.*, 1998, 1113. Dubbi sulle metodologie di ricerca del gruppo LLS&V, sono espressi da WEST M.D., *Legal Determinants of World Cup Success*, (2002), Michigan Law and Economics, Research Paper No. 02-009, disponibile alla seguente URL: <http://ssrn.com/abstract=318940>; per una critica degli assunti di partenza e dei risultati dell'indagine del gruppo LLS&V, cfr. COFFEE J. C. JR., *Law*, cit., 21 ss. del dattiloscritto; cfr. anche le riflessioni degli italiani PAGANO M.-VOLPIN P., *The Political Economy of Corporate Governance*, in 95 *Amer. Econ. Rev.*, 2005, 1005.

alla norma come comando sovrano, rigido ed in rapporto di alterità strutturale rispetto al fenomeno da regolare, come tipicamente avviene nei Paesi, nutriti dal positivismo giuridico, di *civil law*. Il modello adottato sarebbe quello tipico di *common law*, nella versione americana, dove la norma è diretta da esigenze economiche, almeno quando si tratta di disciplinare l'attività finanziaria (78): il diritto statunitense è infatti, per definizione, uno strumento di facilitazione dei rapporti e delle trattative commerciali tra privati (*facilitating law*) (79). Anche per la norma penale, l'adozione di tale approccio comporterebbe significative conseguenze e in particolare potrebbe trovare spiegazione la accentuata vaghezza delle disposizioni concernenti la manipolazione del mercato. L'indeterminatezza permetterebbe, infatti, di integrare la norma in sede applicativa, rendendola uno strumento continuamente modellabile mediante la partecipazione ed il *bargaining* del privato, tanto nella fase della posizione astratta della norma, in cui si fanno spazio *gruppi di soggetti* riuniti in *lobbies*, quanto nel momento della sua ricostruzione processuale, in cui il *singolo imputato* concorre, in un continuo patteggiamento, ad adattarla alla situazione concreta (80).

Se la direttiva comunitaria sugli abusi di mercato sembra avere armonizzato fin dalle radici gli impianti normativi degli Stati membri in materia di *market manipulation* ed *insider trading*, ci si può limitare alla comparazione tra la legislazione italiana, concretizzazione del modello comunitario, e un ordinamento per definizione forgiato dal mercato, come quello statunitense. Solo in questo modo è possibile fare

(78) Nota la propensione al mercato degli ordinamenti giuridici anglosassoni, FERRARESE M.R., *An Entrepreneurial Conception of the Law? The American Model through Italian Eyes*, in Nelken D. (Ed.), *Comparing Legal Cultures*, Dartmouth, 1996, 157 ss.; cfr. anche, nello stesso senso, HURST W.J., *Law and Market in United States History*, New York, 1972, 93 ss.

(79) Sulla natura di *facilitating law* del diritto civile statunitense, SUMMERS R. S.-CLERMONT K. M.-HILLMAN R. A.-JOHNSON S. L.-BARCELO J.J., *Law: Its Nature, Functions and Limits*, St. Paul, 1986, 533 ss.

(80) Il *bargaining* appare la forza modellante dell'intero sistema giuridico americano. Sulla dilatazione del potere della c.d. *business community* nel sistema politico americano, cfr. MCFARLAND A.S., *Interest Group and Political Time. Cycles in America*, in 21 *British Journal of Political Science*, 1991, 257 ss.; in generale, sui rapporti tra *lobbies* e democrazia, v. GRAZIANO L., *Lobbying, pluralismo, democrazia*, Firenze, 1995, *passim*. La norma diviene così solo uno dei parametri cui guardare per comprendere le azioni possibili ed essa sarebbe chiamata a interagire continuamente con regole non formali espresse dall'insieme dei destinatari della legge, cioè con gli operatori finanziari; sul punto, cfr. NORTH D.C., *Istituzioni, cambiamento istituzionale, evoluzione dell'economia*, Bologna, 1994, 69 ss.

emergere dalla comparazione tratti di discontinuità tra modelli normativi, in grado di approfondire – riflessivamente – la nostra conoscenza del sistema italiano di repressione della manipolazione del mercato. Obbedendo all'impostazione metodologica che abbiamo riferito in precedenza, non ci si potrà arrestare al confronto con *le norme* del sistema americano, ma sarà fondamentale appropriarsi dei risultati raggiunti dalla scienza giuridica ed economica statunitense, cui si farà ampiamente riferimento, per cogliere a pieno la *morfologia del fenomeno illecito* e il *funzionamento effettivo delle disposizioni deputate alla sua repressione*.

L'ipotesi di partenza è, in sostanza, che la direttiva comunitaria sugli abusi di mercato del 2003 abbia *replicato i tratti fondamentali* della disciplina statunitense dei mercati finanziari, anche per quanto attiene al diritto punitivo, mediante una *circolazione 'ascendente'*: i connotati fondanti della regolamentazione delle patologie di mercato sarebbero transitati dall'*ordinamento nordamericano* al *magmatico diritto globale*, implementato da organizzazioni internazionali, come la Banca mondiale ed il Fondo monetario internazionale, culturalmente e politicamente influenzate dagli Stati Uniti (81); di qui, la disciplina originaria, privata delle componenti più tipiche del Paese di origine, sarebbe poi 'precipitata' nei *singoli ordinamenti nazionali europei*, attraverso la mediazione 'regionale' della Comunità e della direttiva sugli abusi di mercato del 2003 (82).

Il modello della circolazione *ascendente*, caratterizzato da un *impulso alla regolamentazione* di una data tipologia di condotte che proviene da un *singolo ordinamento* e si propaga a *livello internazionale*, per poi venire recepito nuovamente da *altri sistemi giuridici nazionali*, è piuttosto raro ed è possibile solo quando il Paese esportatore è *politicamente influente sul piano globale*. Il paradigma *ascendente* è senz'altro meno frequente del modello di circolazione cosiddetta *discendente*, in cui un istituto giuridico o un complesso normativo viene *concepito e formalizzato* a livello

(81) L'influenza politico-culturale degli Stati Uniti sulle istituzioni finanziarie globali è tematizzata da WOODS N., *The United States*, cit., 92 ss.

(82) Peraltro, va notato come l'importazione di soluzioni normative penalistiche dagli Stati Uniti è un fenomeno piuttosto raro, posto che in questo settore del diritto l'ordinamento statunitense è stato, almeno dal punto di vista scientifico, più importatore, che esportatore, soprattutto con riferimento alla scienza penalistica tedesca. La dottrina comparatistica è unanime su questo dato, cfr. MANACORDA S., *Jus*, cit., 332; GRANDE E., *Imitazione*, cit., 7 ss.; SACCO R., *Introduzione al diritto comparato*<sup>2</sup>, Torino, 1990, 7 ss.



*internazionale*, soprattutto mediante un trattato, per poi venire concretizzato nei singoli ordinamenti (83).

Anche la disciplina comunitaria, e quindi italiana, della manipolazione del mercato, potrebbe essere classificata come un'ipotesi di circolazione discendente di un modello, quello statunitense, anche se la ricezione di cui si parla non deve essere identificata come una *pedissequa importazione*: quelli che circolano sono *i tratti fondamentali* di un sistema normativo, depurati dalle componenti più tipiche del Paese di origine. Il modello importato viene sempre recepito attraverso la mediazione della cultura giuridica e degli schemi operativi del diritto nazionale, finendo così per essere rielaborato in modo originale. Ad esempio, rispetto alla normativa sugli abusi di mercato, nel sistema statunitense la scelta tra la sanzione penale e quella amministrativa è effettuata *di volta in volta dalle autorità preposte all'enforcement* nei mercati finanziari, alla luce di criteri opportunistici. Del tutto diversa la situazione nel nostro sistema, in cui la legge dispone invece che l'illecito penale ed amministrativo *si cumulino* ed una soluzione ancora differente si registra, ad esempio, in Francia, dove tra l'illecito amministrativo e quello penale non *intercorre un rapporto di specialità tra le relative fattispecie astratte*, ma, al contempo il cumulo delle sanzioni è tradizionalmente evitato, ad opera della prassi giurisprudenziale, *mediante l'imputazione dell'importo della sanzione amministrativa già inflitta alla sanzione penale* (84).

(83) Sulla distinzione tra circolarità ascendente e discendente, cfr. MANACORDA S., Jus, cit., 345 ss. Va sottolineato, per inciso, che anche con riferimento al tipo di circolarità dei modelli si può apprezzare una discontinuità tra diritto economico globale e diritto *transnazionale dei diritti umani*: il primo si sviluppa secondo il modello *ascendente*, si pensi, infatti, all'esportazione statunitense dell'*insider trading*, della responsabilità delle persone giuridiche o all'impulso alla criminalizzazione della corruzione internazionale del pubblico agente; il secondo presceglie, invece, il paradigma *discendente* per costruire se stesso: si pensi, ad esempio, all'evoluzione della disciplina internazionale a proposito di crimini *contro l'umanità*. Sulla nascita dei crimini internazionali, in particolare di quello di genocidio, cfr. FRONZA E.-GUILLOU N., *Le crime de génocide*, in Delmas-Marty M.-Muir Watt- Ruiz Fabbri H. (*sous la direction de*), *Variations*, cit., 279 ss.

(84) Per una ricognizione del sistema francese di contrasto agli abusi di mercato, cfr. DUCOULOUX-FAVARD C.-PERNAZZA F., *Sanzioni e procedure sanzionatorie alla luce della direttiva europea n. 6/2003*, in *Riv. dir. comm.*, 2005, 162 e i provvedimenti giudiziari *ivi* citati. Si noti che, l'art. L621-16 del *Code monétaire et financier* dispone ora: «lorsque la Commission des sanctions de l'Autorité des Marchés financiers a prononcé une sanction pécuniaire devenue définitive avant que le juge pénal ait statué définitivement sur les mêmes faits or des faits connexes, celui-ci peut ordonner que la sanction pécuniaire s'impute sur l'amende qu'a prononcée».

Alla luce di quanto si è cercato di esporre, pare opportuno, se non necessario, intraprendere ora un confronto approfondito tra il sistema statunitense di repressione dei fenomeni manipolativi e la disciplina introdotta nel nostro ordinamento dalla l. 18 aprile 2005, n. 62, tenendo nel dovuto conto il 'giunto normativo' che collega l'uno all'altra, costituito dalla direttiva comunitaria del 2003 sugli abusi di mercato.

## CAPITOLO II

### LA FENOMENOLOGIA DELLA MANIPOLAZIONE DEL MERCATO

SOMMARIO: 1. Manipolazione dei mercati vs. legittima speculazione: profili terminologici. – 2. La manipolazione tra finalità ingannatoria e determinazione di un prezzo artificioso. I diversi paradigmi di definizione del fenomeno illecito. – 2.1. Il paradigma soggettivistico: la manipolazione come finalità ingannatoria. – 2.2. Il paradigma oggettivistico: la manipolazione come produzione di effetti distorsivi sul prezzo. – 2.3. Sintesi. – 3. I modelli comportamentali riconducibili alla manipolazione del mercato: un'elencazione inesorabilmente imperfetta. – 3.1. La manipolazione del mercato mediante il compimento di operazioni finanziarie: il cosiddetto aggio operativo. – 3.1.1. Una forma di manipolazione operativa attualmente sconosciuta ai nostri Tribunali: lo sfruttamento doloso di un potere di mercato. – 3.1.2. I tratti manipolativi nelle condotte di turbativa del mercato mediante operazioni effettive e conseguenze in termini di meritevolezza di pena. – 3.2. La manipolazione del mercato come disinformazione: i moduli operativi del cosiddetto aggio informativo. – 4. La difficile classificazione razionale delle condotte manipolative. – 5. La doppia anima della manipolazione: *inganno rispetto al mercato* vs. *costrizione economica delle controparti contrattuali*. Una proposta di identificazione del fenomeno illecito e di classificazione delle tecniche manipolative.

#### 1. *Manipolazione dei mercati vs. legittima speculazione: il problema dell'identificazione del fenomeno illecito.*

I confini semantici dell'espressione *manipolazione del mercato* sono indefiniti, poiché non vi è in alcun ordinamento a capitalismo avanzato una chiara delimitazione legale del fenomeno illecito (1). Nemmeno

(1) La constatazione è di McDERMOTT E.T., *Defining Manipulation in Commodities Futures Trading: the Future "Squeeze"*, in 74 NW. U. L. REV., 1979, 202 ss. Recentemente, Avgouleas (*The Mechanics and Regulation of Market Manipulation*, Oxford-New York, 2005, 12 s.) ha elaborato una definizione generale, indipendente da un concreto sistema giuridico, della manipolazione del mercato, da lui intesa come: «[a] behaviour effected through any one, or a combination of any of the following: misrepresentations and other false statements or concealments, artificial transactions, and trading schemes, which are made or structured in

nell'ordinamento statunitense, che si confronta da più tempo con il mercato più avanzato e le 'patologie finanziarie' più complesse, offre un esempio illuminante, nonostante il primario scopo del *Securities and Exchange Act* fosse, dopo la crisi speculativa del 1929, proprio il contrasto a fenomeni manipolativi (2).

Nell'indagare le tipologie e le classificazioni delle tecniche manipolative è indispensabile confrontarsi con i precedenti statunitensi e soprattutto con gli studi, economici e giuridici, elaborati oltre oceano e, più in generale, in area anglosassone: sono stati, infatti, analizzati dalla dottrina americana 142 casi tra il 1990 ed il 2001 (3).

Premesso che la nostra riflessione è dichiaratamente orientata all'esperienza statunitense, occorre dire che, tanto nella letteratura giuridica di quel Paese, quanto in quella economica non vi è accordo in ordine ai caratteri costitutivi di un comportamento di *manipolazione del mercato* (4): l'area semantica dell'espressione interseca, infatti, quella della locuzione *speculazione mobiliare*, complicando con ciò ulteriormente il compito dell'interprete, che deve distinguere un comportamento lecito – la speculazione è, infatti, alla base dell'esistenza del mercato – da operazioni finanziarie che, rappresentandone la 'degenerazione', si rivelano disfunzionali al corretto svolgersi degli investimenti (5).

such a way as to induce market participants to engage in the trading of financial investments or the exercise of rights in financial investments. Relevant trading must be in such a direction or the exercise of rights must be effected in such a way, as to either lead the price of these investments to an artificial level. And/or enable the perpetrators of the behavior to materialize, from interest held in the specific or related investments, financial gains that would not be possible, in the absence of such behaviour.

(2) Si veda la relazione alla camera dei rappresentanti *H.R. Rep. N. 1383, 73rd Cong. 2nd Session (1934)*, 10.

(3) La ricognizione sulla frequenza di tale comportamento illecito è di AGGARWAL R.K.-WU G., *Stock Market Manipulation – Theory and Evidence*, in: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=474582](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=474582), 2.

(4) Nella letteratura americana alcuni AA. ricorrono al termine manipolazione non per indicare genericamente azioni intraprese al fine di modificare il prezzo di un titolo, ma solo specifiche condotte in cui emerge la capacità dello speculatore di influenzare il reale valore di un titolo, non la mera percezione pubblica di esso: in questo senso, VILA J., *Simple Game of Market Manipulation*, in *29 Economics Letters*, 1989, 21 ss.

(5) Secondo la dottrina americana vi sono tre grandi questioni cui corrispondono altrettante aree di attività economica in cui è più difficile tracciare un confine tra condotte manipolative e legittima speculazione: a) se sia permesso (e in che misura) agli intermediari che partecipano alle operazioni di quotazione di un titolo comprare o vendere le azioni che stanno quotando; b) in che misura sia lecito per una società influenzare il prezzo delle

Sulle indagini in tema di *market manipulation* aleggia, pertanto, la comprensibile preoccupazione di non imbrigliare legittime operazioni speculative; la speculazione è, infatti, socialmente desiderabile, perché consiste in una previsione sui futuri andamenti di una variabile economica, nell'anticipazione, con una propria operazione, del movimento della domanda e dell'offerta di un dato strumento finanziario. In tanto in quanto risulti confermata dai fatti, essa determina un *profitto individuale* per lo *speculatore* e, da un punto di vista *sociale*, comporta una più rapida *transizione verso uno stato di equilibrio e di efficienza allocativa del mercato* (6). Il concetto stesso di *investimento* racchiude in sé quello di *speculazione*, poiché investire significa intraprendere un'azione che comporta un costo (7), con l'aspettativa di un futuro guadagno (8). Solitamente la presenza di una condotta manipolativa viene accertata procedendo a ritroso a partire da un *evento di destabilizzazione* dei corsi azionari, come lo scoppio di una 'bolla' speculativa, con il conseguente crollo delle quotazioni di uno o più titoli (anche se la *manipolazione* si può presentare anche come artificiale *stabilizzazione* dei prezzi di uno strumento finanziario).

L'instabilità dei mercati non ha però solo cause illecite (9): diviene allora imprescindibile individuare strumenti concettuali per distinguere una causa manipolativa da una non manipolativa. Certo, esiste 'un certo grado' di interdipendenza tra *manipolazione* del mercato e *instabilità* del mercato stesso (10), non solo nel senso che la manipolazione produce

proprie azioni comprandole sul mercato; c) cosa possano legittimamente fare i soggetti economici che si affrontano nel contesto di una 'scalata' ad una società *target*. Cfr. RATNER D.L.-HAZEN T.L., *Securities Regulation in a Nutschell*, St. Paul, 2005, 136.

(6) Sugli effetti positivi della speculazione cfr. già MILL J.S., *Principles of Political Economy*, London, 1921, libro IV, Cap. II, sez. V). Hart (*On the Profitability of Speculation*, in *91 Q. J. Econ.*, 1977, 579 ss.) sostiene inoltre che, qualora la previsione dello speculatore si riveli errata, l'influenza della speculazione sarà la destabilizzazione del mercato, ma il primo a pagarne le conseguenze sarà proprio lo speculatore incapace, il quale riporterà perdite e verrà così estromesso dal mercato.

(7) Sui costi fissi collegati all'operare sui mercati speculativi, cfr. GROSSMANN S.J.-STIGLITZ J.E., *On the Impossibility of Informationally Efficient Markets*, in *70 Amer. Econ. Rev.*, 1980, 393 ss.

(8) DIXIT A.K.-PINDYCK R.S., *Investment under Uncertainty*, Princeton (NJ), 1994, 3. Sul tema, v. anche SCHWARTZ E.S.-TRIGEORGIS L., (curr.), *Real Options and Investment under Uncertainty*, Cambridge, 2001, 1 ss., 155 ss, 199 ss.

(9) Come notato da KINDLEBERGER P., *Manias, Panics and Crashes*, New York, 2000, 78.

(10) Così AVGOULEAS E., *The Mechanics*, cit., 92.

instabilità, ma anche nel senso che l'instabilità degli scambi crea le condizioni ideali per manipolare uno o più titoli quotati.

In questo capitolo cercheremo di individuare un criterio distintivo della manipolazione del mercato rispetto a fenomeni di legittima speculazione e di verificare se esistano metodi euristici che permettano di riconoscere nelle oscillazioni di uno o più titoli la manifestazione conclamata di una turbativa dolosa degli scambi finanziari.

## 2. La manipolazione tra finalità ingannatoria e determinazione di un prezzo artificioso. I diversi paradigmi di definizione del fenomeno illecito.

Le definizioni della manipolazione del mercato – legali, giurisprudenziali o dottrinali che siano – possono essere incentrate, alternativamente, sulla dimensione *soggettiva* dell'azione, sottolineandone la *finalità di inganno*, oppure sulla sua dimensione *oggettiva*, accertando la qualità *fuorviante e artificiale dei prezzi* a seguito della manovra (11).

Analizzeremo ora i tentativi di definire il fenomeno a partire dalla dimensione progettuale illecita che anima il manipolatore, per poi passare a trattare delle opzioni interpretative a base 'oggettiva' che, per identificare una condotta speculativa di tipo manipolativo, si basano,

(11) Come notato da EASTERBROOK F.H., *Monopoly, Manipulation and Regulation of Futures Markets*, in 59 *J. Bus.*, 1986, 117. Si veda anche la nota definizione giurisprudenziale adottata in *Cargill Inc. v. Hardin*, 452 F. 2d 1154 (8th Cir. 1971), per la quale un comportamento è manipolativo quando «conduct has been intentionally engaged in which has resulted in a price which does not reflect basic forces of supply and demand». È da notare che il *Code of Market Conduct* (COMAC), precisamente nel *Market Conduct Sourcebook* (MAR) 1.6.2.E elaborato dall'autorità inglese di controllo sul mercato (FSA), ha definito le *artificial transactions* sulla base di diversi elementi: a) un soggetto deve intervenire in una o più transazioni per un investimento qualificato o per un prodotto rilevante; b) il principale effetto della transazione o delle transazioni è, o è probabile che sia, l'aumento, il mantenimento o la caduta dell'apparente offerta o dell'apparente domanda o dell'apparente prezzo o valore dell'investimento o del prodotto oggetto della transazione, in modo che venga probabilmente ingenerata una falsa o fuorviante impressione delle condizioni di mercato rispetto ad un investitore medio (*regular user*); c) il soggetto sapeva o avrebbe ragionevolmente dovuto sapere che il principale effetto delle sue operazioni sarebbe stato ingannevole, a meno che un investitore medio avrebbe potuto percepito come legittimo il *rationale* economico dell'operazione ed il modo in cui la transazione è stata eseguita sia stato conforme al diritto. Sulla difficile praticabilità probatoria di questi due ultimi elementi, cfr. AVGOULEAS E., *The Mechanics*, cit., 129.

invece, sugli effetti prodotti sul mercato e sui prezzi degli strumenti finanziari.

### 2.1. Il paradigma soggettivistico: la manipolazione come finalità ingannatoria.

Rispondono al paradigma *soggettivamente orientato* le definizioni per cui la manipolazione costituisce un'interferenza *intenzionale* rispetto alle libere forze della domanda e dell'offerta, *al fine di influenzare il prezzo* di un titolo (12).

La definizione 'orientata dall'intenzione' della manipolazione ha radici profonde nella giurisprudenza (13) e nella letteratura americana (e più in generale anglosassone). Già nel 1936, vi era chi affermava che «la manipolazione [...] può essere definita come un'operazione pianificata per influenzare il prezzo di mercato di un titolo attraverso mezzi artificiosi» (14); esemplare anche la definizione più recente: «manipolazione non significa nulla di particolare, designa una condotta congegnata per indurre delle persone a scambiare un titolo o a forzare il prezzo di quest'ultimo fino a fargli raggiungere un livello artificiale» (15). In un contesto continentale, si pensi anche alla posizione di chi definisce la manipolazione delle azioni come «il comprare o vendere un titolo allo scopo di fare innalzare o deprimere il suo prezzo di mercato» (16). Conseguentemente, la migliore strategia difensiva che un soggetto accusato di manipolazione del mercato può dispiegare si dovrebbe basare sulla prova di aver agito all'innocuo ed esclusivo fine di fare profitti; come affermato sul finire

(12) Si tratta dell'approccio di STARR J.R.-HERMAN D., *The Same Old Wine in a Brand New Bottle: Applying Traditional Market Manipulation Principles to Internet Stock Scams*, in 29 *Sec. Reg. L. J.*, 2001, 236.

(13) Si vedano diversi pronunciamenti della CFTC (*Commodity Future Trading Commission*), v. ad esempio il noto precedente *Indiana Farm Bureau Cooperative Association Inc., Comm. Fut. L. Rep.* (CCH) 621, 796, 282. Si vedano, inoltre, i casi *General Foods Corp. v. Brannan*, 170 F. 2d 220, 231 (7th Cir. 1948); e *Volkart Brothers, Inc. v. Freeman*, 311 F. 2d 52, 58 (5th Cir. 1962).

(14) MATHIAS J.H., *Manipulative Practice and The Securities Exchange Act*, in 3 *U. Pitt. L. Rev.*, 1936, 7.

(15) THEL S., *The Original Conception of Section 10(b) of the Securities Exchange Act*, in 42 *Stan. L. Rev.*, 1990, 393.

(16) YADLIN O., *Is Stock Manipulation Bad? Questioning the Conventional Wisdom with Evidence from the Israeli Experience*, in 2 *Theoretical Inq. L.*, 2001, 840. Cfr. anche gli AA. citati alla nota successiva.

degli anni Novanta: «la linea tra attività di *trading* legittima e attività manipolativa è di tipo estremamente sottile. La distinzione dipende dalla prova dell'estremo dell'elemento soggettivo da parte dell'accusato» (17).

Fischel e Ross, autori di riferimento nella dottrina statunitense in tema di manipolazione del mercato, propongono, infine, di definire una transazione manipolativa come una negoziazione con prospettive di profitto, intrapresa in presenza di tre condizioni: (a) sussistenza dell'intento di muovere il prezzo in una certa direzione; (b) *consapevolezza* che il prezzo non si sarebbe mosso in assenza di quella transazione contrattuale; (c) produzione del profitto esclusivamente attraverso l'abilità del *manipulator* nel muovere i prezzi e non mediante lo sfruttamento di un'informazione economicamente rilevante (18).

Sul piano strettamente *normativo*, un modello *soggettivistico* di definizione della manipolazione è riscontrabile nel Regno Unito, la cui disciplina a riguardo è tanto chiara teoricamente, quanto poco praticabile sotto il profilo probatorio; la *section 397(3)* del *Financial Services and Markets Act* (FSMA 2000) inglese esprime chiaramente un'impostazione 'orientata all'intenzione', facendo discendere l'artificiosità di un'operazione di mercato dalla *finalità ingannatoria che la connota* (19). Anche l'autorità di controllo del mercato britannico, la *Financial Services Authority* (FSA), ha adottato questo tipo di approccio interpretativo: nella compilazione di un catalogo dei tipi di condotte sospettate di manipolare del mercato, la FSA ha evidenziato che non esista un chiaro limite nella definizione del concetto di manipolazione e che quindi non vi sia un preciso numero di possibili combinazioni delle modalità di perturbazione del mercato. L'*Authority* britannica ha poi

(17) GOLDWASSER V., *Stock Market Manipulation and Short Selling*, Melbourne, 1999, 109 s.; nello stesso senso, v. POSER N.S., *Stock Market Manipulation and Corporate Control Transactions*, 40 *U. Miami L. Rev.*, 1986, 729.

(18) FISCHEL D.R.-ROSS D.J., *Should the Law Prohibit "Manipulation" in Financial Markets?*, in 105 *Harv. L. Rev.*, 1991, 510.

(19) La *section 397*, dedicata alla repressione delle *misleading statements and practices*, afferma alla *subsection (3)*: «Any person who does any act or engages in any course of conduct which creates a false or misleading impression as to the market in or the price or value of any relevant investments is guilty of an offence if he does so for the purpose of creating that impression and of thereby inducing another person to acquire, dispose of, subscribe for or underwrite those investments or to refrain from doing so or to exercise, or refrain from exercising, any rights conferred by those investments».

congiuntamente delineato una strategia di azione rispetto a queste forme di illecito: l'elemento determinante per fare scattare un'indagine dell'autorità sull'esistenza di un abuso di mercato è la finalità per cui una data transazione è stata intrapresa, vale a dire se essa è stata compiuta allo scopo di fissare il prezzo di un titolo a un livello falso, fuorviante, anomalo o artificiale (20).

## 2.2. Il paradigma oggettivistico: la manipolazione come produzione di effetti distortivi sul prezzo.

Tipica del secondo approccio — *oggettivistico* — è, invece, l'identificazione della manipolazione del mercato come la *pratica di innalzare o deprimere artificialmente il prezzo di un titolo per approfittare della prevedibile reazione degli altri operatori*, cosicché la manipolazione consisterebbe nell'ingannare gli investitori, cui viene fatto credere che i prezzi del titolo risultino dal naturale gioco di domanda e offerta (21), che i valori fatti segnare dalla borsa riflettano «una genuina domanda invece che un miraggio» (22).

Una nota definizione orientata alle caratteristiche oggettive della condotta di investimento è stata coniata negli anni Ottanta, quando un Autore statunitense, partendo dall'identificazione del prezzo *corretto* di uno strumento finanziario con *quello che riflette le condizioni di lungo periodo della domanda e dell'offerta di quel titolo*, consigliò di considerare come manipolativa *ogni condotta che ostacoli il raggiungimento di quel valore* (23).

Recentemente, una proposta di definizione dell'operazione manipolativa di tipo 'oggettivistico' parte dal presupposto che l'*intenzione*

(20) Cfr. *Code of market conduct* 1.6.15 E; per una ricognizione analitica del sistema britannico di controllo delle manipolazioni di mercato, SWAN E. J., *Market Abuse Regulation*, Oxford-New York, 2006, 50 ss.

(21) *Gurary v. Winehouse*, 190 F. 3d 37, 45 (2d Cir. 1999).

(22) Così LOSS L., *Fundamentals of Securities Regulation*, Boston, 1988, 853, citata da MOOS D., *Pleading around the Private Securities Litigation Reform Act*, in 78 *S. Cal. L. Rev.*, 2005, 767. Cfr. anche *Crane Co. v. Westinghouse Air Brake Co.*, 419 F.2d 787, 794 (2d Cir. 1969), cert. Denied 400 U.S. 910 (1970).

(23) La posizione è espressa da EASTERBROOK F.H., *Monopoly*, cit., 118. Fischel e Ross hanno rivolto una serie di critiche a tale teoria, ritenendo che una tale definizione renderebbe illecite anche le operazioni condotte da chi, in buona fede riteneva che i prezzi si sarebbero mossi in una direzione diversa da quelle segnate nel lungo periodo, ma poi la sua previsione si sia rivelata errata, cfr. FISCHEL D.R.-ROSS D.J., *Should*, cit., 509.

di alterare il prezzo non determini affatto l'illiceità dell'operazione posto che, se tale scopo si accompagna a un'informazione sul reale valore del titolo, la condotta non solo è lecita, ma anche benefica, mentre un'operazione compiuta da un soggetto che non intende manipolare il mercato, ma che si basa su un'informazione errata o incompleta, può determinare un danno all'efficienza allocativa del mercato (24). Un fattore identificativo della pratica illecita sarebbe, invece, l'oggettiva creazione di una pressione ingiustificata sul prezzo del titolo (*unsupported price pressure*) (25). Bisogna ammettere che quest'ultima impostazione è particolarmente congeniale all'approccio penalistico, perché protesa a individuare il contributo individuale del singolo operatore al complessivo mutamento dei prezzi di un titolo sul mercato. La *price pressure* (letteralmente: 'la pressione sul prezzo') è, infatti, definita come l'effetto determinato dalle operazioni condotte da un soggetto sul prezzo, è cioè il contributo del singolo al mutamento della quotazione finale; la somma di tutte le azioni individuali di pressione sul prezzo è uguale alla dimensione della variazione del valore del titolo (26). La pressione di tipo manipolativo (*unsupported price pressure*) si verificherebbe quando l'operazione di *trading* è compiuta senza un sufficiente numero di informazioni che la giustificano; viceversa, quando l'operatore possiede un'adeguata mole di informazioni per giustificare l'influenza sul prezzo della propria condotta, la *price pressure* da questi esercitata sarebbe 'supported' e quindi legittima (27). Nel primo caso, il mercato fa segnare un prezzo ingiustificato, anomalo e quindi artificiale e si determina un'offesa agli investimenti presenti sul mercato, mentre nel secondo caso l'operazione di *trading* sposta il prezzo nella direzione del reale valore del titolo, incrementando l'efficienza informativa del mercato (28).

(24) Per un'esposizione compiuta della tesi indicata nel testo, cfr. NELEMANS M., *Redefining Trade-Based Manipulation*, disponibile alla seguente URL: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1078423](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1078423), (il lavoro è anche in 42 *Va. U. L. Rev.*, 2008, 1169) 9.

(25) NELEMANS M., *Redefining*, cit., 12.

(26) Per questo approccio e queste definizioni cfr. NELEMANS M., *Redefining*, cit., 15.

(27) La posizione appena riassunta nel testo non è priva di precedenti. Pur senza esplicitare il rapporto tra quantità di informazione e entità di variazione dei prezzi, collegano infatti la posizione informativa del trader alla probabilità di manipolazione anche EASTERBROOK F.H., *Monopoly*, cit., 118, e YADLIN O., *Is Stock*, cit., 842.

(28) NELEMANS M., *Redefining*, cit., 22.

Si deve riscontrare, peraltro, una proporzione tra informazione ed effetto sul prezzo, poiché le informazioni di mercato non solo indicano la sopravvalutazione o la sottovalutazione di un titolo, ma anche il *quantum* di distanza tra prezzo attuale e prezzo reale: l'effetto dell'operazione sul prezzo deve essere giustificabile anche sotto il profilo quantitativo; una variazione eccessiva (poniamo un aumento del prezzo di quattro punti percentuali) rispetto alle informazioni disponibili (che giustificherebbero un aumento di due punti) è economicamente ingiustificata e quindi deve essere ritenuta manipolativa.

Ne deriva un'accentuata complessità dell'accertamento circa la natura manipolativa di un'operazione finanziaria. La manipolazione sarebbe un concetto 'scalare' e, quindi, un'operazione di mercato può essere in parte giustificata e in parte no, a seconda del rapporto tra effetto prodotto e giustificazione economica della variazione di prezzo (29). Nella costruzione in analisi, la distinzione tra operazione di legittima speculazione e manipolazione non corrisponde biunivocamente al binomio 'operazione informata vs. operazione non informata', perché al soggetto che è informato sulla sopravvalutazione o sottovalutazione di un titolo non è premesso produrre qualsiasi variazione del prezzo dello strumento, ma solo quella che corrisponde all'informazione posseduta: la pressione esercitata sul prezzo deve cioè corrispondere a quella giustificata (30).

Anche questa impostazione non può però essere accettata. La definizione della manipolazione si basa sul concetto di *prezzo artificiale*, contrapposto a quello di *prezzo naturale* (o corretto), cioè fisiologicamente derivante dall'incrocio di domanda e offerta, come se anche il prezzo manipolato non fosse in realtà anch'esso – tranne nelle ipotesi di operazioni simulate – il risultato di un incontro tra proposte di vendita ed acquisto effettivamente presenti sul mercato. Intendere la manipolazione come un insieme di condotte che allontanano i prezzi di uno o più titoli da un valore naturale, per condurlo ad uno artificiale

(29) Per la motivazione economica di tale assunto, NELEMANS M., *Redefining*, cit., 29, cfr. poi in particolare 47: «It would be impractical and unwise to maintain a prohibition on manipulation that covers any situation of unsupported price pressure. There is no need to prohibit minor forms of unsupported price pressure, as the price influence and societal costs are negligible».

(30) NELEMANS M., *Redefining*, cit., 46. Può, inoltre, accadere che il comportamento di un soggetto che, informato, eserciti una legittima pressione sul prezzo, venga imitata, in buona o mala fede, da altri operatori, che a loro volta determinino una serie di variazioni della quotazione del titolo e che, sommate tra loro, conducano ad un valore superiore a quello che sarebbe giustificato dalle informazioni possedute dal primo operatore (NELEMANS M., *Redefining*, cit., 24): anche in questo caso il primo operatore, in assenza di un collegamento fraudolento con gli altri operatori, deve essere ritenuto come autore di una transazione perfettamente lecita.

rischia di produrre un circolo ermeneutico vizioso, che finisce col rendere inafferrabile il concetto stesso che si voleva inizialmente definire.

Al di là della specifica teoria appena esposta, tutti i tentativi 'oggettivistici' di circoscrivere l'ambito della speculazione punibile 'si infrangono' contro lo scoglio della distinzione tra condizioni di mercato *fisologiche* e situazioni in cui l'incontro tra domanda ed offerta sia *alterato, artificiale, patologico*. Posto che *manipolazione* significa *utilizzo di un artificio* e dato che l'artificio è tale *in relazione agli effetti che produce*, in quanto cioè determini un prezzo *artificiale* dello strumento finanziario che costituisce il *target* della manovra, bisogna cercare di definire cosa si intenda per *artificialità* del prezzo (31). Si tratta però di un obiettivo che appare irraggiungibile se anche le organizzazioni più qualificate, come l'*International Organization of Securities Commissions* (IOSCO), riescono a fornire solo definizioni dal sapore quanto meno *naïf*. L'artificialità del prezzo è infatti definita come la *divergenza del prezzo attuale da quello che conseguirebbe al legittimo confronto tra le forze del mercato* (32).

Per eludere il problema della definizione del prezzo *corretto* (e quindi di quello *alterato*) di uno strumento finanziario, parte della dottrina economica che adotta un approccio oggettivistico individua i fenomeni di abuso manipolativo ricorrendo ad un accertamento 'storico' dell'andamento del titolo di cui si sospetta l'alterazione: ci si basa sulla

(31) Che l'elemento dell'artificialità del prezzo sia inestricabilmente connesso con il concetto di manipolazione dei prezzi è riconosciuto anche da AVGOULEAS E., *The Mechanics*, cit., 108.

(32) COMITATO TECNICO IOSCO, *Investing and Prosecuting Market Manipulation*, 2000, 13. Si tratta di un'impostazione che era già stata fatta propria dalla giurisprudenza americana nel caso *Great Western Distributors, Inc. v Brennan* (*Great Western Distributors, Inc v Brennan*, 201 F 2d 476 (7th Cir. 1953) e che la stessa prassi americana aveva successivamente mostrato labile nel caso *Indiana Farm Bureau Cooperative Association* (*In Re Indiana Farm Bureau Cooperative Association*, CCH *Commodity Futures Law Reporter* (CCH) § 21, 796 (CFTC, 1982)): posto che tutti i prezzi di mercato sono il risultato di un equilibrio momentaneo di domanda ed offerta, ne consegue che ogni operazione che concorre a fissare il livello di una quotazione non può, perciò solo, essere definita *illegittima* ed il prezzo che ne risulta *artificiale*. In altro modo: ogni transazione avente ad oggetto un dato strumento finanziario partecipa alla formazione del prezzo dello strumento stesso; non è quindi possibile identificare la condotta manipolativa sulla base dell'impatto sul prezzo, evidenziando il dato che, eliminandola mentalmente, la quotazione sarebbe stata differente. A parte la difficoltà pratica di individuare quale sarebbe stato il prezzo *in assenza della condotta sospettata di essere manipolativa*, l'eliminazione mentale di quella condotta ci dice semplicemente che essa ha contribuito a formare il prezzo, ma non ne illumina la natura *illicita*.

comparazione delle quotazioni del titolo in un periodo sospetto, con quelle registrate nello stesso periodo dell'anno precedente, oppure il mese precedente, ovvero su diversi mercati nello stesso periodo (33). Occorre, però, essere molto cauti nel trarre delle conclusioni definitive dai risultati di una tale indagine, poiché è immediatamente evidente che i prezzi non evolvono lungo una direttrice lineare, ma subiscono influenze da parte di cicli e congiunture economiche: in breve, la variazione, anche significativa, rispetto alla media dei prezzi registrati in un periodo di tempo precedente, non rappresenta una prova inconfutabile della presenza di una manipolazione del mercato, né un criterio ermeneutico sicuro (34). Nella ricerca di un significato per la condotta che determini un comportamento anomalo dei prezzi di un titolo, un ausilio può essere fornito *dall'assenza di un'apparente ragione giustificatrice per l'operazione* (35). In pratica: un incremento o un decremento ingiustificato dei prezzi, una rilevante discrepanza tra le quotazioni di un contratto *future* e quelle del prodotto finanziario collegato, ovvero ancora l'anomala differenza di prezzo tra strumenti finanziari simili, ma negoziati su mercati diversi (36), possono essere considerati espressioni di una pratica manipolativa se la condotta che li determina (o concorre a determinarli) è *priva di un senso economico e di una giustificazione diversi dalla mera modificazione della quotazione del titolo* (37).

(33) Per questo metodo KOZINN B.E., *The Great Copper Caper: Is Market Manipulation Really a Problem in the Wake of Sumitomo Debauché?*, in 69 *Fordham L. Rev.*, 2000, 261 s.

(34) Per questa cauta constatazione, cfr. MARKHAM J. W., *Manipulation of Commodity Futures Prices - The Unprosecutable Crime*, in 8 *Yale J. on Reg.*, 1991, 357.

(35) Come suggerito da ANDERSON R.W., *The Industrial Organization of Future Markets: a Survey*, in ID., *The Industrial Organization of Future Markets*, Lexington, 1984, 10.

(36) Per un'articolata esemplificazione di tale criterio cfr. AVGOULEAS E., *The Mechanics*, cit., 110 s., cui si rimanda anche per i precedenti giurisprudenziali statunitensi che seguono tale approccio. Anche questo metodo di individuazione della manipolazione si espone però a critiche, soprattutto nei casi più controversi: non è possibile, infatti, se non in forza di assunti preconcetti, determinare se oggetto della manipolazione sia la condotta sospettata e non quella con cui essa viene confrontata per evidenziarne la natura artificiosa.

(37) Come sostenuto da PERDUE W.C., *Manipulation of Futures Markets: Redefining the Offense*, in 56 *Fordham L. Rev.*, 1987, 345 ss.; successivamente, Friedman ha ritenuto di correggere l'impostazione della Perdue, ritenendo che andasse indagato se il presunto manipolatore avrebbe tenuto una condotta meno restrittiva sul mercato qualora avesse comunque conseguito il risultato in termini di prezzo che ha raggiunto con la condotta concretamente tenuta (FRIEDMAN R.D., *Stalking the Squeeze: Understanding Commodities Market*, in 89 *Mich. L. Rev.*, 1990, 38).

### 2.3. Sintesi.

Si può trarre, dalla sommaria analisi fin qui condotta, l'impressione di una sostanziale inidoneità dei tentativi – tanto 'soggettivistici', quanto 'oggettivistici' – di definizione della manipolazione del mercato, elaborati dalla scienza economica e giuridica, alla costruzione di un paradigma di repressione penale, non solo *effettiva*, ma anche *razionale*. I tentativi soggettivistici sono potenzialmente illiberali: per il diritto penale, l'individuazione del carattere manipolativo di un'operazione di mercato deve basarsi su una nota di decettività – e quindi di disvalore – *propria della condotta, consapevolmente sfruttata* dal manipolatore. Le teorie oggettivistiche – che incentrano la distinzione tra speculazione lecita e manipolazione illecita *sull'effetto prodotto dalla condotta* – sono, invece, troppo incerte e di difficile prova, perché una norma incriminatrice possa basarsi sull'evento di destabilizzazione del mercato. Troppo frequenti, da una parte, i casi in cui *un effetto distortivo sorge in modo casuale* – per il combinarsi di diversi fattori – da una condotta non preordinata a tale scopo e, dall'altra parte, le ipotesi in cui l'alterazione dei meccanismi di funzionamento degli scambi consegue ad operazioni che di per sé paiono *lecite*, ma che, inserite in un complessivo programma criminoso, si rivelano *illecite* (38).

Il postulato di partenza del nostro lavoro è quindi la necessità di una 'ri-descrizione', *ad usum poenale*, del proteiforme fenomeno della manipolazione del mercato. Cercheremo di assolvere al compito entro la fine di questo capitolo.

### 3. I modelli comportamentali riconducibili alla manipolazione del mercato: un'elencazione inesorabilmente imperfetta.

Il mercato è manipolabile in molti e sempre nuovi modi. La prassi induce ad isolare categorie ricorrenti di comportamenti manipolativi, ma ogni categorizzazione deve preventivamente scontrarsi con le variazioni che i modelli operativi della manipolazione subiscono: la

(38) Si noti che anche solo due operazioni ovvero un solo ordine, la cui esecuzione sia frazionata in un dato periodo di tempo, sono suscettibili di essere qualificate «una serie di operazioni»; cfr. McLUCAS R.-ANGOTTI A.M., *Market Manipulation*, in 22 *Securities and Commodities Regulation*, 1989, 105, nt. 10.

ripetizione delle pratiche manipolative genera nel tempo nuove forme di turbativa dei mercati.

Appare metodologicamente corretto anteporre ad ogni considerazione giuridica sulla manipolazione del mercato un'elencazione delle tecniche più note con cui i prezzi degli strumenti finanziari possono essere alterati artificialmente. Successivamente cercheremo di ricondurre queste variegate tipologie comportamentali ad una tassonomia che renda più comprensibile il fenomeno illecito.

Un'ipotesi classificatoria tradizionale punta sulla distinzione tra quelle condotte manipolative che si basano sul *compimento di operazioni negoziali* (effettive o fittizie) sul mercato e le pratiche di manipolazione incentrate sulla *comunicazione agli investitori di notizie false o informazioni fuorvianti*. La distinzione di partenza si regge, in pratica, sulla dicotomia manipolazione *operativa* vs. manipolazione *informativa*.

#### 3.1. La manipolazione del mercato mediante il compimento di operazioni finanziarie: il cosiddetto aggio operativo.

Riteniamo opportuno proporre una ricognizione di alcune tecniche manipolative, con particolare riferimento, anche se non esclusivo, a quelle che hanno avuto modo di manifestarsi nel mercato italiano. La struttura e la morfologia delle pratiche esaminate nel presente paragrafo non ci consentono di elaborare una tassonomia definita senza rischiare di produrre delle forzature e delle mistificazioni.

Gli unici tratti comuni consistono:

- i) nell'essere tutte manovre compiute *mediante transazioni finanziarie*
- e
- ii) nell'oggettiva necessità che si produca un *effetto decettivo negli altri operatori* affinché sia possibile produrre l'alterazione del prezzo del titolo manipolato.

A) Forse la più nota forma di manipolazione incentrata sul compimento di operazioni finanziarie è rappresentata dal *matching* o *improper matched orders*, che potremmo tradurre con l'espressione 'acquisti



*incrociati fittizi*? (39): un soggetto, agendo di concerto con uno o più complici, vende una determinata quantità di strumenti finanziari, che vengono acquistati immediatamente da un altro operatore colluso con il primo. Ripetendo più volte lo scambio tra le medesime persone si crea l'apparenza di un interesse del mercato per il titolo scambiato, poiché gli altri operatori non sono in grado di distinguere l'identità delle parti che negoziano quel dato strumento finanziario, non possono cioè avvedersi del fatto che sono sempre due complici ad effettuare le transazioni.

Il Tribunale di Milano, in una sentenza del 2006 (40) ha avuto modo di occuparsi di una complessa operazione di turbativa del mercato, comprensiva di varie tipologie di manipolazione. Tra di esse, secondo il pronunciamento del Tribunale, emerge l'immissione di ordini incrociati di acquisto e vendita dello stesso quantitativo di azioni da parte del medesimo soggetto, Intesa BCI, che agiva tramite l'intermediario Intermonete Securities Sim S.p.A. Più precisamente, nella sentenza del Tribunale è possibile cogliere come Intermonete, a partire dalle ore 17.10.23 del 28 dicembre 2001, abbia prodotto, mediante acquisti incrociati, un sensibile calo delle quotazioni di un *warrant* (precisamente un *Warrant Put* Intesa BCI ordinario), cioè uno strumento finanziario (assimilabile ad un derivato in quanto collegato ad un altro titolo mobiliare), che incorpora un diritto di opzione (41). A seguito dell'operazione venne fatto scendere il prezzo dello strumento finanziario in questione al livello minimo della giornata (euro 3,35) dal livello di euro 3,63 (prezzo del primo dei contratti conclusi alle ore 17:10:23). In particolare, il prezzo minimo di euro 3,35 fu toccato per la prima volta alle 17:10:28, allorché Intermonete Securities Sim S.p.A. perfezionò un incrocio, ossia uno scambio di mercato costituito dall'abbinamento di una proposta di negoziazione in acquisto e di una proposta di negoziazione in vendita immesse dallo stesso operatore (nel caso di specie Intermonete Securities Sim S.p.A.), per 1.100.000 *warrant*. Il prezzo dell'incrocio (euro 3,35) esercitò una notevole influenza nel computo del prezzo ufficiale del giorno, pari a quasi il 30%, data l'elevata quantità (1.100.000 *warrant*) rispetto al totale degli strumenti di quel tipo che sono stati scambiati quel giorno (3.670.800 *warrant*).

(39) Nella comunicazione Consob n. DME/5078692 del 29 novembre 2005, i comportamenti rientranti in questa tipologia manipolativa vengono chiamati semplicemente 'ordini abbinati in modo improprio'.

(40) Trib. Milano, 26 novembre 2006, in *Gim. comm.*, 2007, 1304 ss., con nota di GILOTTA S., *Manipolazione del mercato: considerazioni su dinamica del fatto e danni civili da reato*.

(41) Il *Warrant* è un'opzione ex art. 1331 c.c., cioè una promessa di acquistare (c.d. *Warrant Call*) o vendere (*Warrant Put*) un bene, nella specie un titolo azionario, a una certa scadenza e a un prezzo predeterminato, chiamato *strike price*.

B) Una seconda tipologia comportamentale, anch'essa assai nota, è costituita dal *washing* o *wash trade* o, in italiano, '*operazioni fittizie*' (42): si tratta della forma di manipolazione che più corrisponde all'espressione impiegata nell'art. 185 t.u.f. accanto alla diffusione di informazioni false e al compimento di altri artifici, cioè la realizzazione di operazioni simulate. In sostanza il manipolatore compie operazioni di acquisto o vendita che non intaccano i reali assetti di interesse sottesi ai titoli scambiati, ad esempio perché l'operazione finanziaria di vendita di un titolo è 'annullata' da un'operazione contemporanea, di segno uguale e contrario, effettuata dallo stesso venditore sotto mentite spoglie, magari ricorrendo ad intermediari finanziari differenti. Sostanzialmente si tratta di un comportamento per il quale si usa anche il termine *churning*, che allude allo '*scuotimento*' del mercato attraverso il compimento di operazioni fittizie. Una tecnica mediante il quale vengono compiute operazioni fittizie può essere il cosiddetto *warehousing*, cioè l'immagazzinamento di un rilevante controvalore in capo ad un terzo cessionario che ne diviene titolare, ma vincolato all'impegno di venderlo o disporne secondo le direttive del cedente.

C) Una 'variazione sul tema', rispetto alle tipologie di operazioni fittizie appena elencate è costituita dall'espressione '*painting the tape*' (letteralmente: *dipingere il nastro*, ovvero, in senso figurato, *artefare la rappresentazione della situazione di mercato*): si allude all'immissione di ordini telematici di acquisto o vendita di strumenti finanziari che però intercorrono tra due o più complici nella manipolazione, con il risultato di dare al pubblico degli investitori l'impressione di un interesse del mercato per una data categoria di titoli. Si potrebbe anzi dire che il modello comportamentale sotteso all'espressione *painting the tape* sia sostanzialmente lo stesso del *wash trade*.

Questa tecnica è stata esaminata, di recente, dalla magistratura italiana. Il Tribunale di Milano (43), pur finendo per ritenersi territorialmente incompetente, ha conosciuto di una manovra di *painting the tape* addebitata all'imputato P. M., cui

(42) Le ipotesi di manipolazione attraverso operazioni fittizie sono frequenti fin dal diciannovesimo secolo, come modalità operativa dei *pools*, cioè di gruppi di operatori (emittenti, intermediari e singoli speculatori) alla borsa di Wall Street, come notato da CHANCELLOR E., *Devil Take the Hindmost, A History of Financial Speculation*, New York, 1999, 171 s.

(43) Trib. Milano, sez. I, 7 gennaio 2008.

era stata addebitata la condotta consistita nell'aver posto in essere artifici concretamente idonei a cagionare un'alterazione dei prezzi delle azioni emesse dalla società S. 1824 spa. In particolare l'imputato si sarebbe accordato con M. G. per effettuare nei giorni successivi offerte di vendita e di acquisto di azioni S. ai prezzi più elevati possibili, e soprattutto nell'aver effettuato, attraverso intermediari di loro fiducia, una serie di ordini di vendita e di acquisto, taluni dei quali rimasti ineseguiti.

D) Assai simile alla tecnica appena vista è la pratica dello *spoofing* (letteralmente: imitazione umoristica), che consiste nella immissione sul mercato di plurimi ordini di acquisto per un ammontare significativo di azioni, che vengono però ritirati immediatamente prima di venire eseguiti. Lo *spoofers* (l'*imitatore*) non intende affatto compiere operazioni effettive, poiché è per lui sufficiente dare un segnale, *fuorviante*, al mercato sull'interesse da parte di un grosso investitore rispetto ad un dato strumento finanziario: la speranza del manipolatore è ovviamente quella di innescare un'ondata di acquisti che faccia impennare il prezzo del titolo oggetto della manovra.

E) Vi è poi la pratica del *bear raid* (letteralmente: *l'attacco a sorpresa dell'orso*) che consiste nella manipolazione del mercato tramite la vendita allo scoperto (cioè senza possederli al momento della cessione) di una grande quantità di titoli; successivamente gli stessi titoli vengono ricomprati, ma ad un prezzo che si è abbassato drasticamente per effetto della vendita massiccia. Con i titoli acquistati a basso costo si dà esecuzione (si 'coprono') agli ordini di vendita effettuati allo scoperto, realizzando un ingente profitto a causa del differenziale di prezzo tra il valore degli strumenti finanziari al momento della vendita e quello, molto più basso, che essi segnano al momento dell'acquisto.

F) Con la pratica del *ramping the market*, che potremmo tradurre con l'espressione 'eccitare il mercato', il manipolatore produce scientemente un improvviso e massiccio incremento del prezzo di un titolo, cercando di indurre gli altri operatori a credere che dietro l'impennata del listino vi siano notizie riservate circa le prospettive di crescita o redditività della società emittente o, più in generale, l'interesse della collettività degli investitori per quel dato strumento finanziario. Si tratta in sostanza di una manovra volta a spingere gli operatori del mercato a comprare a loro volta il titolo manipolato, inducendo un ulteriore rialzo del suo

valore. Se ciò si verifica il manipolatore vende i propri titoli al prezzo rialzato e può realizzare ingenti guadagni.

Si tratta di una manovra resa celebre da un famoso caso sul finire degli anni '80 del secolo scorso.

È il caso che ha visto protagonista la *Guinness plc.* che, per tentare l'acquisizione del controllo su una società *target*, la *Distillers plc.*, offrì denaro ed azioni *Guinness* agli azionisti della seconda società; se non che, per rendere più attraente l'offerta, la *Guinness* effettuò, d'accordo con altri operatori, una serie di acquisti di azioni proprie, con il risultato di farne crescere il valore; poiché queste erano parte della contropartita per la cessione delle azioni della *Distillers plc.*, il risultato fu una maggiore 'appetibilità' della propria offerta, che infatti andò a buon fine (44).

Ma anche il nostro mercato ha conosciuto di recente un caso di *ramping*. Se ne è occupato il Tribunale di Milano in una sentenza del 26 febbraio 2007 (45): nel periodo compreso tra il 19 marzo ed il 1° aprile 2003, il prezzo delle azioni Unipol privilegiate è cresciuto del 6,7% (passando da euro 1,669 a euro 1,781), nonostante nello stesso periodo l'indice Mibtel fosse sceso dell'1%.

Anche i volumi delle azioni Unipol Priv., ad avviso del Tribunale, «presentano una considerevole impennata» nell'arco di tempo considerato: le quantità di titoli scambiati giornalmente ammontavano a 252.430 azioni nel gennaio 2003, 264.466 nel febbraio 2003, ma tra marzo e aprile ne sono state scambiate in media ogni giorno 629.289. Uno dei principali acquirenti era stata una società del Gruppo Unipol, Meiaurora, tramite l'intermediario Cofiri Sim S.p.a.: Meiaurora aveva acquistato, a prezzi sempre crescenti, 2.638.684 azioni, pari al 40% delle azioni scambiate in quel periodo. Il 31 marzo un'altra società del gruppo aveva venduto un pacchetto di 4,5 milioni di azioni ad un prezzo prossimo a quello registrato nella seduta precedente, cioè era nel frattempo aumentato per effetto delle precedenti operazioni di acquisto. La logica dell'operazione, secondo il Tribunale del capoluogo lombardo, era quella di raggiungere una determinata soglia di

(44) Sull'esito delle indagini aperte in Inghilterra dopo la conclusione della vicenda dal Dipartimento per il commercio e l'industria, cfr. DONALDSON D.-WATT I., DTI Report, *Guinness plc.*, London, 1997, 304. Quello operato dalla *Guinness* potrebbe anche essere qualificato come un esempio di *contract-based manipulation*, ovvero una manipolazione tesa a sfruttare illecitamente i meccanismi contrattuali che regolano le transazioni di borsa. Le *contract-based manipulations* possono essere assai complesse, come testimonia quella chiamata *shorting the seasoned offering* che consiste nel vendere allo scoperto azioni quotate da lungo tempo in pendenza di una nuova emissione di azioni dello stesso emittente; la vendita massiccia impone di abbassare il prezzo di emissione dei nuovi titoli, che è calcolato su quello delle azioni già sul mercato: sfruttando il minor prezzo il manipolatore può comprare a valore minore le azioni necessarie ad adempiere alla sua vendita allo scoperto e lucrare la differenza. Su quest'ultima pratica si rimanda comunque alle spiegazioni di THEL S., § 850,000 in *Six Minutes - The Mechanics of Securities Manipulation*, in 79 *Cornell L. Rev.*, 1994, 258 s. e di GERARD B.-NANDA V., *Trading and Manipulation Around Seasoned Equity Offering*, in 48 *J. Fin.*, 1993, 213 ss.

(45) Si tratta del 'caso Unipol', la sentenza è riportata in *Corriere del merito*, 2007, 912 ss.

prezzo pari a 1,76 euro per azione. Si trattava del prezzo che avrebbe permesso alla Società del Gruppo Unipol che le deteneva e le aveva iscritte a bilancio, Finsoe s.p.a., di cederle senza svalutarle e di integrare la condizione di acquisto posto dall'acquirente, Fondazione MPS, costituita da un acquisto dei titoli ad un valore pari alla media ponderata dei prezzi dello strumento finanziario stesso in un dato periodo di tempo antecedente all'operazione.

G) Per *capping and pegging* (letteralmente *coprire e tenere fermo* (sottinteso: il prezzo degli strumenti finanziari)), si intende quello schema manipolativo che si situa 'a cavallo' del mercato delle azioni e di quello dei derivati e consiste nella sottoscrizione di un contratto di opzione che obbliga una parte a vendere all'altra (o ad acquistare da quest'ultima) un certo quantitativo di una data azione quando essa raggiunga una quotazione prefissata. Se il manipolatore ha interesse ad attivare l'opzione egli cercherà di deprimere o innalzare artificialmente il prezzo del titolo per giungere al valore che è stato contrattualmente fissato per attivare l'opzione. Se si procede al *capping* vengono effettuate vendite per deprimere il prezzo del titolo collegato all'opzione o per prevenirne un rialzo. Mediante il cosiddetto *pegging* si procede, invece, all'operazione contraria, cioè si acquistano titoli per prevenirne la caduta del prezzo.

Un'ipotesi di *capping* è stata analizzata dal Tribunale di Milano nel 2006 (46).

La vicenda trae origine dalla emissione di 9.066 obbligazioni Mediobanca 99 - 01. Si trattava nella specie di obbligazioni c.d. *knock in reverse convertible*, cioè convertibili in azioni. Le *obbligazioni reverse convertible* sono titoli strutturati in modo tale che alla scadenza, al verificarsi di determinati eventi, l'emittente abbia la facoltà di consegnare ai detentori un determinato quantitativo di beni di investimento (definiti valori di base o sottostanti: nella specie, azioni Banca di Roma) invece di rimborsare il capitale in denaro. Con le obbligazioni in questione, Unicredit, che agiva mediante Unicredit Banca Mobiliare s.p.a. (di seguito UBM), si era riservata la possibilità di restituire, in luogo del capitale, un quantitativo di 2.500 azioni Banca di Roma per obbligazione alla duplice condizione che:

1) alla data del 5 marzo 2001 (sette giorni prima della scadenza del prestito) il prezzo di apertura del titolo Banca di Roma fosse risultato inferiore al prezzo base prefissato (cosiddetto *strike price*), indicato in euro 1,3236;

(46) Trib. Milano, 24 giugno 2006, n. 3406, in *Riv. trim. dir. pen. ec.*, 2007, 845 ss., con nota di Magro M.B., *Price Manipulation e contratti con opzione Put Barrier*.

2) tra il 20 ottobre 1999 e il 5 marzo 2001 l'azione Banca di Roma avesse segnato almeno una volta un prezzo uguale o inferiore ad euro 1,0922 (cosiddetto '*prezzo barriera*' o *knock in*). In caso contrario, il prestito sarebbe stato rimborsato alla pari e, dunque, a *condizioni favorevoli ai risparmiatori*, che avrebbero conseguito così il *guadagno massimo possibile*, costituito dal recupero integrale del capitale più l'interesse pattuito (455 euro per obbligazione).

Unicredit, che operava attraverso UBM, pur non essendo l'emittente tenuta formalmente ad effettuare il rimborso e appearing un mero intermediario era l'effettiva detentrica dell'interesse economico portato dalla opzione incorporata nello strumento finanziario, opposto a quello dei clienti cui aveva venduto il titolo: l'essenza dell'obbligazione convertibile era quella di una scommessa a parti contrapposte, in cui i sottoscrittori avevano puntato sull'incremento di valore del sottostante e la banca sulla diminuzione del prezzo di questo titolo, per esercitare l'opzione che, in luogo del capitale, avrebbe consentito di restituire azioni svalutate.

L'interesse economico della banca, opposto a quello degli obbligazionisti, era proteso a determinare le condizioni di esercizio dell'opzione a restituire titoli svalutati in luogo di denaro e, quindi, a fissare tra il 20 ottobre 1999 e il 5 marzo 2001 un prezzo delle azioni Banca di Roma uguale o inferiore al '*prezzo barriera*'.

Secondo la ricostruzione fornita in sentenza dal Tribunale del capoluogo lombardo, alle ore 16.50.45 del 31 gennaio 2006, dopo che l'ultimo contratto era stato concluso sul mercato a 1,115 euro, l'intermediario operante per Unicredit immetteva un primo ordine di vendita di 500.000 titoli al prezzo limitato di 1,103 euro, che trovava esecuzione integrale in 31 secondi e comportava una variazione negativa del prezzo dell'1,076%.

Il mercato reagiva con un rimbalzo verso l'alto, significativo del valore fisiologicamente più elevato riconosciuto al titolo, e riportava in pochi secondi la quotazione a 1,114 euro (+1%).

Alle ore 16.52.09, al fine evidente di saggiare la 'reattività del mercato' e valutare le quantità da offrire per segnare effettivamente la quotazione desiderata, veniva immesso un ordine di vendita di sole 10.000 azioni al prezzo limitato di 1,105 euro, che trovava esecuzione immediata e provocava un calo percentuale dello 0,63%.

Il prezzo risaliva nuovamente a 1,112 euro (+0,63%).

Alle ore 16.57.10 seguiva la terza proposta di vendita di 130.000 titoli al prezzo limitato di 1,101 euro, che trovava esecuzione in dieci secondi e determinava una variazione pari a -0,72%.

Il prezzo risaliva nei secondi successivi a 1,107, valore ancora superiore al limite fissato con la prima proposta di vendita (+0,54%).

A questo punto però alle ore 16.58.02 veniva immessa la proposta di vendita di 1.482.500 titoli a prezzo limitato a 1,09 euro, al fine di infrangere il prezzo barriera e poter così esercitare l'opzione a restituire titoli anziché denaro. L'ingente proposta di vendita trovava esecuzione al limite minimo di prezzo prefissato e abbatteva di per sé sola il valore del titolo dell'1,53%.

Portato il prezzo ufficiale dell'azione al di sotto del prezzo barriera, UBM cessava i propri interventi distortivi e il mercato si riallineava. Nella mezz'ora circa di contrattazioni svolte prima della chiusura, l'azione rientrava su quotazioni simili a quelle registrate prima dell'intervento manipolativo e l'ultimo contratto veniva concluso al prezzo di 1,11 euro.

Nel complesso, in sette minuti e diciassette secondi UBM aveva venduto 2.122.500 titoli su un totale di 2.407.500 scambiati sul mercato e concentrato, in tal modo, il 76% delle vendite effettuate nella giornata. Questa operatività ha rappresentato da sola il 10% degli scambi complessivi della seduta di borsa sul titolo e determinato bruscamente una variazione negativa del prezzo pari all'1,8%.

H) Una classica, e controversa in punto di punibilità, ipotesi di manipolazione mediante il compimento di operazioni effettive è il cosiddetto *marking the close* (traducibile con la formula: *segnare il prezzo in chiusura di mercato*): esso consiste nel compimento, alla scadenza della giornata di contrattazioni, di un'operazione effettiva, spesso per un ingente controvalore, che fissa il prezzo del titolo *target* della manovra al valore prescelto dal manipolatore. Solitamente la manovra mira a fissare, a vantaggio dello speculatore, il prezzo di riferimento per la definizione del valore di un titolo derivato collegato, oppure a determinare l'ammontare di una posta di un bilancio, dipendente dal prezzo di quel titolo, nel giorno di una scadenza contabile, fiscale o societaria (47). Peraltro, il *marking the close* può comportare un effetto di inganno diretto per gli altri operatori, inducendone un comportamento imitativo, basato sull'erronea supposizione che il prezzo fatto segnare dall'operazione 'in chiusura' rifletta nuove informazioni non ancora conosciute dal pubblico: in realtà, la nuova quotazione è solo l'esito di un'alterazione dei meccanismi elettronici di segnalazione del prezzo (48).

Si veda, ad esempio, il caso oggetto della sentenza del Tribunale di Milano dell'11 novembre 2002 (in *Riv. trim. dir. pen. ec.*, 2003, 747 ss.), in cui la pratica del *marking the close* si presenta evidente; come riferisce la sentenza: «alle ore 16.59, ossia un solo minuto prima della chiusura del mercato telematico, un solo broker [...] inseriva un ordine di acquisto di 200 basket dei titoli che compongono il MIB 30. [...] Venivano in quell'istante conclusi contratti per un controvalore di circa 47

(47) Sulla praticabilità delle condotte di *marking the close*, in cui il profitto può conseguire anche a transazioni di minima entità cfr. THEL S., § 850,000, cit., 258.

(48) Sulla dimensione ingannatoria del *marking the close*, cfr. ORSI L., *Gli "artifici"*, cit., 110.

miliardi di vecchie lire e l'indice MIB 30 realizzava in un solo minuto un rialzo di 365 punti, pari ad un +1,73 % rispetto all'ultimo valore della precedente seduta, passando da quota 21.051 a 21.416, valore massimo registrato dall'indice MIB 30 nel corso di quella giornata borsistica e con una variazione da -0,43% a +1,3% rispetto all'ultimo valore della precedente seduta» (corsivi nostri).

Un secondo esempio è fornito da un caso trattato più di recente dal Tribunale di Milano (49). Per il giudice, due operatori della Gestnord SIM, nell'ambito della gestione del comparto della SICAV Lussemburghese Sella Sicav Lux, dal gennaio al settembre del 2002, avrebbero alterato il prezzo delle azioni di tre emittenti (Cairo Communication, Cofide ed Impregilo), per il tramite della intermediaria Credit Agricole Indosuez Sim. In pratica gli imputati avrebbero inserito, per quantitativi rilevanti, proposte di negoziazione in acquisto a meno di 10 secondi dal termine della seduta borsistica; tali proposte sarebbero state inserite a prezzi superiori al prezzo teorico di chiusura, formatosi prima dell'inserimento degli ordini. Le operazioni degli imputati avrebbero determinato un incremento (medio) del prezzo di chiusura, nella misura del 2,16% per Cairo, del 2,11% per Cofide, dell'1,88% per Impregilo. A conferire maggiore idoneità alterativa all'operazione vi è il dato che le proposte di acquisto venivano introdotte nel sistema per consistenti quantitativi e sono state eseguite per il 98% al momento della chiusura. L'effetto congiunto dei comportamenti anomali, sopra descritti, è stato quello di fare aumentare il valore dei tre titoli e con esso il valore delle quote del fondo comune (50).

Come a proposito di altre forme di manipolazione operativa, si è sostenuto, in particolare nella letteratura americana, che la pratica di negoziare alla scadenza delle contrattazioni sia *lecita*, perché gli operatori agiscono dopo aver monitorato l'andamento delle quotazioni per tutta la giornata. Inoltre, sarebbe una pratica estremamente *difficile* da realizzare: concentrandosi la maggior parte delle operazioni in quel momento, sarebbe molto più arduo determinare – come singoli operatori – una variazione del prezzo, proprio perché il volume complessivo degli scambi può essere elevatissimo. Infine, in un'ottica di *enforcement*, si tratterebbe di una tecnica pressoché *invisibile* all'autorità di

(49) Trib. Milano, sez. I, 7 gennaio 2008, reperibile in *dejure.giuffre.it*.

(50) Il più tipico – e controverso: solo negli anni Novanta è stato esplicitamente censurato dalla SEC come una pratica manipolativa – modello di *contract based manipulation* è forse il cd. *marking the close*. La SEC si è espressamente riferita ad un'attività di esecuzione ripetuta dell'ultima transazione della giornata, per influenzare il prezzo di chiusura rappresenta (SEC. V. *Schiffner*, 1998 U.S. Dist. Lexis 8579, *Fed. Sec. L. Rep.* (CCH) 1998).

controllo, per la mimetizzazione dell'operazione di *marking the close* tra tutte quelle che si svolgono in chiusura di mercato (51).

3.1.1. *Una forma di manipolazione operativa attualmente sconosciuta ai nostri Tribunali: lo sfruttamento doloso di un potere di mercato.*

Dopo aver esaminato delle tipologie di manipolazione che sono state effettivamente analizzate da parte dei nostri giudici, riteniamo opportuno affrontare ora una forma di turbativa del mercato finora sconosciuta ai nostri giudici, ma estremamente interessante sul piano della struttura, oltre che significativa per dibattere della meritevolezza di pena dei comportamenti di manipolazione mediante operazioni effettive (52). Analizzare queste forme di manipolazione può essere utile per proporre una categorizzazione più semplice delle tecniche manipolative e, soprattutto, una definizione della manipolazione più adeguata agli scopi e alle esigenze del diritto penale.

Si tratta di una pratica che più si distingue dalle altre citate al paragrafo precedente, poiché non si compie mediante la diffusione di un'informazione fuorviante, oppure attraverso un'operazione mobiliare confezionata in modo da mandare un segnale ingannevole al mercato: in gergo è chiamata *corner* o *squeeze* (termini che alludono alla 'costrizione all'angolo' o 'schacciamento' delle controparti contrattuali da parte del manipolatore). È un'operazione illecita 'centrata sul manipolatore': egli acquista una posizione dominante sul lato della domanda o dell'offerta di uno strumento finanziario, ovvero, nel caso dei derivati, sulla merce sottostante allo strumento finanziario. Acquisita una posizione dominante, il manipolatore ne abusa, imponendo condizioni

(51) Sull'invisibilità delle condotte di *marking the close*, FISCHER D.R.-ROSS D.J., *Should*, cit., 520.

(52) Peraltro sono molte le tipologie di manipolazione che risultano ancora sconosciute alla giurisprudenza italiana. Si pensi solo alla pratica del *front-running* (detto anche *trading forward*), in italiano traducibile con l'espressione 'intervento anticipato sul mercato': con questo termine ci si riferisce a comportamenti illegali di un operatore il quale acquista o vende una quantità di un titolo nella consapevolezza che egli stesso sta per compiere un'ulteriore attività (che può essere di qualsiasi tipo: un'operazione finanziaria, una negoziazione commerciale esterna al mercato, la mera diffusione di un comunicato stampa, ecc.) che influirà sul prezzo del titolo stesso in modo solo per lui prevedibile.

contrattuali inique agli altri operatori che siano compresenti sul mercato in quel momento.

Un esempio di *corner* su larga scala, perpetrato da un *manager* della *Sumitomo Corporation*, Yashou Hamanaka, sul mercato del rame, è il cd. *Sumitomo case*. Le basi dello schema manipolativo furono probabilmente gettate nel 1989, quando Hamanaka incontrò David Campbell, presidente della *Global Mineral and Metal Corp.*, una compagnia che commerciava metalli. A partire dal 1993 i due concordarono che la 'Sumitomo' acquistasse, mensilmente, rame dalla 'Global', al fine di creare l'apparenza di un genuino commercio del metallo e ciò infatti avvenne fino al 1997. La *Global* acquistava rame direttamente in Zambia, lo cedeva alla *Sumitomo*, la quale lo rivendeva alla società dello Zambia che estraeva il rame e da cui la *Global* lo aveva inizialmente comprato. Successivamente, Hamanaka creò una rilevante posizione da *long trader* sul mercato dei *futures* relativi al rame, cioè si impegnò ad acquistare ingenti quantità di rame ad una data scadenza futura: per compiere questa rilevante operazione, Hamanaka aprì una linea di credito presso la Merrill Lynch ed autorizzò anche la 'Global' ad usufruirne. La 'Global' iniziò allora a creare una relevantissima posizione sul mercato dei *futures*, sempre come *long trader* dal lato dell'offerta. Già nel settembre 1995, la 'Sumitomo' vantava complessivamente un credito alla consegna di due milioni di tonnellate di rame e possedeva la metà dei *warrant* del *London Metal Exchange*. A questo punto Hamanaka iniziò a liberarsi dei *futures* acquisendo, via via che i derivati giungevano a scadenza, la quantità di rame ad essi corrispondenti ed arrivò così a controllare l'offerta di quel metallo. Nel novembre 1995, la 'Sumitomo' controllava la totalità del metallo disponibile ed alla fine del 1995 aveva una posizione dominante come *long trader* anche sul mercato dei *futures*. Hamanaka aveva così costruito non solo una posizione dominante mercato del rame, ma anche sui derivati aventi ad oggetto quella metallo, come *long trader*. Ciò costrinse coloro che si erano impegnati a vendere rame allo scoperto, cioè senza averne la materiale disponibilità al momento della conclusione del contratto (*gli short traders*), ad accettare qualsiasi condizione posta da Hamanaka per liquidare le proprie posizioni: essi furono così disposti a pagare una tonnellata di rame fino a 2.800 \$ (53).

Ricorrendo alle tecniche manipolative basate sullo sfruttamento di un potere di mercato si mira ad alterare il funzionamento del mercato creando di una posizione di dominio sulla domanda o sull'offerta dello strumento scambiato; per trovare una controparte contrattuale che sottoponga sé stessa ai rigori di questa sorta di 'monopolio' è necessario nascondere al mercato l'esistenza: il monopolista deve cioè celare alla

(53) Per un'analisi del caso, cfr. KOZINN B.E., *Is Market Manipulation Really a problem in the Wake of the Sumitomo Debacle?*, in 69 *Fordham L. Rev.*, 2000, 270 ss.

sua vittima le dimensioni della propria posizione sul contratto scambiato e le proprie intenzioni. Proprio in forza di questa considerazione, la monopolizzazione del mercato è stata definita dalla dottrina americana come un'implicita o esplicita falsa rappresentazione di una posizione in relazione al resto degli operatori (54). Falsa rappresentazione che può essere indotta, a sua volta, ricorrendo a due tecniche manipolative:

- a) la prima consiste nell'acquistare o mantenere una posizione dominante sull'offerta o sulla domanda di un determinato contratto, celandola agli altri operatori;
- b) la seconda consiste nell'acquistare una posizione rilevante rispetto al mercato tanto con riferimento allo strumento finanziario derivato, quanto con riferimento alla merce sottostante al derivato stesso. Si acquista tutta o larga parte di un tipo di bene in un dato luogo e si costituisce al contempo una 'lunga posizione', ovvero si entra in un gran numero di contratti come creditore della consegna della stessa merce, di modo che coloro che si sono impegnati a consegnare alla scadenza i prodotti al manipolatore debbano, senza saperlo, rivolgersi al manipolatore stesso per acquisire la merce che dovrebbero poi ri-consegnargli in forza del contratto derivato; in tal modo, gli *short traders* rischiano di non poter adempiere alla propria obbligazione di consegnare una certa quantità di beni alla data prefissata, perché i beni stessi sono già stati accaparrati da colui che ha diritto alla consegna (il *long trader/manipolatore*) (55).

(54) È da segnalare come EASTERBROOK F.H., *Monopoly*, cit., 106 rifugga dall'opinione corrente che differenzia tra *corners* e *squeezes*, in quanto la ritiene controversa e fonte di confusione per l'analisi di questi fenomeni.

(55) In altre parole, la mancanza di beni che gli *short traders* possano acquistare per rivendere ai *long traders* determina un aumento dei prezzi. Vi è da accennare al fatto che il documento redatto nel 2005 dal *Committee of European Securities Regulators* (CESR) per esemplificare le diverse tecniche manipolative, fa corrispondere alla distinzione tra le due tecniche ora esposte nel testo la differenza tra *squeeze* e *corner*: il *corner* richiederebbe una posizione di monopolio o comunque di vantaggio anche sul mercato della merce fisica sottesa al derivato, mentre lo *squeeze* si comporrebbe del mero controllo del mercato dei derivati, cfr. CESR, *Market Abuse Directive - Level 3 - first set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive*, 11 maggio 2005, in: <http://www.cesr.eu/index.php?docid=3282>, 9 ss. Per alti, in particolare per Friedman, i due termini sarebbero, invece, sinonimi. Questo aspetto definitorio è sottolineato da FRIEDMAN R.D., *Stalking*, cit., 32, nt. 3, che evidenzia che un *long trader* ha il potere di

Rispetto ad entrambe le tecniche ora esposte, coloro che si impegnano alla consegna della merce alla scadenza (gli *short traders*) non l'avrebbero fatto se avessero saputo che la loro controparte già possedeva la gran parte della merce consegnabile: la condizione di redditività di questa manipolazione è ancora una volta la segretezza con cui viene condotta (56).

Riassumendo, gli elementi costitutivi del *corner* e/o *squeeze* sono il dominio sul mercato, l'artificiosità dei prezzi, il nesso di causalità tra il primo ed il secondo elemento e, infine, l'intento manipolativo. Tralasciando il tema della causalità, occupiamoci di due elementi problematici.

Con riferimento al dominio sul mercato viene comunemente inteso come il combinato dominio sul mercato dei *futures* e su quello della

comprimere il mercato se la sua posizione con riferimento ai contratti *futures* eccede l'offerta disponibile: importa relativamente poco se e in che misura il basso livello di disponibilità della merce dipenda da un accaparramento da parte del *long trader* manipolatore o da altre cause. Anche se lo *squeezer* non inizia la propria azione con una significativa quantità di merce nelle proprie mani, quasi sempre acquista una posizione di grande rilievo nel possesso dei beni relativi ai derivati: schiacciando il mercato aumentano i prezzi della merce relativa ai derivati e gli *short traders*, piuttosto che liquidare la propria posizione in denaro, preferiscono consegnare fisicamente la merce oggetto del contratto *future*.

(56) Sulla necessità della segretezza come condizione di redditività dei *corners* e degli *squeezes*, EASTERBROOK F.H., *Monopoly*, cit., 106. In entrambe le tecniche compare il concetto di *posizione rilevante* in ordine alle dimensioni di un mercato: tale nozione deve essere peraltro relativizzata e declinata in relazione al mercato del *future* e dei *derivati*. Per acquisire una posizione rilevante è sufficiente rifiutare di liquidare la propria posizione se non in prossimità della scadenza del termine per l'esecuzione del contratto. Il manipolatore che domanda o offre la consegna della merce oggetto del contratto scambiato solo al momento della chiusura dei rapporti rende così incapace la propria controparte di offrire o accettare la quantità di merce corrispondente al contratto, se non pagando al manipolatore un costoso premio per negoziare. Con particolare riferimento ai *futures* ed agli strumenti finanziari derivati, che sono gli strumenti maggiormente soggetti alle manipolazioni incentrate sullo sfruttamento di un potere di mercato, Easterbrook ha elaborato una distinzione tra speculazione e manipolazione, sottolineando che la manipolazione sia una forma di frode. Sulla componente di frode insita nei *corners* e negli *squeezes*, sotto forma di camuffamento dell'acquisizione di una rilevante posizione sui titoli, cfr. PIRONG S.C., *The Self Regulation of Commodity Exchanges: The Case Of Market Manipulation*, in 38 *J. Law. & Econ.*, 1995, 144. Per l'A. ci sono due tipi di frode nel contesto del mercato dei derivati: la prima è una frode di posizione (*position fraud*), che è un'innata costruzione o mantenimento di una rilevante posizione sul mercato; la seconda è una frode basata sul possesso (*ownership fraud*), in cui il manipolatore detiene una posizione sia sui derivati sia sul prodotto ad essi sottostanti. Sulla componente di frode insita nei *corners* e negli *squeezes*, sotto forma di camuffamento dell'acquisizione di una rilevante posizione sui titoli, cfr. PIRONG S.C., *The Self Regulation of Commodity Exchanges: The Case Of Market Manipulation*, in 38 *J. Law. & Econ.*, 1995, 144.

merce collegata (57), ma al contempo non deve essere concepito come un concetto binario, che o è presente o è assente, bensì *graduabile*, che va da pressioni sul mercato minime a pressioni marcate, a seconda della domanda di quel bene o titolo che è contrattato, dell'offerta da parte degli altri attori del mercato, e dell'ampiezza della posizione del soggetto dominante.

Rispetto all'elemento rappresentato dall'andamento del prezzo verso *livelli artificiali*, va detto che un anomalo andamento delle quotazioni non è, di per sé, un elemento conclusivo per l'individuazione di un *corner* o *squeeze*, ma semplicemente un'indicazione, potendo anche dipendere da fattori legittimi: il prezzo è, però, sicuramente artificiale *quando è determinato solamente dalla necessità di evitare le sanzioni dell'inadempimento da parte del soggetto obbligato a consegnare la merce* (58). L'anormalità dei prezzi è un dato sfuggente che non può essere *precisamente individuato*, ma solo *inferito* da una serie di circostanze, tra cui un ruolo importante è giocato dall'*analisi dell'andamento storico delle quotazioni dello strumento finanziario*, poiché più il prezzo *attuale* è distante dal prezzo *medio*, più è probabile la manipolazione. Proprio l'anomala fluttuazione del prezzo del prodotto venne considerata la prova dell'esistenza dell'illecito nel caso *Cargill Inc. v. Hardin*: la Corte ritenne che la Cargill sfruttò una speciale conoscenza delle reali condizioni di offerta e domanda del grano, cioè il fatto che solo gli amministratori di quella società sapessero chi fosse il vero detentore della merce oggetto dei contratti *futures*.

Il fatto avvenne nel maggio 1963 ed ebbe ad oggetto dei contratti *futures* concernenti quantitativi di grano. La Cargill Inc. si assicurò 2.471.000 unità di grano delle 2.804.000 disponibili per la consegna a Chicago. Successivamente la stessa società entrò nel mercato dei contratti dei *futures* come creditrice (in gergo: *long trader*) della consegna di almeno 2.000.000 di unità e domandò l'esecuzione del contratto. Il giorno della scadenza dei contratti, la società rappresentava il 62% della domanda di consegna di grano. Coloro che si erano impegnati a consegnare il prodotto a quella data scadenza, pur senza averne la disponibilità al momento

(57) Cfr. giurisprudenza citata da FRIEDMAN R.D., *Stalking*, cit., 48 ss.

(58) Le corti americane - cfr. *Great Western Food Distributors, Inc v. Brannan*, 201 F 2d 476 (1953), cert. Denied, 345 US 997 - hanno definito il *corner* come l'esecuzione di un piano di manipolazione dei prezzi di una data merce, per cui un *trader* o più *traders* acquisiscono il controllo dell'offerta rispetto ad una futura domanda di merce e richiedono così, al momento della scadenza dei contratti, a coloro che si sono obbligati ad acquistare tale merce a farlo (o regolare la propria posizione debitoria) ad un prezzo arbitrario e anormale.

della conclusione del contratto (in gergo: gli *short traders*), scoprirono che, per consegnare la merce, avrebbero dovuto acquistarlo dalla società che era la stessa che aveva diritto alla consegna. La società, soggetto manipolatore, dopo aver nascosto la sua doppia qualità di *monopolista del grano* (in quel momento e in quel luogo) e di *creditore della consegna*, dichiarò ai propri debitori che non avrebbe reso disponibile la merce per un prezzo inferiore a 2.28 \$ per unità di merce, la stessa cifra era stata richiesta per liberare dall'obbligo di consegna lo *short trader* che non volesse procedere alla consegna fisica della merce stessa. Ottenute tali condizioni di prezzo, evidentemente fuori mercato, la Cargill Inc. vendette 600.000 unità di grano ad un prezzo ribassato di 2.09 \$ per unità. Dopo la regolazione dei contratti il prezzo di vendita del grano fluttuò ad un prezzo tra i 2.03 \$ e i 2.15, comunque inferiore a quello che era stato ottenuto dal manipolatore «opprimendo gli *short traders*» (59).

Per quanto attiene all'individuazione di un *intento manipolativo*, bastano pochi cenni: esso deve essere individuato tra le pieghe della situazione concreta storicamente data. La presenza di un'intenzionalità speculativa può essere dedotta dalla condotta tenuta da un operatore, ad esempio dal suo *rifiuto di liquidare* la propria posizione anche se i prezzi dei *futures* siano eccezionalmente alti e, quindi, particolarmente redditizi e, al contempo, dal fatto che l'operatore si liberi della merce alla base del contratto *future* ad un prezzo molto più basso di quello al quale si era rifiutato di vendere in precedenza. Dall'assenza di una logica economica in tale comportamento si può dedurre un intento del soggetto in analisi di 'schiacciare' le proprie controparti contrattuali.

In conclusione, la manipolazione di mercato incentrata sullo sfruttamento di un potere di mercato deve essere considerata illecita *quando il manipolatore esercita attivamente il proprio potere di mercato, dopo averlo celato agli altri operatori, per dettare il prezzo degli strumenti finanziari*. Questa forma di manipolazione è facilitata nel mercato dei derivati dalla presenza di una perversa forma di 'complicità' tra il manipolatore e l'ordinamento: il primo sfrutta a proprio vantaggio la previsione di sanzioni punitive civilistiche che il secondo stabilisce in generale per indurre all'adempimento lo *short trader* (60). Solo in questo modo è

(59) Cfr. *Cargill Inc. v. Hardin*, 452 F. 2d, cit., 1159, 1170.

(60) Nel nostro ordinamento l'inadempimento da parte di un operatore sul mercato dei derivati determina un rischio minimo per la controparte, sussistendo in realtà solo nel caso in cui la negoziazione avvenga al di fuori dei mercati regolamentati. Le negoziazioni dei *futures over the counter*, vale a dire i contratti a termine negoziati direttamente tra gli intermediari al di fuori delle strutture regolamentate, definiscono molto spesso dei prodotti

possibile cogliere le condizioni di profittabilità ed il disvalore della manipolazione nei mercati dei derivati, che altrimenti rischia di permanere un fenomeno imperscrutabile e non perseguibile (61).

derivati complessi nei quali risulta elevato il grado di interrelazione tra i partecipanti e il processo di formazione del prezzo è meno efficiente. Ciò determina un pericolo di insolvenza dei singoli partecipanti. Nei mercati ufficiali *futures* il rischio di inadempimento è invece, come detto, inesistente. Questa garanzia è assicurata mediante un organismo, la cassa di compensazione e garanzia (*clearing house*), che svolge il ruolo di controparte in ogni transazione. Ogni aderente (gli stessi intermediari ai quali gli investitori si rivolgono per la compravendita di un *future*: banche e Sim) è obbligato a depositare presso la *clearing house* una somma di denaro a titolo di garanzia, il margine di garanzia. Questo margine di garanzia, solitamente di limitato ammontare, viene accreditato in un apposito conto presso la cassa di compensazione e garanzia stessa. Agli intermediari 'non-clearing' (i clienti delle banche e delle Sim aderenti alla *clearing house*, che desiderano effettuare operazioni di compravendita in *futures*) i *clearing members* richiedono un analogo margine di garanzia. In altre parole un operatore non membro della Borsa avrà accesso al mercato attraverso un membro che funge da *broker*, e che applica al cliente gli stessi meccanismi che vigono all'interno della Borsa. Ogni giorno la cassa di compensazione e garanzia calcola i guadagni o le perdite generati dalle operazioni eseguite sui contratti *futures* e li accredita o addebita sul conto aperto dal *clearing member*. È questo il cosiddetto principio di *marking to market*. Quando il margine di garanzia scende al di sotto del minimo di 'mantenimento', la *clearing house* chiede il reintegro. L'adeguamento giornaliero del conto è calcolato sulla base del prezzo di chiusura del contratto e ha lo scopo di evitare ogni possibile rischio di insolvenza. L'attività di monitoraggio eseguita dalla *clearing house* è solo una componente del sistema di garanzie istituito per tutelare gli agenti del mercato dal pericolo di inadempimento contrattuale. Infatti, il sistema si completa con la fissazione di determinati requisiti patrimoniali che devono essere assolti dagli aderenti alla cassa di compensazione, da limiti sul numero di posizioni aperte da ogni *clearing member* per conto della propria clientela e da limiti di variazione giornaliera del prezzo. Se quanto detto vale a ridurre i rischi per gli operatori di mercato che contrattano con il oggetto che si rivela insolvente, occorre però sottolineare come per l'insolvente le conseguenze siano alquanto gravose, il che vale a confermare l'impostazione di Friedman svolte nel testo. Trova infatti applicazione il disposto dell'art. 72 t.u.f., che prevede, tra l'altro, che la dichiarazione di insolvenza determini l'immediata liquidazione dei contratti dell'insolvente. L'art. 72 t.u.f. rinvia agli artt. 80 ss. del *Regolamento recante la disciplina dei servizi di gestione accentrata, di liquidazione, dei sistemi di garanzia e delle relative società di gestione*, adottato dalla banca d'Italia e dalla Consob e pubblicato il 22 febbraio 2008, per la definizione dei presupposti e per la procedura di accertamento e liquidazione delle insolvenze di mercato.

(61) Scettico sulla possibilità di contrastare efficacemente i fenomeni manipolativi, MARKHAM J., *The Manipulation*, cit., 88 ss.

### 3.1.2. I tratti manipolativi nelle condotte di turbativa del mercato mediante operazioni effettive e conseguenze in termini di meritevolezza di pena.

Quanto detto in ordine alla realizzabilità di una manipolazione basata sul compimento di operazioni effettive (o *trade-based* secondo l'espressione anglofona) in grado di produrre profitti, si riflette sul profilo della *opportunità e utilità* di un controllo, anche mediante pena, di tali comportamenti.

Per Finschel e Ross, ad esempio, una regolamentazione imperativa degli abusi di potere di mercato, con particolare riferimento ai *corners* ed agli *squeezes*, sarebbe inutile, posto che la competitività tra mercati dovrebbe spingere i soggetti che li gestiscono a porre regole di *trading* in grado di scongiurare il verificarsi di tali forme di manipolazione (regole concernenti l'esecuzione e la priorità degli ordini di acquisto (62), limiti alle dimensioni delle posizioni degli operatori, soglie per le variazioni di prezzo giornaliera, mutamenti dei termini di consegna per allargare l'offerta di un dato prodotto sotteso ad un *future* ecc.) (63).

Coloro che hanno propugnato l'estromissione della manipolazione basata su operazioni finanziarie effettive dallo specchio della

(62) Ad esempio le regole del *New York Securities Exchange* prevedono che prima che venga eseguita un'operazione di rilevante dimensione, e quindi prima che il prezzo cambi, debbano essere soddisfatti tutti i *limit orders* (gli altri ordini che non possono essere eseguiti per un prezzo maggiore di quel valore) impartiti prima del nuovo prezzo.

(63) FISCHEL D.R.-ROSS D.J., *Should*, cit., 548 s. In un recente studio in tema di abusi di mercato, Avgouleas ha auspicato la punibilità, tra le varie forme di manipolazione mediante effettive transazioni, *delle sole operazioni che non siano 'auto-deterrenti'* (cioè che presentino margini di possibile profitto), vale a dire: a) *quelle che si giovano di informazioni riservate* provenienti da *insiders*; b) *quelle che sono rese possibili - benché molto dispendiose economicamente - in quanto sostenute dai profitti* che l'operazione speculativa stessa garantisce *su mercati o contratti collegati* (cioè ipotesi di c.d. *trade subsidization*); c) *quelle che si sostanziano in un tentativo, camuffato, di controllare l'offerta o la domanda di un dato strumento finanziario al fine di determinarne anche il prezzo* (sono le ipotesi di *corner* e *squeeze* analizzate al paragrafo precedente). Tutte le altre forme di operatività finanziaria, secondo questa impostazione, potrebbero avere una concreta influenza sul prezzo dei titoli, ma non sarebbe possibile distinguere quale quotazione sia affetta da una nota di artificiosità. L'unico strumento sarebbe, infatti, l'individuazione del concreto *intento del manipolatore*, che rappresenta però un dato di difficoltosa praticabilità probatoria, quindi tendenzialmente da 'scartare' quale elemento di tipizzazione dell'illecito, al fine di non aumentare a dismisura i costi di criminalizzazione ed *enforcement* della *market manipulation*, tra cui vanno certamente anche inclusi i rischi di sanzionare condotte *lecite (overinclusiveness)* e di lasciare sfuggire alle maglie della repressione delle condotte concretamente *illicite (underinclusiveness)*. Cfr. AVGOULEAS E., *The Mechanics*, cit., 224 ss.



manipolazione punibile, per farvi rientrare solo le operazioni simulate e la diffusione di notizie false, hanno spesso sottolineato i costi di un divieto *generalizzato* di manipolare i mercati. Oltre ai costi di *enforcement*, vi sarebbe una voce di costo direttamente connessa alla scarsa determinatezza del concetto di manipolazione e quindi alla vaghezza del divieto: si genererebbe un fenomeno di *over-deterrence*, cioè il significativo rischio di sanzionare anche condotte socialmente utili, ingenerando, nella collettività degli operatori, il conseguente timore di compiere operazioni speculative sul mercato (64).

Come visto al paragrafo precedente, anche la dottrina più critica sulla punibilità di condotte di manipolazione basate sulla conclusione di operazioni effettive, ammette però che vi sono ipotesi di manipolazione

(64) Temono l'*overdeterrence* della penalizzazione delle pratiche di manipolazione del mercato, FISCHER D.R.-ROSS D.J., *Should*, cit., 522 s. Va in questa sede solo accennato come le proposte di una contrazione del controllo (e delle sanzioni) pubblico sul mercato possono essere accostate ad una serie di recenti contributi dottrinali statunitensi, che hanno proposto di rifondare dalla struttura dell'ordinamento finanziario americano, riflessioni accomunate dall'obiettivo di dare agli operatori una maggiore libertà di scelta concernente il regime legale per le transazioni finanziarie, sulla base dell'assunto della capacità di autodeterminarsi degli investitori riguardo alla protezione legale delle proprie attività. Questa dottrina ritiene infatti anacronistico l'approccio normativo attuale che tutela gli investitori imponendo alle contro parti obblighi di *disclosure* e altri vincoli di condotta nella vendita e nell'acquisto di azioni, secondo una prospettiva di politica del diritto per cui l'ordinamento in questo settore deve compensare una pretesa inadeguatezza conoscitiva ed economica dell'investitore medio nell'affrontare i rischi del mercato. Semmai dovrebbe essere il pubblico degli investitori a dotarsi di una licenza alla partecipazione al mercato finanziario, al contempo dividendo il mercato tra investitori sofisticati e non sofisticati in una scala graduata che dagli *Issuer-Level Investors*, degrada agli *Intermediary-Level Investors*, per giungere agli *Aggregate-Level Investors* ed infine agli *Unsophisticated Investors*: al crescere della qualifica corrisponde una crescente possibilità di determinare in piena autonomia da parte dell'investitore il regime legale della propria attività e della severità della tutela di cui godere rispetto alle attività fraudolente del mercato (CHOI S., *Regulating Investors Not Issuers: a Market Based Proposal*, in 88 *Cal. L. Rev.*, 2000, 286 ss.). Choi precisa anche che, per ottenere poi il più alto livello di qualifica come investitore (*Issuer-Level Investor*), sarebbe necessario dimostrare, tramite apposito esame, una dettagliata conoscenza dei differenti emittenti sul mercato e della normativa di riferimento (CHOI S., *Regulating*, cit., 311). La possibilità di determinare il regime degli obblighi di comunicazione cui un emittente è tenuto determina anche l'ampiezza dei rimedi contro la frode che dall'omissione di un'informazione la cui comunicazione era obbligatoria deriva; per questa prospettiva cfr. ROMANO R., *Empowering Investors: a Market Approach to Securities Regulation*, in 107 *Yale L. J.*, 1998, 2359 ss. Sottolinea come il susseguirsi di contributi dottrinali tesi a proporre la rifondazione dell'ordinamento finanziario americano testimoni lo sgretolarsi del decennale consenso intorno al sistema di *Securities Regulation* di quel paese KITCH E.W., *Proposals for Reform of Securities Regulation: an Overview*, in 41 *Va. J. Int'l L.*, 631.

mediante operazioni effettive – ad esempio quelle condotte al fine di azionare diritti nascenti da contratti collegati ad un particolare indice di mercato o al prezzo di un dato titolo – che sono sicuramente cariche di possibilità di guadagno per il manipolatore e quindi non sono paralizzate da una *self-deterrence* (65). L'evidenza storica dimostra poi come i fenomeni di *corner* e *squeeze* si ripetono nel tempo e tale frequenza, a sua volta, comprova che chi orchestra siffatte manipolazioni ne trae profitto e chi le subisce (gli *short-sellers*) perde, in tutto o in parte, i propri investimenti (66).

Nel contesto della dottrina penalistica italiana, si è sostenuta una posizione intermedia tra l'estromissione di queste condotte dal novero dei comportamenti penalmente rilevante ed il mantenimento di una sanzione per esse; pur essendo capaci di alterare le condizioni del mercato, determinando la formazione di prezzi anomali o artificiali, le manipolazioni operative dei mercati – *trade-based manipulation* e/o *price-based manipulation* (in particolare nella forma della *contract-based manipulation*) – sarebbero, già *de lege lata*, escluse dal novero delle forme penalmente sanzionate di manipolazione, *essendo prive di frode*: tali condotte integrerebbero l'illecito amministrativo di cui all'art. 187-ter (67).

(65) Molti sottolineano la presenza di elevate possibilità di profitto mediante condotte di manipolazione *trade-based*, cfr., tra gli altri, FISCHER D.R.-ROSS D.J., *Should*, cit., 523; YADLIN O., *Is Stock*, cit., 841. Si veda anche THEL S., § 850,000, cit., 247 ss.; NELEMANS M., *Redefining*, cit., 38 ss.

(66) Sulla frequenza storica delle condotte manipulative come prova della loro redditività, ALLEN F.-LITOV L.-MEI J., *Large Investors, Price Manipulation, and Limits to Arbitrage: An Anatomy of Market Corners*, in: <http://ssrn.com/abstract=604302>, 13.

(67) La tesi è di MAGRO M.B., *Price*, cit., 867; ID., *Manipolazioni di mercato: illecito penale o amministrativo*, in *Cass. pen.*, 2007, 56 ss. Esclude la rilevanza penale dei *corners* e degli *squeezes* AMATI E., *Sub Art. 185*, in *Le nuove leggi civili commentate*, 2007, 1061. Il testo dell'art. 187-ter t.u.f. è il seguente: «Art. 187-ter. Manipolazione del mercato. 1. Salve le sanzioni penali quando il fatto costituisce reato, è punito con la sanzione amministrativa pecuniaria da euro ventimila a euro cinque milioni chiunque, tramite mezzi di informazione, compreso internet o ogni altro mezzo, diffonde informazioni, voci o notizie false o fuorvianti che forniscano o siano suscettibili di fornire indicazioni false ovvero fuorvianti in merito agli strumenti finanziari. 2. Per i giornalisti che operano nello svolgimento della loro attività professionale la diffusione delle informazioni va valutata tenendo conto delle norme di autoregolamentazione proprie di detta professione, salvo che tali soggetti traggano, direttamente o indirettamente, un vantaggio o un profitto dalla diffusione delle informazioni. 3. Salve le sanzioni penali quando il fatto costituisce reato, è punito con la sanzione amministrativa pecuniaria di cui al comma 1 chiunque pone in essere: a)

A sostegno del mantenimento della rilevanza penale delle condotte di manipolazione mediante operazioni effettive si può spendere subito la seguente constatazione. È vero che la grandezza e la liquidità del mercato determinano la mancanza delle condizioni di profittabilità di tali pratiche, perché è richiesta una dimensione della speculazione tale che solo un ridottissimo numero di operatori potrebbe tentare l'impresa (68), ma molti mercati finanziari europei (ed italiani soprattutto) sono caratterizzati da ridotte dimensioni; ciò rende più facile la manipolazione operativa (in quanto non particolarmente dispendiosa) e, per converso, quanto mai opportuna la previsione di una sanzione penale, per accrescere il numero dei rischi che il manipolatore deve correre per intraprendere un piano speculativo basato su operazioni effettive.

È poi da evidenziare una peculiare nota di disvalore, che rende le condotte di manipolazione mediante operazioni effettive meritevoli di sanzione penale: *la manipolazione operativa ha natura artificiosa e fraudolenta, non minore di quella che connota le condotte di diffusione di notizie false e di simulazione di transazioni finanziarie*. Le operazioni riconducibili alla trade-

operazioni od ordini di compravendita che forniscano o siano idonei a fornire indicazioni false o fuorvianti in merito all'offerta, alla domanda o al prezzo di strumenti finanziari; b) operazioni od ordini di compravendita che consentono, tramite l'azione di una o di più persone che agiscono di concerto, di fissare il prezzo di mercato di uno o più strumenti finanziari ad un livello anomalo o artificiale; c) operazioni od ordini di compravendita che utilizzano artifici od ogni altro tipo di inganno o di espediente; d) altri artifici idonei a fornire indicazioni false o fuorvianti in merito all'offerta, alla domanda o al prezzo di strumenti finanziari. 4. Per gli illeciti indicati al comma 3, lettere a) e b), non può essere assoggettato a sanzione amministrativa chi dimostri di avere agito per motivi legittimi e in conformità alle prassi di mercato ammesse nel mercato interessato. 5. Le sanzioni amministrative pecuniarie previste dai commi precedenti sono aumentate fino al triplo o fino al maggiore importo di dieci volte il prodotto o il profitto conseguito dall'illecito quando, per le qualità personali del colpevole, per l'entità del prodotto o del profitto conseguito dall'illecito ovvero per gli effetti prodotti sul mercato, esse appaiono inadeguate anche se applicate nel massimo. 6. Il Ministero dell'economia e delle finanze, sentita la Consob ovvero su proposta della medesima, può individuare, con proprio regolamento, in conformità alle disposizioni di attuazione della direttiva 2003/6/CE adottate dalla Commissione europea, secondo la procedura di cui all'articolo 17, paragrafo 2, della stessa direttiva, le fattispecie, anche ulteriori rispetto a quelle previste nei commi precedenti, rilevanti ai fini dell'applicazione del presente articolo. 7. La Consob rende noti, con proprie disposizioni, gli elementi e le circostanze da prendere in considerazione per la valutazione dei comportamenti idonei a costituire manipolazioni di mercato, ai sensi della direttiva 2003/6/CE e delle disposizioni di attuazione della stessa».

(68) Sottolinea come le grandi dimensioni di un mercato possano essere un ottimo deterrente contro fenomeni di manipolazione *trade-based*, EASTERBROOK F.H., *Monopoly*, cit., 110.

*based manipulation* influenzano gli altri operatori del mercato, inducendoli a compiere operazioni economiche pregiudizievoli per sé e per il mercato considerato nel complesso: l'operazione artificiosa convoglia una rappresentazione alterata della situazione del mercato (o di un singolo titolo), sicché gli operatori che si basano sull'indicazione fornita dalle manovre compiute dal manipolatore compiono un investimento inefficiente.

La medesima componente di fraudolenza è presente nei comportamenti di abuso di un potere di mercato, esemplificata dai c.d. *corners* o *squeezes*: il manipolatore riesce a schiacciare le controparti contrattuali perché ha prima nascosto di possedere il dominio della domanda di quel dato strumento finanziario (o dell'offerta del prodotto ad essi collegato). Il manipolatore veicola una rappresentazione incompleta ed ingannevole dell'assetto economico del mercato, che è al contempo una prospettazione fuorviante delle prospettive di redditività dell'investimento che le vittime della manovra hanno compiuto. Gli operatori non sanno che quel mercato, dominato da un solo soggetto economico, può produrre profitti solo per il monopolista ed ignorano che dovranno sottostare alle condizioni di prezzo che egli determinerà.

Le condotte manipolative basate sul compimento di operazioni economiche *effettive*, lungi dall'essere *lecite*, perché composte da operazioni *in sé* prive di frode, sono in realtà disfunzionali al mercato e quindi meritevoli di sanzione, in quanto, considerate *nel quadro della complessiva manovra*, determinano una *rappresentazione alterata* del valore di un singolo titolo o della situazione dell'intero mercato. Tali manovre agiscono sul prezzo, indicatore fondamentale dello 'stato' di un strumento finanziario: mentre gli altri operatori di mercato credono che la *variazione* (o il valore assoluto) del prezzo dello strumento manipolato sia determinata da un *mutamento delle variabili economiche concernenti l'emittente* o da *motivazioni macro-economiche* o ancora da una *diversa valutazione da parte della generalità degli operatori del mercato*, in realtà la quotazione cambia *per l'azione di una o più transazioni operate da uno o più manipolatori di concerto*. Il prezzo cessa così di svolgere così una *funzione informativa efficiente* (69).

(69) Sulla funzione informativa del prezzo, imprescindibile in rinvio a GROSSMAN S.J., *The Informational*, cit., 4. Sulla possibilità di distorcere a fini illeciti la funzione informativa

Con specifico riferimento al danno prodotto da condotte manipolative tenute nel mercato dei derivati (si tratta di condotte come *squeezes* e *corners*) (70), i costi della manipolazione *non sono sostenuti solo dalla controparte contrattuale del manipolatore* ma hanno una dimensione sociale (71). Le forme di manipolazione *trade-based* comportano, in via immediata, una complessiva *allocazione inefficiente degli investimenti* e, in via mediata, una serie di costi indiretti, collegati alla *minore fiducia* nel mercato e nelle controparti contrattuali, derivante dall'esposizione di ciascun operatore ad un ubiquitario rischio di essere coinvolti in uno schema manipolativo. Già negli anni Settanta venne evidenziato come il timore di una speculazione socialmente dannosa (di tipo manipolativo) aumenti l'incertezza economica e conduca gli speculatori a grossi profitti a detrimento dei piccoli investitori (72).

### 3.2. La manipolazione del mercato come disinformazione: i moduli operativi del cosiddetto aggotaggio informativo.

delle quotazioni, v. KYLE P., *Informed Speculation with Imperfect Competition*, in 56 *Rev. Econ. Studies*, 1989, 317 ss.; KIM O.-VERRECCHIA R., *Market Reaction to Anticipated Announcements*, in 30 *J. Fin. Econ.*, 1991, 273 ss.; KANDEL S.-PEARSON N., *Differential Interpretation of Public Signals and Trade in Speculative Markets*, in 103 *J. Pol. Econ.*, 1995, 831 ss.; HE H.-WANG J., *Differential Information and Dynamic Behavior of Stock Trading Volume*, in 8 *Rev. Fin. Stud.*, 1995, 919 ss.; AVGOULEAS E., *The Mechanics*, cit., 211. Nella realtà, il prezzo non ha mai una funzione informativa piena, ma un duplice possibile significato: vi è la possibilità che rispecchi le variabili della reale redditività e solidità del titolo o che risulti alterato, non solo da uno schema di manipolazione del titolo, ma anche solo dalla presenza di voci incontrollate attorno al titolo, i c.d. 'noises' (sulle anomalie del prezzo, si vedano le considerazioni di GROSSMAN S.J., *The Informational Role of Prices*, Cambridge, 1989, 11 e 63). Più che *informare* gli operatori, il prezzo degli strumenti finanziari li *costringe* a determinati atteggiamenti di 'reazione' (vendita, acquisto, ecc.), senza che essi agiscano sempre informati: proprio questa componente di costrizione all'azione economica rende l'influenza sul prezzo lo strumento principale di manipolazione del mercato, la leva su cui il comportamento di *trading* - reale o simulato - agisce.

(70) Per una disamina delle condotte di *corner* e *squeeze* nell'ambito del mercato dei titoli del tesoro americano cfr. CHATTERJEA A.-JARROW R.A., *Market Manipulation, Price Bubbles, and a Model of the U.S. Treasury Securities Auction Market*, in 33 *J. Fin. Quantitative Anal.*, 1998, 255 ss.

(71) Come ulteriore voce di costo va segnalata, dal punto di vista economico, la degradazione della capacità informativa dei prezzi del mercato dei *futures*. Sui più importanti casi di manipolazione dei mercati *futures* in ambito statunitense, v. HIERONYMUS T.A., *The Economics of Future Trading for Commercial and Personal Profit*, New York, 1977; si veda anche JOHNSON P.M., *Commodity Market Manipulation*, in 38 *Wash. & Lee L. Rev.*, 1981, 725 ss.

(72) HART O.D., *On the Profitability*, cit., 579 ss.

Esaminate le ipotesi più importanti di manipolazione operativa, occorre ora trattare di alcune tra le principali modalità attraverso cui è possibile sofisticare il mercato iniettando in esso informazioni alterate, in grado di determinare una rappresentazione falsificata della situazione di mercato in capo agli altri operatori.

Già ad un primo esame delle forme di manipolazione mediante diffusione di informazioni false emergono due dati estremamente importanti.

*In primis*, la manipolazione *mediante la mera diffusione di informazioni è statisticamente assai rara*, poco conosciuta dalla prassi economica e giuridica. A conferma, la nostra storia giudiziaria non conosce fattispecie concrete di manipolazione mediante la sola comunicazione di informazioni fuorvianti al mercato.

*In secundis*, anche la dottrina economica finanziaria che si è occupata di manipolazione informativa, nell'elencare le varie tipologie di condotte riconducibili a questa categoria, ha evidenziato una *commistione molto stretta tra diffusione di informazioni false e compimento di operazioni effettive o simulate*: si può affermare infatti che la manipolazione informativa avviene per lo più *nel contesto di operazioni effettive*, ovvero addirittura attraverso queste ultime.

Tra le ipotesi incentrate *sulla mera diffusione di informazioni false*, 'forme pure' di manipolazione informativa, emerge il *outing* (letteralmente: fare propaganda), che consiste nella disseminazione di fuorvianti informazioni, al fine di indurre altri operatori a vendere o comprare un titolo.

A volte le informazioni diffuse al mercato sono fuorvianti e quindi manipolative in quanto l'oggetto della comunicazione agli investitori è l'effettuazione di operazioni finanziarie che sono in realtà simulate. Si tratta della pratica nota come *'opening a position and closing it immediately after its public disclosure'* (apertura di una posizione e chiusura della stessa immediatamente dopo la sua comunicazione al pubblico): in concreto la *diffusione di informazioni false* si 'fonde' con quella del *compimento di operazioni finanziarie simulate*, poiché il manipolatore finge di compiere un'operazione di acquisto o vendita di un titolo e lo comunica immediatamente al pubblico per innescare un'ondata di comportamenti imitativi da parte del pubblico.

Più spesso la manipolazione mediante l'utilizzo di informazioni fallaci si accompagna al compimento di operazioni effettive; è il caso dello *scalping* (73) (traducibile con l'espressione *fare incetta*) che consiste nell'acquisto di un titolo cui subito segue la diffusione di informazioni positive e raccomandazioni di acquisto dello stesso strumento finanziario. Una volta creata un'ondata di acquisti, il manipolatore informativo immediatamente rivende le sue azioni quando le raccomandazioni diffuse hanno determinato un rialzo del titolo.

Lo *scalping* è una *species* del *pump and dump* (equivalente, in italiano, all'espressione *'gonfia e scarica'*), in cui il manipolatore acquista un rilevante ammontare di titoli diffondendo al contempo (o subito dopo) notizie fuorvianti al mercato. Si aumenta artificiosamente l'appetibilità dello strumento finanziario, che può così, se la manovra è ben orchestrata, aumentare di valore permettendo al manipolatore di rivendere ad un prezzo maggiorato i titoli detenuti. Lo stesso risultato può essere ottenuto ripetendo plurimi acquisti nel tempo, senza diffondere notizie fuorvianti: il mercato in questo caso può venire ingannato non dai *rumors*, bensì dall'operatività su un titolo, fraintendendo le cause dell'attività finanziaria attorno ad esso; proprio in considerazione di questa variante esclusivamente 'operativa', il c.d. *pump and dump* è da alcuni studiosi ricondotto tra le modalità di manipolazione basata sul compimento di operazioni effettive e non sulla diffusione di notizie false (74).

Un esempio di *pump and dump* può essere rappresentato dal caso 'Wamex Holding Inc.': quest'ultima era una società di New York quotata sul mercato *over the counter* statunitense, che apparentemente aveva in progetto di iniziare ad operare nel sistema elettronico della contrattazione azionaria. I soggetti occupanti le due cariche direttive fondamentali, ovvero il *Chief Executive Officer* (CEO) ed il *Chief Administrative Officer* (CAO) iniziarono, nel dicembre del 1999, una manovra manipolativa che portò il valore di un'azione della società a 22 dollari nel giugno 2000 da un valore di partenza di 1,375 dollari per azione. Una parte dello schema comprendeva l'acquisto di molti milioni di titoli da parte di un intermediario canadese legato ad uno dei manipolatori, con il vincolo per l'intermediario stesso

(73) Sullo *scalping*, cfr. MOOS D., *Pleading*, cit., 766.

(74) Recentemente, la dottrina americana ha infatti definito il *pump and dump* come il susseguirsi di ingenti ordini di acquisto e vendita senza riferirsi anche alla diffusione di false informazioni su una specifica società: cfr. JIANG G.-MAHONEY P.G.-MEI J., *Market Manipulation: a Comprehensive Study of Stock Pools*, in 77 *J. Fin. Econ.*, 2005, 152.

di dare pubblico risalto ai propri acquisti, al fine di determinare l'innalzamento del prezzo. In aggiunta, i dirigenti della Wamex diffusero falsi comunicati al pubblico, alla stampa e alla SEC. Ad esempio, comunicarono al mercato di avere ricevuto 6,9 milioni di dollari di finanziamento da un gruppo di investimento provato; ancora, riferirono di aver acquisito l'abilitazione legale ad operare nei sistemi telematici di negoziazione delle azioni; infine, millantarono una grande competenza dei dirigenti nel *business* dell'*investment banking*. Le indagini della Sec portarono alla scoperta che solo una piccola parte di quei 6,9 milioni di dollari erano stati effettivamente ottenuti dalla Wamex e, peraltro, tale minima somma derivava dai proventi di vendite fraudolente di proprie azioni. Inoltre, la società non aveva mai ottenuto l'autorizzazione ad operare sui mercati telematici e l'unica esperienza finanziaria dei dirigenti della società consisteva nel coinvolgimento in precedenti manovre manipolative nei mercati di Stati Uniti ed Austria. In quest'ultimo Paese, uno degli amministratori era già stato arrestato per frode finanziaria e ovviamente si era ben guardato dall'informarne le autorità statunitensi come era suo obbligo (75).

Il rovescio speculare del *pump and dump* è chiamato *trash and cash* (scredita e incassa): ancora una volta si registra il compimento di un'operazione effettiva (ad esempio una vendita allo scoperto) seguita da una serie di vendite o dalla immissione nel mercato di notizie negative sul titolo mobiliare che si è venduto allo scoperto. Una volta prodottosi il ribasso del prezzo, il manipolatore si procura i titoli ad un costo minore di quello del tempo in cui si era obbligato a venderli, lucrando sul differenziale di prezzo tra il momento in cui si è obbligato a vendere e quello in cui ha effettivamente provveduto alla vendita.

#### 4. La difficile classificazione razionale delle condotte manipolative.

Abbiamo raggruppato le più importanti tecniche manipolative impiegando una categorizzazione binaria incentrata sulla natura *operativa* o *informativa* della turbativa dolosa dei corsi azionari. In realtà, una più approfondita riflessione ci conduce a riconsiderare la classificazione operata nei paragrafi precedenti a fini espositivi: i casi concreti di manipolazione, sia sul mercato americano, sia su quello italiano,

(75) La fattispecie è riportata da AGGARWAL R.K.-WU G., *Stock*, cit., 18 ss. Essi rilevano come la manipolazione si sia sostanziata nell'utilizzo di conti intestati a prestanome tramite i quali effettuare operazioni che creassero l'impressione di un rilevante numero di scambi, nella diffusione di false informazioni e *rumors* e nell'acquisto di rilevanti quantità di titoli per creare l'impressione di transazioni assistite da informazioni e non puramente speculative.

testimoniano come la manipolazione mediante la diffusione di informazioni ingannevoli può nascondersi dietro il compimento di un'operazione di borsa effettiva. Nel mercato finanziario l'«*agire*», effettuando un'operazione, è una *species* del «*comunicare*»; al manipolatore basta dare risonanza alla propria transazione – cioè effettuare una comunicazione non verbale – per suscitare una reazione irrazionale negli altri investitori (76), poiché spesso il comportamento di questi ultimi risponde più alle impressioni suscitate da certi eventi, a ondate di entusiasmo o voci, che alle prospettive di reddito della società quotata.

La difficoltà di *classificare* le varie tecniche manipolative, a dire il vero, si è sempre accompagnata al problema di *definire* in via generale in cosa consista la manipolazione del mercato. Peraltro, quello classificatorio non rappresenta un ostacolo di poco momento, dato che la classificazione, come operazione di riduzione delle differenze, è un presupposto imprescindibile per lo studio scientifico di un argomento.

Le opzioni di classificazione dei fenomeni manipolativi sono varie, ma tutte controvertibili per un serie articolata di motivi. Le tecniche di manipolazione non si ripetono mai uguali a sé stesse, sono in continua combinazione reciproca, di modo che si possono solo rinvenire degli elementi comuni, *frequentemente presenti*, ma che non costituiscono fattori *indefettibili* di una categoria (77).

Ogni distinzione è costretta a relativizzarsi perché la condotta che mira a distorcere il mercato, in un gioco di riflessi reciproci, è condizionata dal *tipo di titolo oggetto di aggressione* da parte della speculazione illecita. Più lo strumento finanziario è diffuso tra il pubblico degli investitori e più grande è la sua capitalizzazione, più si rivela difficile introdursi nelle dinamiche della sua quotazione per

(76) La dimensione comunicativa dell'operare sui mercati è sottolineata da THEL S., § 850,000, cit., 243 s.

(77) Sulla mutevolezza delle tecniche manipolative, HAZEN T.L., *The Law of Securities Regulation*, cit., § 12.1. Neppure il tipo di effetti di una manipolazione sono sempre i medesimi, poiché può verificarsi o meno il crollo delle quotazioni del titolo dopo che l'attività manipolativa è cessata o, ancora, solo in alcuni casi si verifica la restrizione del flottante di un determinato titolo sul mercato (il c.d. *flottante* indica la quota di capitale azionario non detenuta dall'azionista di riferimento o dal gruppo di controllo di una società, vale a dire la quota di capitale effettivamente circolante sul mercato. In Italia, la Consob fissa un limite minimo al flottante dei titoli quotati – oggi il 20% –, per garantire un livello di liquidità sufficiente al regolare svolgimento delle contrattazioni).

alterarne l'andamento: i costi dell'operazione speculativa si alzano enormemente, così come i rischi di ottenere esclusivamente perdite in esito alla manovra; la manipolazione *trade-based* è, proprio per questo, tendenzialmente orientata alla aggressione di *titoli meno diffusi* (78). Se lo *studio* delle turbative dolose del mercato non tiene conto del ruolo giocato dall'oggetto della manipolazione, esso rischia di generare degli errori di analisi: potrebbe, ad esempio, portare ad estendere a tutte le ipotesi di manipolazione mediante operazioni effettive le riserve circa la reale profittabilità di tale forme di speculazione, che sono giustificate, invece, solo in relazione ai titoli a più larga capitalizzazione.

Un ulteriore profilo di difficoltà che si incontra nell'identificare e classificare le varie forme di manipolazione del mercato deriva dalla *variabilità del contesto di riferimento*, che svolge un ruolo molto importante nella definizione dei caratteri concreti della speculazione illecita. La struttura del mercato e la tipologia degli operatori che effettuano transazioni in concomitanza alla manipolazione si riflettono sulla frequenza e sui caratteri della condotta manipolativa.

Ad esempio, con riferimento alla *tipologia degli operatori* che agiscono in concomitanza con il manipolatore, la presenza di *information seekers* (operatori che cercano informazioni finanziarie per sfruttarle poi in anticipo rispetto a tutti gli altri investitori), rende più agevole la manipolazione del mercato, poiché lo schema manipolativo si può avvalere della distorsione delle funzioni svolte da tali soggetti: costoro normalmente aumentano l'efficienza del mercato, spingendo i prezzi dei titoli ai livelli indicati dalle informazioni possedute dai soggetti più informati (79). Nei casi in cui siano però in atto strategie manipolative, gli *information seekers* divengono una leva molto facile da manovrare, una volta ingannati, per distorcere i prezzi di uno strumento finanziario (80): essi sono infatti particolarmente reattivi

(78) È significativo di un rischio di subire una manipolazione il fatto che alcuni titoli non siano sostituibili con altri. La domanda e l'offerta di questi titoli non sono, infatti, perfettamente elastiche e ciò rende questi strumenti inclini a venire sottoposti ad un controllo da parte di un operatore di rilevanti dimensioni che possa esercitare su di esse una *prae pressure* (cfr. FISCHEL D.R.-ROSS D.J., *Should*, cit., 516). Qualora siano presenti dei titoli che possano sostituire quello preso di mira dal manipolatore, l'operazione manipolativa *trade-based* non si rivela, viceversa, idonea ad influenzare il prezzo, poiché alla riduzione dell'offerta di quello strumento finanziario, gli altri operatori convogliano la loro attenzione sui titoli sostituibili, cfr. THEL S., § 850,000, cit., 224 s. e *ibid. iiii. cit.*

(79) Secondo AGGARWAL R.K.-WU G., *Stock*, cit., 10, gli *information seekers* aumentano l'efficienza del mercato solo se sono numerosi.

(80) Come notato da AGGARWAL R.K.-WU G., *Stock*, cit., 1 ss. Questa particolare categoria di operatori, detti anche *arbitrageurs*, cercano di approfittare di differenze di prezzo

rispetto ai *rumors* (81) che i manipolatori possono diffondere contestualmente all'esecuzione del proprio progetto illecito (82).

Con riferimento ai caratteri del mercato, invece, un sistema di scambi piccolo e non liquido (in cui è più difficile convertire lo strumento finanziario in denaro) viene più frequentemente manipolato e ciò accresce proporzionalmente la probabilità che la manipolazione a sua volta generi la volatilità del titolo oggetto di speculazione illecita (83); in particolare, secondo le stime di uno studio statunitense del 2003, più del 50% delle azioni manipolate sono solitamente *penny stocks*, cioè titoli con un basso volume di scambio e minima capitalizzazione (84).

per titoli simili o tra mercati affini: e cercando il prezzo migliore, essi sono indotti ad 'abboccare' facilmente a un prezzo alterato, al fine di trarre un profitto differenziale immediato. Certamente, la presenza di manipolatori determina la progressiva riduzione dei profitti degli *information seekers* fino alla determinazione di rilevanti perdite, così che nel medio periodo questi ultimi sono indotti ad uscire dalle contrattazioni, determinando un complessivo collasso della capacità informativa del mercato.

(81) Il *rumor* è sostanzialmente una voce che riporta un sospetto di cui si fa trasparire la fondatezza; voce camuffata da indiscrezione anonima e senza conferma ufficiale. Sul punto, v. VIZZARDI M., *Manipolazione del mercato: un "doppio binario" da ripensare?*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 2006, 713.

(82) La presenza di soggetti (gli *information seekers*) che, scommettono sulla bontà delle proprie intuizioni in ordine alla natura non manipolativa delle operazioni del manipolatore, rende carica di profitti lo schema fraudolento: in un primo momento il manipolatore compra un titolo e ne alza il prezzo. Quando il manipolatore inizia a vendere, gli *information seekers* hanno già iniziato ad imitare il comportamento del manipolatore, generando una domanda che non solo mantiene alto il prezzo del titolo, ma può anche ulteriormente aumentarla, compensando ampiamente l'effetto depressivo del prezzo generato dalle vendite del manipolatore. Peraltro gli *information seekers* competono tra loro per acquistare quante più azioni possibile e, se il manipolatore ha contezza della presenza di tali soggetti, egli acquisterà un volume maggiore di azioni all'inizio del proprio piano per aumentare esponenzialmente i propri guadagni. Solo al termine della speculazione del manipolatore il prezzo scende, quando questi avrà già incamerato i profitti del proprio progetto. Per una dimostrazione dell'assunto, AGGARWAL R.K.-WU G., *Stock*, cit., 6 ss., 16.

(83) Sulla vulnerabilità alla manipolazione dei mercati piccoli e poco liquidi, AGGARWAL R.K.-WU G., *Stock*, cit., 23, basti pensare che il 47,89% dei casi registrati dai due AA. la manipolazione è avvenuta in contrattazioni *over the counter* ed il 33,81% su mercati regionali o non identificati.

(84) AGGARWAL R.K.-WU G., *Stock*, cit., 23. In senso conforme, constatando che sui *penny stocks* si verificano più frequentemente pratiche manipolative, cfr. THEL S., § 850,000, cit., 230 s. Vi è chi, però, contrasta questa affermazione, perché la scarsa liquidità di questi titoli determinerebbe un più alto *bid-ask spread*, cioè un aumento dei costi di transazione, che impedirebbero una proficua speculazione, cfr. FISCHER D.R.-ROSS D.J., *Should*, cit., 518. Il *bid-ask spread* dipende dal fatto che per ogni strumento finanziario non esiste un solo prezzo, poiché l'attività di intermediazione finanziaria determina in ogni momento due prezzi: il prezzo dell'offerta e quello della domanda. Il prezzo di offerta è quello più alto al quale, chi intende vendere i propri titoli, riesce ad individuare un compratore; il prezzo della domanda è quello più basso al quale, chi intende comprare, riesce a rintracciare un venditore. Questo fenomeno dipende dal fatto che l'incrocio tra domanda e offerta non avviene sempre simultaneamente, così gli intermediari devono essere ricompensati perché

Un mercato piccolo e con scarsa liquidità è per definizione *inefficiente* e, solitamente, i piccoli mercati hanno un minore numero di obblighi di trasparenza per le società ivi quotate, il che, unito ad un minor controllo pubblico, costituisce un ambiente estremamente favorevole per condotte manipolative.

La dimensione ridotta e l'illiquidità del mercato, quali 'fattori favorevoli' della manipolazione del mercato, devono essere adeguatamente compensati da un adeguato complesso di regole concernenti la *disclosure* di informazioni rilevanti e regole di condotta concernenti le operazioni di *trading*: ad esempio il *Nasdaq SmallCap Market*, nonostante le ridotte dimensioni e la scarsa liquidità che lo connota, ha conosciuto pochi casi di manipolazione, proprio perché segue gli *standards* normativi e di controllo del *Nasdaq National Market* (85).

Si può ben comprendere perché non vi sia alcun accordo su una classificazione con cui mettere ordine nella molteplicità di tecniche manipolative; è possibile, però, essenzialmente individuare due grandi opzioni che si fronteggiano, la prima che conduce ad una classificazione *bipartita*, mentre la seconda porta ad una *tripartizione*.

- a) La prima classificazione distingue limpidamente tra forme di manipolazione basate sulla *diffusione di un'informazione falsa* o tendenziosa concernente un titolo (*information based manipulation*) (86) e forme di manipolazione incentrate su un'operazione di *negoiazione, reale o fittizia che sia* (*market based manipulation*) (87). In una 'variante', posta la distinzione tra *information based manipulation* (manipolazione informativa) e *price manipulation* (manipolazione dei prezzi), quest'ultima viene ulteriormente articolata tra *trade based manipulation* (manipolazione mediante operazioni effettive), *market power manipulation* (manipolazione mediante abuso di un potere di

per un certo periodo di tempo tengono presso i propri conti una certa quantità di strumenti finanziari che rimangono invenduti fino a che non possa avvenire l'incrocio tra ordini in acquisto e ordini in vendita; questi ultimi verranno eseguiti ad un prezzo più alto di quello al quale è avvenuto l'acquisto da parte dell'intermediario *market maker* (cfr. THEL S., § 850,000, cit., 234 s.).

(85) Questa è la spiegazione fornita da AGGARWAL R.K.-WU G., *Stock*, cit., 24.

(86) Per tutti, sulla pratica di diffondere, nel mercato in cui si sta operando, voci sulle proprie attività di *trading* cfr. VAN BOMMEL J., "Rumors", in 58 *J. Fin.*, 2003, 1499 ss.

(87) Per questa classificazione cfr. MINENNA M., *L'individuazione di fenomeni di abuso di mercato nei mercati finanziari: un approccio quantitativo*, in *Quaderni di finanza*, 54, 2003, 5. Sostanzialmente conforme all'accennata distinzione binaria tra manipolazione informativa e manipolazione operativa, nell'interpretazione della struttura dell'art. 185 t.u.f. e dell'art. 2637 c.c., cfr. AMATI E., *La disciplina della manipolazione del mercato tra reato ed illecito amministrativo. Primi problemi applicativi*, in *Giur. comm.*, 2007, 994.

mercato e *contract based manipulation* (manipolazione mediante l'esercizio di diritti contrattuali) (88): il dato aggiuntivo evidenziato da quest'ultima classificazione, tramite la categoria della *contract-based manipulation*, è che l'obiettivo perseguito dal manipolatore può non essere la *mera speculazione sulla variazione di un prezzo*, ma l'*esercizio di diritti contrattuali* che divengono azionabili solo se viene fatto registrare una certa quotazione dal titolo oggetto, in via immediata, dell'azione manipolativa (89).

- b) La classificazione *tripartita* più nota, peraltro la più utilizzata in Italia (90), è quella che distingue *information-*, *action-* e *trade-based manipulation* (rispettivamente: manipolazione mediante informazioni fuorvianti, compimento di operazioni materiali, esecuzione di transazioni effettive). Entro la tricotomia la categoria della *trade-based manipulation* assume valore residuale – tanto che per alcuni Autori andrebbero elaborate al suo interno ulteriori ripartizioni (91) – ed al contempo presenta i caratteri più problematici, principalmente attinenti alla illiceità delle condotte riconducibili a quest'ultima forma di manipolazione (92).

Mentre la prima opzione classificatoria, come vedremo al paragrafo successivo, denota una certa efficacia rappresentativa, la seconda si

(88) In Italia, questa tassonomia è ripresa da MAGRO M.B., *Price*, cit., 864 ss.

(89) Recentemente, Avgouleas ha proposto una variante tra le possibili classificazioni, distinguendo tra: 1) manipolazione basata sulla *diffusione di informazioni*; 2) manipolazione basata sulla conclusione di *transazioni fittizie* (utilizzando il lessico della *section 118 (6) FSMA* e dell'art. 1(2)(b) della direttiva 2003/6/CE, l'A. parla di *Artificial Transactions*); 3) *manipolazione dei prezzi*, a sua volta articolata in i) manipolazione tramite la conclusione di negozi effettivi; ii) abuso di un potere di mercato (lett.: *market control*); iii) manipolazione basata sull'azionamento di clausole di contratti collegati ad un dato strumento finanziario (*contract-based manipulation*). Cfr. AVGOULEAS E., *The Mechanics*, cit., 119 ss.

(90) In Italia, FABRIZIO S.-TROVATORE G., art. 181, in Rabitti-Bedogni C. (a cura di), *Il testo unico dell'intermediazione finanziaria: commentario al d. lgs 24 febbraio 1998*, n. 58, Milano, 1998, 1001; di recente, VIZZARDI M., *Manipolazione*, cit., 712.

(91) L'esigenza di una più compiuta articolazione della classificazione è espressa, tra gli altri, da BAGNOLI B.L.-LIPMAN M., *Stock Price Manipulation through Takeover Bids*, in 27 *The Rand J. Econ.*, 1996, 127.

(92) Nel sistema normativo statunitense, il *Securities and Exchange Act* ha, ad esempio, posto fuori legge molte tipologie di condotte riconducibili all'*action-* ed all'*information-* based manipulation, spesso accomunate nella dottrina e giurisprudenza americana entro il concetto di *fraud*, ma risulta molto meno chiaro l'atteggiamento dell'ordinamento in ordine alle condotte *trade-based*. Cfr. CHATTERJEA A.-CHERLAN J.A.-JARROW R.A., *Market Manipulation and Corporate Finance: A New Perspective*, in 22 *Fin. Manag.*, 1993, 202.

espone ad alcune critiche e pertanto non riteniamo opportuno adottarla. In primo luogo, nella modellistica di Allen e Gale, la forma dotata di una minore autonomia concettuale è quella della manipolazione *action based*: essa consisterebbe in condotte materiali (quindi non negoziali) tenute *fuori mercato*, ma che *sul mercato* rileverebbero per i loro effetti riflessi, perché di tali operazioni arriva notizia agli operatori (93); ne deriva che l'*action based manipulation* è una forma di *information based manipulation*. Posto che l'*action based manipulation* ha un effetto manipolativo solo se di tali operazioni materiali viene data notizia al mercato, si tratta, infatti, di forme di alterazione delle quotazioni *legate alla comunicazione* (indiretta) di informazioni (94).

Ulteriormente, resta fuori dallo spettro dell'*action-based manipulation* ogni operazione materiale che influisca *direttamente* sul prezzo di un titolo: si tratta, ad esempio, di ipotesi di *corners* o *squeeze* in cui vi è possibilità di influenzare una quotazione (in particolare di un derivato), restringendo (al di fuori del mercato) la domanda o l'offerta di un prodotto materiale collegato allo strumento finanziario (95).

(93) Si veda il caso della *American Steel and Wire Company*, citato da ALLEN-GALE, *Stock Price Manipulation*, in 5 *Rev. Fin. Stud.*, 1992, 504: uno stabilimento produttivo è stato chiuso per creare un ribasso delle azioni della società gerente; verificatosi il ribasso, le azioni sono state comprate al minor prezzo possibile, dopodiché lo stabilimento è stato riaperto.

(94) Anche Kose e Narayanan classificano la ricerca di Benabou e Laroque (BENABOU R.-LAROQUE G., *Using privileged information to manipulate markets: Insiders, Gurus and Credibility*, in 107 *Q. J. Econ.*, 921 ss.), che considerano la manipolazione tramite la *diffusione di false informazioni*, come concorrente condotte di *action based manipulation*, cfr. KOSE J.-NARAYANAN R., *Market Manipulation and the Role of Insider trading Regulations*, in 70 *J. Bus.*, 1997, 219. Peraltro, va accennato, che la dottrina italiana ha unanimemente tradotto la categoria dell'*action-based manipulation* con quella delle *operazioni simulate*, mentre la dottrina americana (Bagnoli e Lipman) ha, invece, esemplificato questa forma di manipolazione attraverso *offerte di rilevamento di una società*, cfr. BAGNOLI M.-LIPMAN B.L., *Stock*, cit., 14 ss. Nella riflessione di Bagnoli e Lipman, il fulcro dell'operazione manipolativa consiste nella *comunicazione della volontà di rilevare la società*, effettuata da parte del manipolatore che ha acquistato precedentemente delle azioni: ne deriva ancora una volta che, seguendo la classificazione di Allen e Gale, questa condotta dovrebbe, quindi, essere classificata come un'operazione *information based*. In realtà, tale condotta viene ritenuta un'ipotesi di *action-based manipulation*, perché si considera la comunicazione al pubblico come un'operazione non negoziale, effettuata fuori dal mercato, benché diretta agli investitori.

(95) Dato che la manipolazione mediante la conclusione di effettivi negozi finanziari implica la spendita di un significativo potere di mercato, cioè lo spostamento di ingenti risorse tramite l'operazione, la *trade-based manipulation* viene da alcuni chiamato anche *size-based manipulation* (manipolazione basata sulle 'dimensioni' dell'operazione finanziaria). Parlano di *size-based manipulation* CHATTERJEA A.-CHERLAN J.A.-JARROW R.A., *Market*, cit., 204.

5. *La doppia anima della manipolazione*: inganno rispetto al mercato vs. costrizione economica delle controparti contrattuali. *Una proposta di identificazione del fenomeno illecito e di classificazione delle tecniche manipolative.*

L'idea che la manipolazione del mercato costituisca un fenomeno unitario pare estremamente pernicioso, oltre che falsa; allo stesso modo, è fuorviante la convinzione che le varie tecniche di manipolazione siano modelli puri che si manifestano con caratteristiche pressoché identiche: la manipolazione si concretizza, per lo più, come il risultato della commistione di varie moduli operativi. L'analisi di tale patologia del mercato deve procedere dal presupposto che qualunque categorizzazione è tendenziale e dalla consapevolezza che ogni modellistica è il risultato di un'astrazione: le manovre di aggrottaggio presentano componenti riconducibili a più tecniche di alterazione dei prezzi, sicché, per la classificazione entro qualunque tassonomia, è necessario verificare quale sia la componente prevalente.

Metodologicamente, pare corretto il tentativo di razionalizzare entro una tassonomia le varie forme di manipolazione dei mercati che la prassi finanziaria offre all'osservatore: non si tratta di sovrapporre uno schema classificatorio economicistico alle fattispecie che la normativa comunitaria ed il legislatore nazionale hanno predisposto, bensì di comprendere – riducendone, per quanto possibile, la complessità – quale sia il fenomeno empirico disfunzionale rispetto ai mercati che le norme penali e punitive cercano di tipizzare (96).

Le varie tecniche di manipolazione si polarizzano tra due estremi:

- a) la *diffusione dell'informazione falsa o fuorviante* (97), inoculata nel mercato direttamente – tramite la comunicazione di notizie – o

(96) Di diverso avviso sembra essere PREZIOSI S., *La manipolazione di mercato*, Bari, 2008, 86, nt. 124.

(97) Identificare un'informazione come fuorviante significa verificare il tipo di effetto rappresentativo che essa produce: se il destinatario ha o no una rappresentazione distorta della situazione di riferimento. Cfr., in questo senso, CONTI L., *Rialzo e ribasso*, in *Noviss. dig. it.*, XV, Torino, 1968, 845.

indirettamente, abusando della componente comunicativa insita in ogni operazione di mercato (98);

- b) lo *sfruttamento di un potere di mercato*, in cui i manipolatori mirano ad agire direttamente sul prezzo, senza dipendere dal comportamento degli altri operatori (99).

Rispetto alla *diffusione di informazioni false e fuorvianti*, occorre notare come nei mercati finanziari la comunicazione non passi solo attraverso una forma *dichiarativa* (diffusione di comunicati al pubblico o dichiarazioni alla stampa), ma anche mediante una modalità *operativa*, per *'facta concludentia'*: l'aspetto *comunicativo* delle operazioni di mercato è una delle chiavi di lettura più comuni per spiegare l'impatto sul prezzo di alcune pratiche manipolative basate su operazioni effettive (100). In una situazione in cui gli operatori nutrono una diversa percezione del valore di uno strumento finanziario, il manipolatore è in grado di agire sulla rappresentazione che gli altri si costruiscono in ordine alle attività finanziarie che egli ha compiuto (101).

Focalizzando l'attenzione sulle turbative basate sullo *sfruttamento di un potere di mercato*, è da notare che il manipolatore restringe la concorrenza, divenendo l'*unico* operatore in grado di influenzare i prezzi: se il mercato fosse concorrenziale non vi sarebbe possibilità per gli agenti di

(98) Sottolinea come le condotte manipolative punibili esprimano una componente comunicativa, di recente, MUCCIARELLI F., *Gli illeciti di abuso di mercato, la responsabilità dell'ente e l'informazione*, in *Riv. trim. dir. pen. ec.*, 2008, 845 s.; per primo in Italia, sul punto, PEDRAZZI C., *Problemi del delitto di aggrottaggio* (1958), ora in *Diritto penale*, IV, Milano, 2003, 48.

(99) Una distinzione di questo tipo è adottata anche da Preziosi (*La manipolazione*, cit., 63), il quale, però, ritiene che il carattere differenziale attenga, da una parte, al profilo della condotta, dall'altra alla morfologia dell'offesa: l'esercizio di una posizione dominante non manifesterebbe, infatti, carattere fraudolento e non necessariamente danneggerebbe i singoli investitori o l'efficienza informativa del mercato o la stabilità degli emittenti (come nel caso della manipolazione mediante operazioni fittizie e ingannatorie), ma si caratterizzerebbe per una chiusura del mercato stesso, riducendo la libertà economica degli altri operatori (67 s.). A nostro parere, invece, i due principali tipi di manipolazione sono entrambi, anche se attraverso diversi percorsi, caratterizzati da una nota di artificiosità che si rivela lesiva (in senso lato, dato che una offesa intesa come perdita patrimoniale è difficile da riscontrarsi) del mercato, tanto a livello di trasparenza, quanto a livello di liquidità, quanto in termini di fiducia degli altri operatori.

(100) Sull'aspetto comunicativo della manipolazioni *trade-based*, cfr. THEL S., § 850,000, cit., 240 s.

(101) Sottolineano come l'inganno consista nel far sorgere negli altri operatori un'errata rappresentazione della condotta del manipolatore, FOSTER D.-VISWANATHAN S., *Strategic Trading when Agents Forecast the Forecast of Others*, in 51 *J. Fin.*, 1996, 1437 ss.



influenzare il prezzo (essi sono dei meri 'price takers', cioè operatori che si limitano a prendere atto dei prezzi dei titoli che scambiano) (102). Questa tipologia di manipolazione si articola in una componente di *abuso di un'informazione privilegiata* (il manipolatore è l'unico a conoscere le reali dimensioni della propria posizione su un titolo, su uno strumento derivato o su una merce sottostante ad un derivato) e nel *compimento di operazioni effettive a condizioni inique* con gli altri operatori, i quali non avrebbero concluso le proprie transazioni se avessero conosciuto la situazione effettiva degli scambi (103). L'abuso di condizioni di mercato si presenta, esteriormente, come la *pura esecuzione di transazioni da parte di soggetti che abbiano dimensioni rilevanti in rapporto agli altri operatori*, anche a prescindere da un precedente 'rastrellamento' di azioni, ma acquista comunque rilevanza penale *quando si accompagna ad una complessiva attività di occultamento e quindi di falsificazione della reale situazione finanziaria* (104).

Da quanto detto emerge un elemento utile per la definizione *ad usum poenale* del concetto di manipolazione del mercato che abbiamo auspicato affrontando le insufficienze delle definizioni tanto 'soggettivistiche' quanto 'oggettivistiche' di questo fenomeno illecito (105).

(102) La constatazione è di MINENNA M., *L'individuazione*, cit., 10.

(103) Esempio il caso, peraltro lineare nella propria struttura, della *Paravant Computer Systems Inc.*, in cui un soggetto rilevante nel mercato (un *broker-dealer* preposto alla quotazione della *Paravant Computer Systems*) ha ristretto l'offerta di un titolo, al contempo sollecitandone l'acquisto da parte dei propri clienti (diversi dai risparmiatori individuali) alla condizione che poi essi restituissero all'intermediario gli strumenti acquistati: l'intermediario si è così accaparrato una grande quantità di titoli da vendere ai piccoli risparmiatori per poi lucrare sul prezzo gonfiato dalla manovra. Sulla fattispecie v. AGGARWAL R.K.-WU G., *Stock*, cit., 19 s.

(104) È nota la posizione di Pedrazzi, che riteneva esulassero della nozione di artificio le speculazioni basate sullo sfruttamento di un potere di mercato, ammettendone la riconducibilità all'art. 501 c.p. qualora fossero «accompagnate con accorgimento atti a diffondere interpretazioni fallaci della realtà economica sottostante, in modo da stimolare reazioni sfasate rispetto alla vera situazione di mercato» (PEDRAZZI C., voce *Turbativa dei mercati*, in *Dig. disc. pen.*, XIV, Torino, 1999, ora in *Diritto penale*, IV, Milano, 2003, 117 s.). È vero che l'A. alludeva a situazioni in cui veniva manifestata al mercato una situazione di restrizione della domanda o dell'offerta in realtà inesistente, mentre noi ci riferiamo a comportamenti opposti, in cui la restrizione degli scambi viene occultata, ma ciò non toglie che si tratti di comportamenti del medesimo tipo, cioè artificiosi, seppure di segno contrario.

(105) Cft. *supra*, in questo capitolo, § 2.3.

Nella consapevolezza di un elevato margine di discontinuità all'interno delle diverse forme di manipolazione, è necessario riconoscere che vi è, però, tra di esse un comune denominatore: in entrambe le categorie appena rilevate, è presente una componente di *rappresentazione fraudolenta dello stato del mercato*. Ad esempio, nelle pratiche di manipolazione basate sulla componente comunicativa della transazione finanziaria simulata – come i *matched orders* (il compimento di operazioni incrociate di segno uguale e contrario) (106) – sono *l'identità degli attori della transazione e la quantità di titoli effettivamente scambiati* a venire celati agli altri operatori. Nel caso della manipolazione tramite abuso di potere, tale rappresentazione viene alterata mediante il *nascondimento della situazione di monopolio* da cui il mercato è affetto; non si tratta, però, di rendere penalmente rilevante il mero silenzio tenuto da un operatore 'sui propri affari': il punto è che in questo caso viene celata una condizione strutturale del mercato che rende iniquo ogni successivo contratto sottoscritto dagli investitori che vi accedono (107).

(106) Come già detto, *washed sales* e *matched orders* si concretizzano nel compimento di operazioni fittizie, ma soltanto la prima (*washed sales*) si caratterizza per l'assenza di un qualsiasi mutamento della titolarità giuridica dei titoli oggetto dell'operazione.

(107) È stato sostenuto che gli altri operatori che entrano in un mercato vulnerabile ai *corners* ed agli *squeezes* possono conoscere in anticipo questo rischio, cautelandosi contro eventuali danni mediante una modifica delle condizioni di negoziazione (sul punto, cfr. FERRARINI G., *La nuova disciplina europea dell'abuso di mercato*, in *Riv. soc.*, 2004, 49), ma la *prevedibilità astratta* di un fenomeno di abuso di posizione è ben diversa dalla conoscenza che una *concreta* posizione di dominio sul mercato è stata costituita dalla propria controparte contrattuale: le dimensioni della controparte e la condizione di costrizione in cui ci si viene in concreto a trovare difficilmente possono essere previste con precisione; ne deriva che i rimedi preventivi che possono essere predisposti sono ben difficilmente adeguati ai caratteri della situazione concreta e, quindi, a prevenire un danno economico. Scettico su un'impostazione che lasci agli attori del mercato la difesa verso fenomeni di abuso di una posizione dominante, PIRROG S.C., *The Self-Regulation*, cit., 143 ss., 196 ss., il quale propende (197-198) per una forma di regolamentazione pubblica non preventiva, ma successiva al verificarsi della manipolazione: «According to Shavell, these conditions make ex post enforcement more efficient than ex ante regulation. The high probability of detection of a harm and the ability to impose large penalties on manipulators vitiates the need to take preventative or act-based measures. Moreover, the small probability of mistaken conviction implies that ex post intervention will not demoralize legitimate users of futures markets. In addition, harm-based sanctions respond naturally to changes in conditions that make manipulation more or less profitable in ways that ex ante restrictions cannot. Finally, ex ante regulation requires the employment of substantial resources to monitor trader conduct, but ex post regulation requires enforcement expenditures only in the event of a manipulation. Since the probability of manipulation will be small if the appropriate penalties are chosen, the expected value of these enforcement expenditures will be small as well».

Il manipolatore può permettersi di fissare le condizioni di negoziazione di uno o più titoli solo grazie alle proprie dimensioni 'fuori scala' rispetto alla media degli operatori del mercato, ma egli però deve tener celate le proprie dimensioni, affinché le possibili controparti contrattuali, avvedendosi, non fuggano da quel mercato iniquo.

Tutte le forme di manipolazione sono tali in quanto le operazioni che le compongono, pur potendo essere – *isolatamente considerate* – *lecite*, costituiscono – in una *visione complessiva* della *manovra* – un *artificio illecito*, consistente nel nascondimento delle reali ragioni economiche sottese alla variazione (o alla stabilizzazione artificiosa) del prezzo. L'artificio assume quindi, anche nelle manipolazioni basate sullo sfruttamento di un potere di mercato, l'aspetto del nascondimento di un'informazione rilevante, che muta il senso complessivo della situazione *del mercato* di uno o più *titoli*. Il nascondimento ha, cioè, lo stesso effetto ingannevole di una condotta fraudolenta di diffusione di notizie false, poiché in entrambi i casi il mercato percepisce una situazione alterata della realtà e, fuorviato da questo errore, raggiunge un equilibrio allocativo degli investimenti complessivamente inefficiente. Date queste premesse, anche la creazione di un monopolio 'situazionale' – che cioè appare e scompare rapidamente, poiché il manipolatore ha sfruttato la propria posizione su un mercato collegato o la momentanea mancanza di concorrenza – certo non può trovare motivo di legittimazione. Correttamente si ritiene che quest'ultima situazione non possa rientrare nella normativa *antitrust* (in cui il concetto di 'posizione dominante' è antitetico rispetto a un potere di mercato effimero, che può estrinsecarsi anche nell'arco di un ridotto numero di negoziazioni) (108), né nell'ambito applicativo dell'art. 501-*bis* c.p., ma, altrettanto correttamente, occorre ammettere che si tratta di posizioni di vantaggio

(108) Si veda ORSI L., *Gli "artifici" costitutivi dell'elemento oggettivo dei delitti di agiotaggio (art. 2637) e di manipolazione del mercato (art. 185 TUF)*, in *La responsabilità amministrativa delle società e degli enti*, 2008, 108 ss., il quale afferma l'inesistenza di un diritto di influenzare 'a piacimento' i prezzi, ma anche di un legittimo potere di mercato il cui unico limite sarebbe costituito dal rispetto dell'art. 501-*bis* c.p. e della normativa *antitrust*. Quest'ultima è la posizione di Pedrazzi (PEDRAZZI C., voce *Turbativa*, cit., 111), il quale riteneva che rientrassero *di per sé* nel concetto di artificio non tutte le manovre monopolistiche o comunque incentrate sul potere economico di influenzare un prezzo, agendo sulla domanda o sull'offerta di un titolo, ma solo quelle accompagnate da una rappresentazione artificiosa della situazione di mercato.

che nascono grazie a manovre occulte del manipolatore, che, potendo cagionare un'errata percezione della *realtà di mercato*, sono riconducibili *all'artificio* penalmente rilevante di cui all'art. 185 t.u.f. o, nel caso di emittenti non quotati, di cui all'art. 2637 c.c.

Ci sentiamo di concordare con quanto sostenuto da alcuni Autori, che, riconducendo la nozione di artificio all'attitudine ingannatoria della condotta, traggono la conseguenza che le operazioni che pure destabilizzano il prezzo di un titolo non sarebbero tuttavia illecite quando siano accompagnate da un tasso di trasparenza tale da neutralizzarne ogni connotazione di fraudolenza. L'impiego di un potere di mercato sarebbe pertanto lecito, *perché non artificioso*, quando *esposto allo sguardo* degli altri investitori (109), quando cioè l'impennata di un titolo (o il suo crollo) non possa essere confuso con un rialzo (o un ribasso) dovuto ad un effettivo aumento (o diminuzione) di interesse da parte del mercato nel complesso, ma sia invece chiaro che la variazione consegua ad un unico, *rilevante*, ordine di acquisto (o vendita).

La trasparenza richiesta per non indurre comportamenti errati da parte degli altri investitori deve essere intesa 'a tutto tondo': la giurisprudenza ha, recentemente, sottolineato come, pur senza artifici ed espedienti volti a nascondere l'identità del soggetto realmente interessato alla negoziazione, sussiste una condotta fraudolenta quando si sfruttino i meccanismi di formazione elettronica dei prezzi sul mercato (110). Ulteriormente, occorre dire che conoscere l'identità del soggetto che compie l'operazione in grado di modificare il prezzo di un

(109) È questa la posizione di MUCCIARELLI F., *Agiotaggio*, in Alessandri A. (a cura di), *Il nuovo diritto penale delle società*, Milano, 2002, 430.

(110) Cfr. Trib. Milano, 11 novembre 2002, in *Riv. trim. dir. pen. ec.*, 2003, 747; la sentenza del Tribunale di Milano si riferisce alla pratica del *marking the close* tale espediente è di per sé idoneo a fornire al pubblico falsi segnali, rialzisti o ribassisti, poiché viene influenzato il prezzo finale di un titolo, che solitamente è quello che viene diffuso anche attraverso i *media*. La pronuncia del Tribunale di Milano ora citata è stata confermata dalla Corte d'Appello del capoluogo lombardo, cfr. C. App. Milano, 31 marzo 2004 e da Cass., sez. V, 25 gennaio 2005, (entrambe le pronunce sono riportate in *Banca, Borsa tit. trad.*, 2006, 265 ss.): in particolare la Corte del secondo grado di giudizio ha affermato (276) come rientri nell'art. 2637 c.c. lo specifico artificio in parola, in quanto in grado di fuorviare gli investitori con lo scopo di rivendere al più presto possibile, alla riapertura della seduta di borsa, i titoli acquistati, prima che gli altri operatori possano mettere in atto una strategia adeguata. L'illiceità della pratica del *marking the close*, in assenza di attendibili spiegazioni economiche dell'operazione condotta a ridosso della chiusura, è sostanzialmente affermata anche di recente (Trib. Milano, sez. I, 7 gennaio 2008, in [www.dejure.giuffre.it](http://www.dejure.giuffre.it)).

titolo è compatibile con la natura fraudolenta dell'operazione stessa; continua, infatti, a mancare il dato cruciale: non è noto se l'operatore che agisce *possiede effettivamente delle nuove informazioni* sulla sopravvalutazione o sottovalutazione di un titolo ovvero *finge di averle*, mentre in realtà agisce senza disporre di alcun dato aggiuntivo sul reale valore di un titolo, mirando alla mera movimentazione del prezzo.

È questo dilemma, che agita gli animi di ogni operatore finanziario, il terreno su cui si 'gioca la partita' della fraudolenza della condotta: nella manipolazione, a differenza dell'*insider trading*, il manipolatore mira ad 'apparire' il più possibile sul mercato, a non celare affatto la sua attività di *trading*, egli non *nasconde* dunque *l'operazione*, ma si 'sovraesponde' per far credere al mercato di disporre di un'informazione esclusiva.

Ciò che rende artificiosa la condotta sul mercato finanziario è, insomma, la capacità di inviare, in qualsiasi modo, *falsi segnali al pubblico degli investitori*, anche tramite operazioni in sé perfettamente lecite (111): l'artificio si concretizza certamente in una condotta capace di *alterare dei prezzi*, ma la sua cifra connotativa consiste nell'essere un comportamento opaco e scorretto, dotato dell'*attitudine ad ingannare* il pubblico dei risparmiatori. Rispetto ad una azione così ridescritta, l'effettiva alterazione dei prezzi rappresenta un post-fatto che però, al contempo, fornisce la prova della fraudolenza dell'operazione. Se siano stati in concreto impiegati artifici 'innominati' è questione da risolvere con un accertamento *circolare ed orientato all'effetto* di diffusione di segnali fuorvianti al mercato. Il giudice, lungi dal limitarsi ad analizzare isolatamente la condotta dell'imputato per dedurne la natura manipolativa, deve identificare la tipicità dell'operazione complessiva e può giungere ad una conclusione certa solo dopo avere osservato gli effetti da quest'ultima prodotti sul mercato. Si tratta di una tipologia di illecito 'a forma libera', che deve correlarsi al contesto in cui si svolge: la

(111) Sull'artificiosità come idoneità a inviare falsi segnali al mercato, imprescindibile il rinvio a PEDRAZZI C., *Problemi*, cit., 81. In dottrina, più di recente, della stessa opinione AZZALI Giamp., *Lineamenti dei delitti di agiotaggio nell'attuale legislazione*, in *Riv. trim. dir. pen. ec.*, 1998, 769; SEMINARA S., *L'agiotaggio (art. 2637 c.c.)*, in Giarda A.-Seminara S. (a cura di), *I nuovi reati societari: diritto e processo*, Padova, 2002, 556; ACCINNI G., *OPA*, cit., 63; MELCHIONDA A., *Agiotaggio e manipolazione del mercato*, in Lanzi A.-Cadoppi A. (a cura di), *I reati societari*, Padova, 2007, 266.

manipolazione del mercato potrebbe, anzi, essere inquadrata come un'incriminazione 'ambientale', modello di tipizzazione già noto alla recente legislazione penale, impiegato quando un tipo di fenomeno criminale non possa essere identificato con precisione, in ragione della propria complessità strutturale e criminologica (112).

A conferma di tale impostazione possono essere citati recenti approdi giurisprudenziali: da ultimo, la nozione di artificio è stata ritenuta adeguata a definire anche comportamenti leciti, in sé, ma che *combinati tra loro*, ovvero in quanto integrati in un peculiare momento o luogo, distorcono la domanda o l'offerta di uno strumento finanziario, provocando un errore del pubblico sullo spontaneo e corretto processo di formazione dei prezzi (113). Nella situazione che ha dato modo al Tribunale di Milano di esprimersi in questo senso (114), la condotta speculativa risultava composta da più schemi tipicamente considerati manipolativi, in particolare risultavano presenti condotte di *wash sales* (operazioni incrociate aventi come controparte il medesimo centro di interessi) e *marking the close* (operazioni condotte a ridosso della chiusura delle contrattazioni per influenzare il prezzo di chiusura del titolo). Se le operazioni incrociate erano riconducibili pianamente alla fattispecie di cui all'art. 185 t.u.f. che si riferisce *espressamente* alle operazioni simulate – così infatti le considera il Tribunale – la restante parte dell'operazione degli imputati è stata considerata artificiosa *sulla base di circostanze attinenti al contesto* dell'operazione, alla *tempistica* (concentrazione delle operazioni a ridosso della chiusura delle contrattazioni), agli *interessi oggettivamente soddisfatti dall'operazione* illecita (esigenze di rappresentazione contabile della persona giuridica per la quale le persone fisiche hanno agito) e alla *modalità di realizzazione delle transazioni* sul mercato (elevanti volumi di scambio, ricorso a diversi intermediari finanziari diversi da quelli solitamente impiegati).

(112) Si pensi al paradigma dei reati a disvalore di contesto, l'associazione per delinquere di tipo mafioso, di cui all'art. 416 bis c.p.

(113) In questo senso Trib. Milano, 21 dicembre 2006, C.G. e V.A., in *Giur. Comm.* 2007, 1291.

(114) L'operazione speculativa condotta dagli imputati si è articolata in tre fasi. Dapprima vi è stata l'immissione di un ingente ordine di vendita dello strumento finanziario al più basso prezzo consentito per eliminare dal mercato tutte le proposte di acquisto dello stesso titolo. In un secondo momento, si è proceduto a compiere dei *wash sales*, immettendo domande di vendita e acquisto dello stesso titolo per la medesima quantità e a prezzo inferiore a quello fino ad allora registrato, utilizzando due diversi intermediari e disattivando la funzione di *cross order*, con il risultato che lo scambio fittizio ha concorso a determinare il prezzo di riferimento del titolo. Infine, è stata perpetrata una condotta di *marking the close*, immettendo un'ingente ordine di vendita a pochi istanti dalla chiusura delle contrattazioni. Si tratta, insomma, di una combinazione di comportamenti tesi, in prima battuta, a deprimere il corso dello strumento finanziario (nella specie si trattava di *warrant*) e, in seconda battuta, a mantenere il prezzo di chiusura a un livello di prezzo molto basso rispetto ai valori registrati prima dell'inizio delle operazioni.

PARTE II

LA MANIPOLAZIONE DEL MERCATO COME FENOMENO  
NORMATIVO

## CAPITOLO I

### IL MODELLO NORMATIVO 'ORIGINARIO': IL CONTROLLO DELLA MANIPOLAZIONE DEL MERCATO NELL'ORDINAMENTO STATUNITENSE

SOMMARIO: 1. Premessa. – 2. Le norme federali rilevanti per la repressione delle manipolazioni e delle frodi al mercato nel sistema statunitense. – 2.1. Le disposizioni 'chiave': le *section 9* e *10* e la *section 32(a)* del *Securities Exchange Act*. – 2.1.1. In particolare: la *section 9* e la definizione casistica dei comportamenti manipolativi. – 2.1.2. (segue) La *section 10*: la definizione della manipolazione mediante l'impiego di una norma in bianco. – 2.1.3. Le specifiche *defences* rispetto alla violazione penalmente rilevante delle disposizioni del *Securities Exchange Act*. – 2.2. Le altre fonti di incriminazione delle condotte finanziarie manipolative. – 3. Gli elementi caratterizzanti della repressione dei fenomeni manipolativi nel sistema statunitense. Sintesi. – 3.1. I elemento distintivo: la perdita di consistenza dell'intenzione nelle fattispecie penali concernenti le frodi finanziarie. Brevi considerazioni sul concetto di *mens rea*. – 3.1.1. La progressiva perdita di intensità della *mens rea* nelle incriminazioni relative alle *securities frauds*. – 3.1.2. La ricostruzione giurisprudenziale dell'elemento soggettivo nelle incriminazioni relative alle *securities frauds*. – 3.2. II elemento distintivo: la severità della risposta sanzionatoria penale rispetto alle *securities frauds*. – 3.2.1. La funzione comunicativa delle norme in materia di *securities frauds*. – 3.3. III elemento distintivo: l'*overcriminalization* delle condotte di *securities frauds* come convergenza di più incriminazioni nella repressione del medesimo fatto. – 3.4. IV elemento distintivo: la persecuzione di fatti di manipolazione del mercato tramite procedimenti paralleli di natura civile, penale ed amministrativa. – 3.4.1. Breve *excursus* sulla dinamica dell'*enforcement* in materia di *securities frauds*. – 4. Riflessioni conclusive: il giudizio di opportunità come chiave di volta del sistema di *enforcement* statunitense in materia di *securities frauds*.

#### 1. Premessa.

Dopo avere esaminato, da una prospettiva *fattuale*, i tratti costitutivi della manipolazione del mercato, ci accostiamo ora alla *valutazione*

*normativa* di tale tipologia di condotta, cominciando con l'esaminare l'ordinamento che da più tempo si confronta con questa pratica economica, quello statunitense, per poi addentrarci tra le norme deputate alla repressione delle turbative dei mercati nel sistema italiano.

Il confronto comparatistico a proposito della manipolazione del mercato è forzatamente ridotto ad un'indagine, 'a cavallo dell'atlantico', con l'ordinamento statunitense: la direttiva europea sugli abusi di mercato 2003/6/CE (e le direttive collegate) ha prodotto una marcata armonizzazione all'interno della Comunità e, contestualmente, ha ridotto, l'interesse per una comparazione *tra gli ordinamenti europei*. La direttiva sul *market abuse* fornisce una prospettiva privilegiata di indagine di un crescente processo di assimilazione, in materia di diritto penale dell'economia e non solo, tra i sistemi repressivi europei e quello statunitense, fenomeno che, nella dottrina del vecchio continente, si è ritenuto di etichettare con il termine *americanizzazione* (1).

L'indagine sul sistema statunitense e sulle tecniche da questo impiegate nella repressione degli abusi di mercato costituisce, peraltro, un'impresa assai ardua: il volto concreto ed attuale dell'assetto punitivo non emerge, infatti, dalla lettura delle norme, nemmeno se guardate con spirito sistematico, né dall'analisi delle pronunce delle Corti d'Appello o della Corte Suprema.

È opportuno a questo punto ricordare che il sistema giudiziario federale si articola su tre livelli: quello *inferiore* è costituito dalle Corti Distrettuali, quello *intermedio* dalle Corti di Appello ed al vertice si trova la Corte Suprema. Le Corti Distrettuali hanno una giurisdizione generale e sono competenti anche a riformare i provvedimenti di molte agenzie federali, posto che negli Stati Uniti non vi è un sistema speciale di tribunali amministrativi. In ognuno dei cinquanta Stati della Federazione hanno sede una o più Corti Distrettuali (ve ne sono, infatti, ad oggi, novantaquattro) e ogni Corte trova un limite invalicabile alla propria giurisdizione nei confini dello Stato in cui ha sede. Avverso la decisione di una Corte Distrettuale è dato ricorso alle Corti di Appello oppure, *omisso medio*, direttamente alla Corte Suprema. Le Corti d'Appello sono tredici: undici che hanno un ambito di competenza su base territoriale, in quanto giudici di secondo grado rispetto alle decisioni prese dalle Corti distrettuali che compongono un medesimo circuito;

(1) Il problema è stato tematizzato compiutamente da NIETO MARTIN A., *Américanisation ou européanisation du droit penal économique?*, in *Rev. sc. crim. dr. pen. comp.*, 2006, 767 ss.; ma v., già in precedenza, gli spunti di VOGEL J., *Politica criminal y dogmática penal europeas*, in *Rev. Pen.*, 2003, 139.

vi è poi una dodicesima Corte d'Appello, competente per il distretto di Columbia ed una tredicesima, denominata *United States Court of Appeals for the Federal Circuit* (istituita con il *Federal Courts Improvement Act* del 1982), alla quale si ricorre avverso le decisioni delle Corti federali specializzate (*Court of Federal Claims*, *Court of International Trade*, *Tax Court*). Avverso le pronunce delle Corti d'Appello è possibile ricorrere solo alla Corte Suprema (2).

Il momento applicativo decisivo è costituito dalle decisioni delle Corti inferiori e soprattutto da una fase addirittura precedente, che impedisce che le questioni giuridiche più interessanti arrivino a giudizio, selezionando ed estromettendo dal circuito penale la stragrande maggioranza degli illeciti. Ci riferiamo, da una parte, al frequentissimo ricorso ai vari istituti di *giustizia negoziale* statunitense (3), in cui la qualificazione giuridica dei fatti assume una veste contrattuale ed opportunistica, invisibile all'osservatore esterno, tanto più se proveniente da un diverso ordinamento e, dall'altra parte, alla selettività dell'*enforcement* di tali illeciti, che conosce anche una regolamentazione mediante le *guidelines* dettate dal *Department of Justice* (d'ora in avanti *Department of Justice*) ai vari *prosecutors* (4): si tratta di una direzione *politica*, attraverso le *Enforcement Priorities* o *Missions*, declamate dal *Department of Justice* ed indirizzate agli organi di investigazione e, più in generale, della stessa collettività (5). Deve, pertanto, ritenersi probabile che la *frequenza*

(2) Al sistema giudiziario federale si aggiunge poi quello *statale*, composto da tribunali che prendono vari nomi (tribunale distrettuale, tribunale superiore ecc.); sempre a livello statale vi sono poi corti di giurisdizione inferiore per le questioni di minore importanza. Al vertice del sistema giudiziario statale vi è la Corte superiore d'Appello, chiamata anche in diverso modo a secondo dello Stato; peraltro, in alcuni ordinamenti giudiziari statali sono state create delle Corti intermedie di appello, tra le corti di primo grado di generale giurisdizione e la Corte superiore dello Stato. Per un completo affresco della struttura del sistema giudiziario americano, cfr. FARNSWORTH E.A., *An Introduction to the Legal System of the United States*<sup>3</sup>, New York, 1996, 37 ss.

(3) Di recente, per un'approfondita analisi del modello statunitense di giustizia negoziale, cfr. CAPUTO M., *Il diritto penale e il problema del patteggiamento*, Napoli, 2009, 81 ss.

(4) Sulla struttura del sistema federale di *law enforcement*, cfr. ABRAMS N., *Federal Criminal Law Enforcement*, in Kadish S. H. (Ed.), *Encyclopedia of Crime and Justice*, New York-London, 1983, 779 ss.

(5) Dal punto di vista *normativo*, sono particolarmente significativi i compiti di direzione e coordinamento previsti dalle *sections* 533 e 534, *title* 28 *U.S. Code* ed attribuiti al capo del *Department of Justice*, *l'attorney general*. Per un'analisi dei poteri di indirizzo del *Department of Justice* ai *prosecutors* statali, cfr. DONAVAN L., *Justice Department's Prosecution Guidelines of Little Value to State and Local Prosecutors*, in 72 *J. Crim. L. & Criminology*, 1981, 967. Per un esempio di determinazione di *enforcement priorities*, cfr. il documento redatto nel 2002 dall'allora *attorney*

della manipolazione del mercato sia molto *maggiore* – e la *morfolgia* del fenomeno criminoso più *complessa* – di quella registrata dalle sentenze rese dai più alti organi giudiziari federali, poiché una grande parte di casi potrebbe essere confinato nella cifra nera della criminalità economica oppure estromesso prematuramente del sistema repressivo a seguito di *bargaining* (6); la repressione della manipolazione non conduce, infatti, ad un numero di casi giudiziari particolarmente numerosi, soprattutto di carattere *penale* (7). I casi effettivamente presi in considerazione da parte

general John Ashcroft ed intitolato *The Attorney General's Guidelines on General Crimes, Racketeering Enterprise and Terrorism Enterprise Investigations*; cfr. la seguente URL: [www.ignet.gov/pande/standards/prgschibitg.pdf](http://www.ignet.gov/pande/standards/prgschibitg.pdf). Il 15 gennaio 2009, in un'audizione presso la Commissione giustizia del Senato, l'attuale *attorney general* Eric Holder ha affermato che una delle priorità del momento per il *Department of Justice* è costituita dalla repressione delle *securities frauds* e delle *market manipulations*; il testo della relazione è disponibile, per la consultazione, al seguente indirizzo URL: [http://judiciary.senate.gov/hearings/testimony.cfm?id=3610&wit\\_id=7566](http://judiciary.senate.gov/hearings/testimony.cfm?id=3610&wit_id=7566). Sulla discrezionalità nell'esercizio della *prosecution* negli Stati Uniti e sui tentativi di razionalizzarla, anche mediante l'impiego di *guidelines*, cfr. ABRAMS N., *Prosecution: Prosecutorial Discretion*, in Kadish S. H. (Ed.), *Encyclopedia*, cit., 1272 ss.

(6) Il problema è ben chiaro ad AGGARWAL R. K.-WU G., *Stock Market Manipulation – Theory and Evidence*, 3, (reperibile alla seguente URL: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=474582](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=474582)), i quali sottolineano come il numero ridotto di casi di manipolazione conosciuti riflette probabilmente lo scarso ammontare di risorse di cui dispone la SEC nella propria attività di *detection*. Sull'*under-enforcement* delle disposizioni in tema di abusi di mercato cfr. HERTIG G.-KANDA H., *Related Party Transactions*, in Kraakman R.R.-Davies P.-Hansmann H.-Hertig G.-Hopt K.J.-Kanda H.-Rock E.B. (Eds.), *The Anatomy of Corporate Law*, Oxford-New York, 2004, 101; STEINBERG M.L., *Insider Regulation – a Comparative Analysis*, in 37 *Int'l Law*, 2003, 153; MOLONEY N., *EC Securities Regulation*, Oxford-New York, 2002, 779 s.; con specifico riferimento allo scenario inglese, cfr. MCNEIL, I.G., *An Introduction to the Law on Financial Investment*, Oxford-New York, 2005, 301. Va però segnalato che la *Task force* costituita negli USA nel 2002 dal Presidente Bush per coordinare l'attività delle varie agenzie competenti in materia di sorveglianza sul mercato finanziario americano, ha dichiarato che dal 2002 al 2006 sono stati riconosciuti colpevoli di *corporate frauds* più di 1000 persone fisiche, di cui 100 *Chief Executive Officers* e presidenti di società, 100 vicepresidenti e 30 *Chief Financial Officers*, cfr. *Press Release, U.S. DOJ, Fact Sheet: Corporate Task Force* (9 agosto 2006), disponibile, per la consultazione, alla seguente URL: <http://online.wsj.com/public/resources/documents/WSJ-DeptJustice-080906.pdf>.

(7) In questo senso, McLUCAS W.R.-ANGOTTI A.M., *Market Manipulation*, 22 *Rev. Sec. & Commodities Reg.*, 1989, 103 ss. Si pensi alle vicende dei noti processi in tema di manipolazione cui fanno ampio riferimento sia Finschel e Ross sia Thel. Le condanne di primo grado nei casi *Mulheren* e *Gaf* (*United States v. Gaf Corp.*, 928 F.2d 1253 (2d Cir. 1991)) furono cancellate in appello: nel primo dei due processi di appello, in particolare, il secondo circuito mostrò la propria diffidenza rispetto ad un'incriminazione che ritenne esistere interamente all'interno dell'animo dell'accusato (cfr. *United States v. Mulheren*, 9038 F.2d 364, 366-368 (2d Cir. 1991)); infine, il giudice che riformò la sentenza di condanna nel caso *Princeton/Newport* espresse dubbi sulla natura di *crimine* della manipolazione (cfr. *United States v. Regan*, 937 F.2d 823 (2d Cir.)/946 F.2d 188 (2d Cir. 1991)/ 112 S. Ct. 2273

delle autorità non consentono allora di disporre di una fotografia della reale diffusione di tali condotte: emerge piuttosto l'immagine di un fenomeno ad emersione ritmica, la cui persecuzione viene intensificata quando si verificano avvenimenti di mercato che scuotano la fiducia degli investitori (8).

I fattori appena delineati 'dipingono' un assetto reale della repressione degli abusi di mercato ben differente da quello risultante dalla *law in the book* e riducono grandemente il novero delle questioni controverse che riescono a giungere all'attività interpretativa chiarificatrice delle giurisdizioni superiori, con il risultato di rendere invisibili molti dei connotati del sistema statunitense in materia di *securities frauds* (9).

## 2. Le norme federali rilevanti per la repressione delle manipolazioni e delle frodi al mercato nel sistema statunitense.

L'identificazione della disciplina nordamericana di riferimento in tema di manipolazione dei mercati esige una serie di chiarimenti preliminari. Innanzitutto, è necessario esplicitare che l'indagine ha ad oggetto solo le norme *federali*, poiché l'analisi delle singole normative *statali* non produrrebbe risultati particolarmente utili: da una parte, data l'impossibilità di esaminare la disciplina di tutti i cinquanta Stati membri dell'Unione, si imporrebbe una selezione arbitraria; dall'altra parte, la dimensione finanziaria delle condotte illecite supera strutturalmente i confini del singolo Stato membro per assumere spesso una dimensione federale (10), rendendo perciò le incriminazioni statali strutturalmente

(1992). Anche l'intervento normativo che, negli Stati Uniti, si è proposto quale risposta agli scandali finanziari di inizio millennio, il *Sarbanes-Oxley Act* del 2002, è stato ritenuto non particolarmente efficace da alcuni AA. statunitensi, cfr. MCLEOD HEMINGWAY J., *Enron's Tangled Web: Complex Relationships; Unanswered Questions*, in 71 *U. Cin. L. Rev.*, 2003, 1167.

(8) Nello stesso senso, FISCHEL D.R.-ROSS D.J., *Should the Law Prohibit "Manipulation" in Financial Markets?*, in 105 *Harv. L. Rev.*, 1991, 505.

(9) Per un'analisi delle problematiche accennate nel testo cfr., per tutti, PAPA M., *Il reato di mail fraud nel diritto statunitense: spunti sui presupposti della responsabilità penale tra previsione legale dell'illicito e prassi applicativa*, in Fiandaca G. (a cura di), *Sistema penale in transizione e ruolo del diritto giurisprudenziale*, Padova, 1997, 217 ss.

(10) Sulla distribuzione della competenza legislativa tra Federazione e Stati cfr. ZWEIFERT K.-KÖTZ H., *Introduzione al diritto comparato*, Milano, 1998, 301 ss., i quali sottolineano in particolare che, per quanto concerne la distribuzione della competenza

inadeguate in termini di 'scala'. Esorbitano, pertanto, da quest'analisi le *blue skies laws*, cioè le discipline statali predisposte a tutela degli investitori (11).

È poi opportuno fornire un *inquadramento storico*: l'ordinamento federale statunitense ha predisposto una disciplina *ad hoc* per i mercati finanziari e le sue patologie a partire dal 1933, in risposta alle speculazioni illecite che hanno contribuito alla crisi di *Wall Street* del 1929 (12). I provvedimenti di quegli anni, il *Securities Act* del 1933 (13) ed il *Securities and Exchange Act* del 1934 (14), sono, infatti, accomunati sotto l'etichetta 'new deal statutes'. Prima dell'emanazione di questi due corpi normativi degli anni trenta, la disciplina dei mercati non appariva come un materia suscettibile di autonoma considerazione, né la tutela degli investitori un obiettivo degno di implementazione legislativa; al più costituiva un riflesso della legislazione antimonopolistica inaugurata nel 1890 dallo *Sherman Act* (15) e degli altri provvedimenti che, a completamento di quest'ultimo, si proponevano di tutelare la concorrenza nel commercio, come il *Clayton Act* ed il *Federal Trade Commission Act* del 1914 (16).

Benché nei paragrafi successivi ci occuperemo separatamente, dapprima, delle fattispecie *extrapenali* e, successivamente, di quelle *criminali*, tra le due categorie di disposizioni non intercorre alcun

legislativa tra federazione e Stati, la *Supreme Court* ha sempre cercato di interpretare la Costituzione in modo tale da far sì che le differenze tra il diritto dei singoli Stati non impedissero la creazione di un grande mercato interno americano, completamente integrato da un punto di vista economico» (302, *ivi* riferimenti anche sul ruolo della 'commerce clause' quale strumento principale per l'espansione delle competenze federali).

(11) Le *blue skies laws* sono chiamate così per manifestare l'intento dei legislatori statali di difendere i propri cittadini da manovre fraudolente e da contratti finanziari con soggetti economici privi di ogni struttura e capitale, che hanno alle proprie solo un 'cielo blu' e che solo un cielo blu possono cercare di vendere.

(12) È attualmente discusso che la crisi del 1929 sia da imputare alla diffusione di pratiche manipolative: per un riferimento a tale dibattito, cfr., tra gli altri, le riflessioni di MAHONEY P.G., *The Exchange as Regulator*, in 83 *Va. L. Rev.*, 1997, 1470 ss.

(13) *Securities Act*, Pub. L. n. 22, 48 Stat. 74, 15 U.S. Code §§ 77a-77mm (1994).

(14) *Securities Exchange Act*, Pub. L. n. 291, 48 Stat. 881, 15 U.S. Code §§ 78a-78ll (1994).

(15) Le norme contenute nello *Sherman Act* e nei successivi provvedimenti che lo hanno emendato sono ora codificati nel Title 15 U.S. Code, al chapter 1, rubricato *Monopolies and Combinations in Restraint of Trade*.

(16) Per una panoramica sui reati in materia di *antitrust*, cfr. RUSSEL K.A., *Economic Crimes: Antitrust Offenses*, in Kadish S. H. (Ed.), *Encyclopedia*, cit., 679 ss.; cfr. anche FARNSWORTH E.A., *An Introduction*, cit., 156 ss.

rapporto di primazia, nemmeno cronologica: la loro analisi separata è imposta solo da un'esigenza di chiarezza. In realtà, in seno alle disposizioni del *Securities Act* e del *Securities and Exchange Act*, l'approccio punitivo e quello rimediabile-risarcitorio sono intrecciati. Tali *statutes* si compongono, infatti, di fattispecie composte da una *parte precettiva*, direttamente contenuta dalla singola disposizione, e di una *parte sanzionatoria* che viene definita, in generale, da norme di chiusura valide per l'intero complesso normativo in cui sono inserite. Ne deriva che, nelle singole disposizioni, viene descritto il comportamento vietato, oppure viene definito un vincolo modale di comportamento corretto sui mercati, ma ognuno di questi precetti comportamentali è suscettibile di generare, a seconda delle angolazioni prospettive da cui lo si guardi, tanto conseguenze amministrative, quanto penali, quanto di innescare l'operatività di rimedi civilistici.

Infine, va fatta una precisazione *sistematica*: tra le disposizioni che verranno di seguito esaminate, ne compaiono alcune predisposte dalla principale autorità preposta al controllo del mercato finanziario: la *Securities Exchange Commission* (SEC).

Nell'ordinamento statunitense, il controllo sul mercato e l'attivazione di meccanismi repressivi, che possono portare all'apertura di un procedimento penale o anche all'infrazione diretta di sanzioni amministrative, costituiscono materia di competenza delle autorità amministrative di settore. L'autorità principale è certamente la *Securities and Exchange Commission*, ma essa non è l'unico soggetto a vigilare e reprimere le condotte di manipolazione del mercato: ad esempio, nel settore dei *futures* e dei derivati, la regolazione ed il controllo sulle attività finanziarie spettano alla *Commodity Futures Trading Commission* (CFTC) (17).

Si tratta di *rules* strutturalmente collegate alle disposizioni, di rango legislativo, del *Securities and Exchange Act*, che ne completano il significato precettivo e ne concretizzano il contenuto. È possibile affermare che le *rules* predisposte dall'agenzia amministrativa federale siano sottordinate alle *sections* del *Securities and Exchange Act*, ma solo *funzionalmente*, nel senso che il potere normativo della SEC è

(17) Peraltro, come ricordato da HURT C., *The Underutilization of Corporate Law*, in 33 *Iowa J. Corp. L.*, 2008, 378 s., il presidente statunitense George W. Bush ha costituito la *President's Corporate Fraud Task Force* per coordinare l'attività delle diverse agenzie competenti in tema di *corporate frauds*, compresa la SEC ed il *Department of Justice*.



subordinato ad un rinvio operato dalla fattispecie legale e le norme emanate dall'autorità amministrativa devono essere conformi ai contenuti, alle direttive ed alle linee di fondo dell'*Act* del 1934 e, più in generale, degli *statutes* federali. Rispettate queste condizioni, però, le *rules* della SEC, come quelle emanate da altre agenzie federali americane, hanno forza di legge e possiedono sicuramente un rango superiore ai provvedimenti emanati dai Parlamenti dei singoli Stati membri dell'Unione (18).

2.1. *Le disposizioni 'chiave': le sections 9 e 10 e la section 32(a) del Securities and Exchange Act.*

Il primo intervento normativo sui mercati finanziari statunitensi risale, al 1933, quando il *Securities Act* si propose di tutelare, anche mediante pena, la trasparenza dell'informazione finanziaria, sebbene esclusivo riferimento ai mercati primari (il riferimento va alla *section 24 del Securities Act* (19)); solo l'anno successivo, il *Securities and Exchange Act* predispose una disciplina repressiva riguardo alle condotte fraudolente tenute sui mercati secondari, divenendo il riferimento principale per comprendere l'assetto normativo statunitense in tema di manipolazione e frode finanziaria. È quindi alla disciplina del *Securities and Exchange Act* del 1934 che occorre fare riferimento.

Per *primario*, si intende il mercato dei collocamenti azionari e obbligazionari, ovvero dei titoli di nuova emissione. Un titolo passa dal mercato primario a quello secondario quando, al termine della sottoscrizione, il suo primo prezzo di mercato viene quotato. Sul mercato primario, in pratica, vengono prima emessi e poi scambiati strumenti finanziari (titoli azionari ed obbligazionari) tra l'emittente ed il primo investitore. Il mercato è, pertanto, secondario quando su di esso vengono negoziati titoli già emessi nel mercato primario; si tratta, insomma, di un luogo economico in cui avvengono scambi di titoli già posseduti dagli investitori. Il mercato primario e quello secondario possono essere visti come due 'fasi' della vita di un titolo: il titolo nasce, viene cioè *emesso*, e viene poi collocato sul mercato primario con la *quotazione*; una volta che il titolo viene scambiato tra il primo sottoscrittore ed un altro investitore il titolo passa al mercato secondario, che raccoglie tutte le operazioni sul titolo dalla seconda in poi. Ne deriva che la

(18) FARNSWORTH E.A., *An Introduction*, cit., 63.

(19) Questa disposizione è stata poi codificata al *Title 15*, § 77(x), *U.S. Code*.

dimensione economica del mercato secondario sarà logicamente molto maggiore di quella del primario (20).

Nell'ambito del *Securities Exchange Act*, la repressione dei fenomeni manipolativi, in particolare la repressione *penale*, non è espressa da fattispecie incriminatrici in sé concluse, cioè composte da un precetto comportamentale e dalla conseguenza sanzionatoria, entrambi contenuti nella medesima disposizione.

Piuttosto, il *Securities and Exchange Act* appare come un catalogo di 'dichiarazioni legislative di contrarietà al diritto', cioè una successione di norme meramente descrittive di una serie di comportamenti, accompagnata da una generica qualificazione degli stessi in termini di *illiceità*. Le disposizioni del *Securities and Exchange Act* descrivono comportamenti illeciti 'staminali', nel senso che la violazione dalle singole fattispecie descrittive è suscettibile di generare una illiceità sia penale, che amministrativa o civile, che evolverà in una responsabilità effettiva solo dopo un preciso 'salto' evolutivo. Fuor di metafora, le *sections 9 e 10 del Securities Exchange Act* (21) si limitano a qualificare genericamente come *illeciti* i comportamenti che esse stesse descrivono; per vedere questi stessi comportamenti sanzionati *penalmente*, cioè perché la illiceità *generica* si specifichi come illiceità *penale*, occorre che gli organi preposti all'*enforcement* delle norme anti-manipolazione, *in primis* la SEC, si decidano, in esito ad una valutazione ampiamente discrezionale, ad applicare la *norma incriminatrice* di chiusura di cui alla *section 32(a) del Securities Exchange Act* (22), che *punisce* la violazione di tutte le

(20) Sui rapporti tra mercato primario e secondario, cfr. PEREZ Z.-COCHRAN E.-SOUSA C., *Securities Fraud*, in 45 *Am. Crim. L. Rev.*, 2008, 923.

(21) *Sections 78i e 78j, Title 15 U.S. Code*. A queste disposizioni si aggiunge la *section 15 (c)* che proibisce le condotte fraudolente e manipolative poste in essere dagli intermediari finanziari (*broker-dealers*). La *section 15 (c)(1) (A)* stabilisce: «No broker or dealer shall make use of the mails or any means or instrumentality of interstate commerce to effect any transaction in, or to induce or attempt to induce the purchase or sale of, any security (other than commercial paper, bankers' acceptances, or commercial bills) otherwise than on a national securities exchange of which it is a member, or any security-based swap agreement [...], by means of any manipulative, deceptive, or other fraudulent device or contrivance».

(22) *Section 78ff, Title 15 U.S. Code*.

disposizioni dell'*Act*, e quindi anche le *sections* 9 e 10, con una pena detentiva e pecuniaria (23).

2.1.1. *In particolare: la section 9 e la definizione casistica dei comportamenti manipolativi.*

Nella definizione del comportamento illecito di manipolazione del mercato, il *Securities and Exchange Act* impiega congiuntamente due paradigmi, la *descrizione casistica* ed il ricorso a *clausole generali*.

Il primo paradigma ricorre alla *section* 9, che elenca, infatti, una serie di modelli comportamentali disvolti (24). In sostanza, questo elenco di condotte possiede un comune denominatore. L'integrazione di un comportamento manipolativo penalmente rilevante richiede la dimostrazione di una *misrepresentation* o di una *omission*, cioè di una condotta attiva o omissiva che *veicoli una falsa rappresentazione della realtà* (25) e nasconda perciò, al contempo, un'informazione *material*, cioè *significativa* per il mercato; per ritenere integrato il connotato della 'materialità' di un'informazione, le corti americane richiedono una

(23) La violazione di una disposizione del *Securities Exchange Act*, oltre che ad una responsabilità penale, può costituire anche un illecito civile: ad esempio, benchè non vi sia alcuna norma che preveda espressamente la responsabilità civile per colui che contravvenga al disposto della *Rule* 10b-5, fin dal 1946 la giurisprudenza americana ha ritenuto applicabile la regola - di *common law* - che una persona che viola una disposizione normativa è responsabile per i danni agli interessi del soggetto che la norma intendeva proteggere. Tra le altre pronunce che confermano quanto detto, cfr. *Blue Chip Stamps v. Manor Drug Stores*, 421 U.S. 723, 730 (1975); *Pardon v. National Gypsum*, 69 F. Supp. 512 (E.D. Pa. 1946). Il più significativo limite imposto dalle corti americane alle controversie tra privati, sulla base della *Rule* 10b-5, consiste nella necessità che il ricorrente sia o l'acquirente o il venditore delle azioni oggetto della transazione affetta da connotati fraudolenti. Problematico è, quindi, il caso in cui un azionista di minoranza contesti, ritenendola una frode ai danni dei soci di minoranza, la vendita del pacchetto di controllo della società ad una cifra non corrispondente ai valori di mercato del titolo. In una delle prime applicazioni in giudizio della *Rule* 10b-5, la giurisprudenza americana ha affermato che lo scopo della norma è proteggere gli investitori e i risparmiatori contro le frodi, ma se né gli azionisti di minoranza, né la società hanno venduto o comprato azioni, non vi è per costoro diritto di azione in giudizio (*Birnbaum v. Newport*, 193 F.2d 461 (2d Cir. 1952)).

(24) Le disposizioni in analisi del *Securities and Exchange Act* sono state codificate alla *section* 78i, *chapter* 2b, *title* 15 U.S. Code e seguenti.

(25) Nella sentenza *SEC v. Texas Gulf Sulphur Co.*, la Corte (per la precisione il Secondo Circuito) spiegò che la definizione di un atto come fuorviante o ingannevole richiede un'indagine sul significato della comunicazione o della condotta dell'accusato per un investitore ragionevole e l'analisi del rapporto tra la comunicazione o la condotta e la realtà di fatto; cfr. *SEC v. Texas Gulf Sulphur Co.*, 401 F.2d 833 (2d Cir. 1968), v. anche 862.

substanziale probabilità che, alla luce di tutte le circostanze, l'informazione stessa, non percepita dal mercato, sarebbe stata importante per le deliberazioni di un investitore ragionevole, ne avrebbe probabilmente motivato un comportamento differente da quello effettivamente tenuto (26).

In concreto, emergono dalla lettura della disposizioni questi modelli comportamentali:

- i) il *compimento di operazioni finanziarie che non comportino un effettivo mutamento della proprietà dei titoli scambiati*, al fine di creare un'ingannevole apparenza sull'appetibilità dei titoli stessi;
- ii) l'*incrocio di ordini di acquisto e vendita delle medesime quantità di un titolo*, al fine di fare apparire che un interesse del mercato riguardo a quello strumento finanziario;
- iii) il *compimento, anche d'intesa con altri operatori, di transazioni finanziarie che creano l'apparenza di un mercato attivo di un titolo*, o ne deprimono o accrescono il prezzo, allo scopo di indurre l'acquisto o la vendita dello stesso strumento quotato da parte di terzi;
- iv) la *diffusione di informazioni ingannevoli da parte di operatori qualificati del mercato (brokers, dealers, soggetti incaricati di vendere o acquistare titoli finanziari)*;
- v) il *compimento di una serie di operazioni finanziarie, come singoli o con la partecipazioni di altri investitori, volte a mantenere artificialmente stabile il prezzo di un valore mobiliare*, in violazione delle norme dettate dalla SEC (27).

(26) Il precedente fondamentale rispetto alla *materiality* è *TSC Indus., Inc. v. Northway, Inc.*, 426 U.S. 438, 449 (1976); cfr. anche, più di recente, *Hampshire Equity Partners II, L.P. v. Teradyne, Inc.*, 159 F. App'x 317, 318 (2d Cir. 2005); *Starr ex rel. Estate of Sampson v. Georgeson S'holder, Inc.*, 412 F.3d 103, 110 (2d Cir. 2005); *Benzon v. Morgan Stanley Distrib., Inc.*, 420 F.3d 598, 609 (6th Cir. 2006).

(27) La *section* 9 ha subito un processo di obsolescenza e sia scarsamente applicata, cfr. BROMBERG A.R.-LOWENFELS L.D., *Securities Fraud and Commodities Fraud*, New York, 2003, 195 ss. La *section* 9 si applica, infatti, ai casi di manipolazione aventi ad oggetto titoli quotati su mercati nazionali, non a quelli fuori Borsa (*over-the-counter*). Altre norme devono pertanto intervenire a compensare tale lacuna: ad esempio la *section* 10(b), che si applica a tutte le transazioni finanziarie, anche a quelle che avvengono su mercati non nazionali, la *Rule* 10b-5 e la *section* 15(c), che si occupa degli scambi di azioni nei mercati *over-the-counter*, cfr. HAZEN T.L., *The Law of Securities Regulation*, St. Paul, 2005, §12.1. Nel primo caso di manipolazione *over the Counter* (*Barrett & Co.*, 9 SEC 319, 328 (1941)), la SEC affermò: «We think that there is no reasonable distinction [...] between manipulation of over-the-counter prices and manipulation of prices on a national securities exchange, and that both are condemned as

Tutte le condotte ora elencate si connotano per un tensione finalistica verso la creazione di un'apparenza fuorviante di mercato. Si rivela indispensabile, pertanto, la *prova dallo scopo manipolativo*: a condizione che si forniscano elementi idonei a dimostrare tale elemento intenzionale, la *section 9* sembra poter ricomprendere tra le pratiche manipolative anche il compimento di operazioni effettive (28). L'importanza dell'elemento intenzionale nell'identificazione delle operazioni manipolative è dimostrato da un *report* alla Camera dei Rappresentanti, accompagnatorio del *Securities Exchange Act*, che afferma che «se una persona sta semplicemente tentando di acquistare un rilevante quantitativo di titoli per un investimento o desidera disporre di quelli in sua proprietà, la consapevolezza che nel fare ciò influenzerà i prezzi di mercato non rende illegale la sua azione. Le sue transazioni diverranno illecite solo quando esse siano compiute allo scopo di innalzare o deprimere il prezzo di mercato (29)».

#### 2.1.2. (segue) La section 10: la definizione della manipolazione mediante l'impiego di una norma in bianco.

La *section 10* ricorre, viceversa, ad una definizione dell'illecito mediante una *clausola generale* (30). Alla *section 10(b)* si legge, infatti, che

fraudulent by the Securities Exchange Act [...]. We believe that the Securities Exchange Act contemplates that Section 15 (c) (1) affords to the over-the-counter market at least as great a degree of protection against manipulation or attempted control as is afforded to the exchange market by Section 9(a)». Sul punto, cfr. anche PALMITER A.R., *Securities regulation*, New York, 2005, 361, che afferma: «Courts have interpreted Rule 10b-5 to pick up where section 9 leaves off». La *section 10(b)* si applica ad ogni acquisto o vendita da parte di ogni persona di ogni titolo, che sia registrato ai sensi del *Securities and Exchange Act* o che non sia registrato, ed anche alle «*exempted securities*», come definite dal § 3(a)(12).

(28) Cfr. *United States v. Charnay*, 537 F.2d 341 (9th Cir. 1976).

(29) «If a person is merely trying to acquire a large block of stock for investment, or desire to dispose of his holdings, his knowledge that in doing so will affect the market price does not make his action unlawful. His transactions become unlawful only when they are made for the purpose of raising or depressing the market price» (H.R. Rep. N. 1383, 73rd Cong., 2d Session, cit., 20).

(30) La lettera (a) della *section 10* dispone: «It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of any means or instrumentality of interstate commerce or of the mails, or of any facility of any national securities exchange:

(a) To effect a short sale, or to use or employ any stop-loss order in connection with the purchase or sale, of any security registered on a national securities exchange, in contra-

verrà considerato illecito *ogni schema o artificio manipolativo o deceptivo*, avente ad oggetto strumenti finanziari, *che violi le discipline predisposte dalla SEC nell'interesse pubblico o per la protezione degli investitori* (31).

La dimensione penalistica della violazione delle *sections 9* e *10* emerge, quindi, solo alla luce di una 'norma sanzionatoria di chiusura', rappresentata dalla *section 32(a)*, che si limita a punire chiunque intenzionalmente violi una delle disposizioni del *Securities Exchange Act* o di altri testi normativi, ma da quest'ultimo richiamati. Più precisamente, la *section 32(a)* stabilisce che

«ogni persona che intenzionalmente violi una previsione di questo capitolo (tranne la *section 30a*), od ogni regola o disciplina la cui violazione è considerata illecita o la cui osservanza è richiesta ai sensi delle norme di questo capitolo, o ogni persona che intenzionalmente o deliberatamente diffonda o faccia diffondere una comunicazione obbligatoria ai sensi di questo capitolo [...] deve essere punita con una pena pecuniaria non superiore a 5.000.000 di dollari o una pena detentiva non superiore a venti anni o entrambe, tranne nel caso in cui l'autore del fatto sia una persona non fisica, nel qual caso può essere imposta una pena pecuniaria non superiore a 25.000.000 di dollari; nessuno deve essere condannato ad una pena detentiva, qualora provi che ignorava l'esistenza della norma violata» (32).

vention of such rules and regulations as the Commission may prescribe as necessary or appropriate in the public interest or for the protection of investors.

Paragraph (1) of this subsection shall not apply to security futures products».

(31) «It shall be unlawful [...] to use or employ, in connection with the purchase or sale of any security registered on a national securities exchange or any security not so registered, or any securities-based swap agreement [...], any manipulative or deceptive device or contrivance in contravention of such rules and regulations as the Commission may prescribe as necessary or appropriate in the public interest or for the protection of investors».

(32) «Any person who willfully violates any provision of this chapter (other than section 30A [78dd-1] of this title), or any rule or regulation thereunder the violation of which is made unlawful or the observance of which is required under the terms of this chapter, or any person who willfully and knowingly makes, or causes to be made, any statement in any application, report, or document required to be filed under this chapter or any rule or regulation thereunder or any undertaking contained in a registration statement as provided in subsection (d) of section 15 [78o] of this title, or by any self-regulatory organization in connection with an application for membership or participation therein or to become associated with a member thereof which statement was false or misleading with respect to any material fact, shall upon conviction be fined not more than \$5,000,000, or imprisoned not more than 20 years, or both, except that when such person is a person other than a natural person, a fine not exceeding \$25,000,000 may be imposed; but no person shall be subject to imprisonment under this section for the violation of any rule or regulation if he proves that he had no knowledge of such rule or regulation».

In particolare, il combinato disposto tra la *section 32(a)* e la *section 10*, che rinvia a disposizioni della SEC per la definizione del proprio contenuto, costituisce un'incriminazione in bianco, in un cui la pena sanziona l'inosservanza di discipline regolamentari emanate dall'autorità di settore. La *section 10* sancisce l'illiceità di ogni pratica manipolativa o decettiva, a condizione che la condotta *contravvenga alle regole che la SEC abbia emanato*, in quanto l'autorità stessa abbia ritenuto necessario, o semplicemente appropriato, intervenire normativamente a tutela degli investitori: ne deriva che la norma *legale* rinvia alla disciplina regolamentare per la definizione di gran parte del comportamento penalmente rilevante (33).

Nel 1948, l'autorità di controllo sul mercato ha provveduto all'integrazione della norma legale, mediante l'emanazione della *Rule 10b-5* (34), rubricata «Impiego di pratiche manipolative o decettive» (*Employment of Manipulative and Deceptive Devices*), che testualmente recita:

«deve essere considerato illecito per ogni persona, direttamente o indirettamente, ricorrendo ad ogni mezzo o strumento di commercio tra Stati della Federazione o alla posta o all'organizzazione di un mercato finanziario ed in connessione con l'acquisto o la vendita di un titolo: a) impiegare ogni espediente, schema o artificio per commettere una frode; b) effettuare una comunicazione non vera relativa ad un fatto economicamente rilevante od omettere di comunicare un fatto rilevante necessario per rendere una comunicazione, alla luce di tutte le circostanze del caso, non ingannevole; c) compiere ogni atto, pratica o tipo di operazione che sia, o potrebbe rivelarsi, fraudolento per altri operatori» (35).

Al di là delle differenti tecniche di tipizzazione, la sostanza dell'illecito è sempre la medesima, l'aver *ingannato intenzionalmente* il

(33) Come riferito da MEYER C.H., *The Securities Exchange Act of 1934 Analyzed and Explained*, New York, 1934, 86, le disposizioni del *Securities and Exchange Act* in analisi sono state redatte in termini volutamente estensivi per adattarsi alle modalità di manipolazione non preventivabili nel 1934, ma che nel tempo potessero essere escogitate.

(34) 7 CFR § 240.10b-5 (1997).

(35) «It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of any means or instrumentality of interstate commerce, or of the mails or of any facility of any national securities exchange, a) To employ any device, scheme, or artifice to defraud, b) To make any untrue statement of a material fact or to omit to state a material fact necessary in order to make the statements made, in the light of the circumstances under which they were made, not misleading, or c) To engage in any act, practice, or course of business which operates or would operate as a fraud or deceit upon any person, in connection with the purchase or sale of any security».

pubblico degli operatori, dissimulando un'informazione rilevante per il mercato o, viceversa, creandone l'apparenza. Ne deriva che la *mancazza dell'affidamento del pubblico* nell'informazione rilasciata dal manipolatore o *l'assenza dell'intenzionalità ingannatoria* in capo all'agente costituiscono i due argomenti più solidi, o comunque più frequentemente impiegati, su cui imbastire una strategia difensiva.

### 2.1.3. Le specifiche defences rispetto alla violazione penalmente rilevante delle disposizioni del Securities Exchange Act.

Senza poter qui affrontare tutte le possibili *defences* a disposizione dell'imputato, pare opportuno, però, affrontare brevemente quelle specificamente allegabili dall'accusato relativamente alla *section 32(a)*, che riflettono in negativo gli elementi cardinali dell'illecito.

Innanzitutto, un chiarimento: il termine *defence* esprime un concetto di genere, indicando un variegato numero di circostanze in grado di escludere la punibilità dell'imputato che abbia commesso una violazione penalmente rilevante. Le più importanti cause, in senso lato, di 'non punibilità', anche dal punto di vista dell'approfondimento speculativo da parte dei giuristi di *common law*, sono le *justifications* e le *excuses*, che corrispondono, grosso modo, alle nostrane scriminanti e scusanti.

Chiara la distinzione alla luce delle parole di Fletcher: «Una *justification* rende la violazione della legge penale lecita e perciò la esenta dalla sanzione criminale [...]. Il profilo della giustificazione dovrebbe essere distinto dall'affermazione che una condotta proibita e non giustificata è scusata in virtù di circostanze personali relative all'accusato. [...] Il problema della giustificazione può essere considerato come la seconda di tre domande successive relative alla responsabilità penale: 1) l'accusato ha violato una valida norma penale?; 2) la violazione è illecita (ingiustificata); 3) l'agente è personalmente responsabile della violazione illecita» (36). E ancora: «l'*excuse* diviene rilevante solo dopo che si sia provato che l'agente ha commesso un fatto privo di giustificazione in violazione di una legge penale [...]. Se l'agente ha commesso un illecito penale (una violazione non giustificata

(36) Così, FLETCHER G.P., *Justification: Theory*, in Kadish S.H. (Ed.), *Encyclopedia*, cit., 941-942; per un'ulteriore sistemazione dei rapporti tra *justifications* ed *excuses*, v. BLOCH K.E.-MCMUNIGAL K.C., *Criminal Law: A Contemporary Approach*, New York, 2005, 497. Esempi di *justification* sono la *self defence*, la *necessity*, il *consent*, ecc., mentre esempi di *excuses* sono la *duress* (l'agente subisce la pressione di circostanze esterne che lo costringono a compiere atti illeciti che altrimenti non avrebbe commesso), l'*insanity*, l'*infancy*, l'*intoxication*, il *superior order*.

della legge), le *excuses* rispondono al quesito se il proprio atto illegale gli sia personalmente attribuibile. Questo fattore di personale rimproverabilità viene chiamato in diversi modi, tra cui *culpability*, *blameworthiness*, *fault* e *mens rea* [...]. La questione è sempre se sia giusto, alla luce delle circostanze, esigere che l'agente resista alla pressione della situazione e si astenga dal commettere il reato [...]. Il *rationale* delle *excuses* resta l'assunto che o pressioni interne (infermità mentale, intossicazione da sostanze) o esterne (minaccia di un terzo, circostanze naturali) limitino talmente la libertà di scelta dell'agente che il fatto commesso sotto pressione non sembra appartenergli» (37).

Peraltro, è utile ai nostri fini riproporre una distinzione tra un'accezione di *defence* in senso stretto ed una in senso ampio (38); quest'ultima accezione, intende il termine *defence* come l'insieme degli argomenti spendibili dall'imputato per contestare l'accusa, anche se la loro allegazione *non introduce nuovi temi di prova* nel processo e quindi implica la *mera negazione di uno o più elementi del fatto che il prosecutor deve dimostrare*: un classico esempio è l'allegazione di un alibi da parte dell'imputato. Per *defences in senso stretto* si intendono, invece, quelle cause di non punibilità, la cui allegazione comporta un *onere probatorio in capo all'accusato*: quest'ultimo *introduce una nuova questione nel processo* e deve, pertanto, fornire alla Corte una prova sufficiente a fare sorgere il dubbio che le circostanze che comportano l'esenzione da pena si siano realmente verificate. Le *justifications* e le *excuses* costituiscono *defences* in senso stretto.

Accostandoci ora alle *defences* che possono essere adottate dall'imputato rispetto alla violazione della *section 32(a)* del *Securities and Exchange Act*, esse appartengono a due tipologie: vi sono le *defences* basate sulla *mancaza dell'intent* in capo all'accusato (*intent-based defences*) (39) e quelle basate sulla *carenza di un affidamento da parte degli investitori* nelle omissioni o condotte fuorvianti poste in essere dal manipolatore (*reliance-based defences*) (40). Pare immediatamente che, rifacendosi alla

(37) FLETCHER G.P., *Excuse: Theory*, in Kadish S.H. (Ed.), *Encyclopedia*, cit., 724 e 726.

(38) Su tale distinzione, si veda l'analisi di GRANDE E., *Justification and Excuse*, in *Dig. disc. pen.*, VII, Torino, 1993, 310.

(39) Cfr., ad esempio, *United States v. Teicher*, 987 F.2d 112, 121 (2d Cir. 1993) che qualifica come un'*intent-based defense* l'affermazione degli imputati di non aver saputo che l'informazione usata nell'illecito fosse *material* e non pubblica o di non aver saputo che l'informazione fosse stata illecitamente ottenuta.

(40) Una *reliance-based defence* è impiegata in *Glassman v. Computervision Corp.*, 90 F.3d 617, 626 (1st Cir. 1996), in cui l'imputato sostenne che un investitore non può fare affidamento sulla previsione di una performance futura di un prezzo, sostenendone la frodolenza solo

dicotomia tra *defences* in senso ampio e *defences* in senso stretto, tanto le *intent-* quanto le *reliance-based defences* siano riconducibili alla prima categoria, posto che con esse l'accusato si limita a negare la concretizzazione di uno o più elementi della fattispecie incriminatrice, senza introdurre nuovi temi di prova e senza riferirsi a condizioni che escludano l'illiceità del fatto o la propria colpevolezza.

Rispetto alle *intent-based defence*, l'accusato adduce di non aver violato intenzionalmente una disposizione del *Securities Exchange Act*, allo scopo di fuorviare gli altri investitori; non è però sufficiente ad escludere la responsabilità penale l'ignoranza preordinata riguardo alla natura illecita dell'azione che si stava per compiere: se l'accusato ha cioè deliberatamente omesso di informarsi sull'illiceità della propria manovra, al fine di preconstituirsì la possibilità di addurre la propria buona fede, egli non potrà andare esente da rimprovero (41).

Rientra tra le *intent-based defences* anche la già accennata allegazione della mancanza di conoscenza della *rule* o della *regulation* la cui violazione è punita ai sensi della *section 32(a)*: in realtà, come detto, il proficuo impiego di tale scusa non comporta l'esonero dalla responsabilità penale, ma solo l'attenuazione del trattamento sanzionatorio. La stessa *section 32(a)* prevede che non si possa irrogare una pena detentiva qualora si provi che il colpevole ignorasse l'esistenza della norma violata (*«no person shall be subject to imprisonment under this section for the violation of any rule or regulation if he proves that he had no knowledge of such rule or regulation»*): in pratica, il colpevole potrà in questo caso essere condannato solo ad una pena pecuniaria (42).

Quest'ultima *intent based defences* non ha, però, incontrato un successo pratico, poiché la giurisprudenza ne ha riconosciuto l'esistenza solo quando gli imputati ignorassero genericamente la contrarietà alla legge della propria condotta e non a favore di coloro che non conoscessero quale specifica norma di legge la regolasse (43). Ne deriva che soggetti

perché, con il senno si poi, si rivela errata. Sulla distinzione tra *intent-based defences* e *reliance-based defences*, cfr. PEREZ Z.- COCHRAN E.- SOUSA C., *Securities*, cit., 2008, 965 ss.

(41) *United States v. Mabrook*, 301 F.3d 503, 508-509 (7th Cir. 2002).

(42) Cfr. *United States v. Dixon*, 536 F.2d 1388, 1397 (2d Cir. 1976); *United States v. Colasurdo*, 453 F.2d 585, 593 (2d Cir., 1971)

(43) *United States v. Dixon*, cit., 1398; *United States v. Kneppel*, 193 F. Supp. 2d 199, 204-205 (E.D.N.Y. 2004).

che agiscono professionalmente nel settore dei mercati finanziari non potranno mai avvalersi di tale *defence*: non è, infatti, credibile che essi non si avvedano della generica illiceità delle proprie operazioni, pur essendo possibile che non conoscano quale sia la specifica norma violata.

Anche l'allegazione della buona fede viene solitamente ricondotta alle *intent-based defences*, ma la giurisprudenza ne ha parlato in termini di *quasi-defence* (44), poiché l'accusato non deve provare tale stato soggettivo: affermare la propria buona fede non si significa altro che negare la propria *willfulness* addossando l'onere della prova contraria sul *prosecutor*, va ripetuto che la prova di una negligenza dell'accusato nell'assicurarsi che la propria azione fosse assolutamente lecita esclude l'esistenza della sua buona fede (45). Una variante della *quasi-defence* della *good faith* è la cd. *advice of counsel defence* (46): anche in questo caso ci troviamo di fronte ad una *defence* 'in senso ampio', di un elemento di valutazione per la giuria che deve considerare se esista una *willfulness* in capo all'imputato. In pratica, l'imputato cerca di dimostrare l'assenza di un intento criminoso, adducendo di essersi rivolto, prima di agire, ad un legale, per conoscere se la propria condotta potesse avere connotati di illiceità. L'accusato deve, ovviamente, provare di avere ricevuto assicurazioni dall'avvocato sulla liceità della propria condotta, dopo avergli fornito tutti gli elementi di fatto rilevanti: si tratta di dimostrare, quindi, un affidamento in buona fede sul parere legale (47).

Dal punto di vista dell'inquadramento 'dogmatico', tutte le *defence* ora esaminate, incentrate sulla mancata conoscenza della norma di condotta violata sono, specificamente, delle *excuses*. La regola generale nel diritto statunitense è, come nel nostro ordinamento, che l'ignoranza della legge penale è irrilevante, ma l'*excuse* del *mistake of law* può determinare un'assoluzione per mancanza di colpevolezza in capo all'imputato in due circostanze.

(44) *United States v. Peterson*, 101 F.3d 375, 383& n. 8 (5th Cir. 1996).

(45) *SEC v. Infinity Group*, 212 F.3d, 180, 192 (3d Cir. 2000).

(46) Sull'*advice of counsel defence*, cfr. PEREZ Z.-COCHRAN E.-SOUSA C., *Securities*, cit., 970.

(47) Cfr. *Markowsky v. SEC*, 34 F. 3d 99, 104 (2d Cir. 1994); *United States v. Wenger*, 427 F.3d 840, 853 (9th Cir. 2005), che stabilì che la *reliance on counsel* non è una *complete defence*, ma un fattore per valutare la *willfulness* dell'imputato; cfr. anche *SEC v. Enterprise Solutions, Inc.*, 142 F. Supp. 2d 561, 576 (S.D.N.Y. 2001), che indicò, rispetto ad un processo non penale, che comunque l'*advice on counsel* non è una completa *defence*.

In una prima ipotesi, il *mistake of law* può escludere la responsabilità penale dell'imputato quando, a causa di mutamenti giurisprudenziali intervenuti dopo la commissione del fatto, si modifichi l'interpretazione di una fattispecie penale in modo che essa venga improvvisamente a ricomprendere anche la concreta condotta dell'accusato. L'imputato si trova, quindi, in una situazione di incolpevole ignoranza, poiché, al momento del fatto, non conosceva, né poteva conoscere la rilevanza penale della sua condotta: il ricorso al *mistake of law* garantisce, quindi, contro il rischio di una sostanziale retroattività sfavorevole della norma penale (48).

In una seconda ipotesi, quella che qui più interessa, il *mistake of criminal law* può scusare, a certe condizioni, l'ignoranza da parte dell'agente della norma penale, benché questa sia già in vigore al momento del fatto e non vi siano fenomeni di mutamenti interpretativi in giurisprudenza. Il riconoscimento di questa possibilità si accompagna alla presa di coscienza, da parte dei giuristi di *common law*, del progressivo emergere di una componente meramente ordinatoria del diritto penale, che contempla un crescente numero di fattispecie in cui la sanzione punisce comportamenti privi di un disvalore pregiudiziale. Come apprezzato in relazione alla *defence* dell'*advice of the counsel*, la giurisprudenza è comunque restia a riconoscere valore scusante all'ignoranza della legge penale, richiedendo che alla mancata conoscenza della disposizione violata si accompagni la prova che fatti esterni hanno indotto l'agente all'erroneo convincimento della liceità della propria condotta; si richiede, ad esempio, un'errata attestazione di liceità da parte delle autorità preposte all'amministrazione della giustizia (49): sulla scia di tale impostazione, il paragrafo 2.04 (3)(b) del *Model Penal Code* esige la presenza di un «*official statement of law*», per scusare l'ignoranza della legge penale (50).

(48) È pertanto di immediata evidenza il motivo per cui l'errore di diritto sia un capitolo essenziale del tema del *nullum crimen sine lege* nella letteratura anglosassone, come in POMORSKY S., *American Common Law and the Principle of Nullum Crimen sine Lege*, The Hague, 1975, 191.

(49) In giurisprudenza, cfr. *Cox v. Louisiana*, 379 U.S. 559, 85 S. Ct. 476, 13 L. Ed. 2d 487 (1965).

(50) Come riferito da FLETCHER P.G., *Excuse*, cit., 726.

Per quanto attiene alle *reliance-based defences*, esse si sostanziano nella allegazione e nella prova che la condotta ingannatoria rispetto al mercato non abbia, in realtà, tratto in inganno il pubblico dei risparmiatori, o perché essi non l'hanno considerata un'informazione rilevante, o perché non vi hanno fatto affidamento o, infine, perché chi ha diffuso un'informazione rilevante, l'ha immediatamente corretta diffondendo una nuova comunicazione veritiera (51). In realtà, nell'ambito del processo penale, il *prosecutor* non deve provare che il mercato ha fatto affidamento sul comportamento del manipolatore, finendo per venire ingannato, ovvero il *reliance requirement*: è piuttosto la mancanza di affidamento degli altri investitori che può essere addotta dall'imputato come *defence* (52).

Questa *defence* annulla, pertanto, la presunzione relativa (denominata *fraud on the market theory*) inaugurata dalla sentenza *Basic Inc. v. Levinson* (53), secondo cui, in un mercato finanziario sviluppato e moderno, il prezzo di un titolo riflette tutta l'informazione disponibile riguardo ad esso, compresa quella falsa: di conseguenza, se un investitore fa affidamento su un prezzo che è stato alterato da un manipolatore, automaticamente si può dire che il manipolatore ha tratto in inganno l'investitore.

La teoria della 'frode rispetto al mercato' (54), è stata adottata dalla Corte suprema nel 1988. Essa assicura al ricorrente, in seno ad un processo civile, una *presunzione di affidamento* verso il convenuto nei casi in cui quest'ultimo abbia espresso dichiarazioni pubbliche ingannevoli: ciò esonera la presunta vittima dalla prova del proprio affidamento rispetto ad una specifica falsa rappresentazione della realtà operata dal presunto manipolatore e dalla necessità di allegare il comportamento che avrebbe alternativamente tenuto se avesse saputo la verità; il convenuto può difendersi mostrando che l'affidamento del ricorrente era, nel caso concreto, irragionevole. Successivamente, la «*fraud-on-the-market presumption of reliance*» si è

(51) Sui caratteri che tale 'pentimento operoso' deve possedere per poter godere della *defence* in analisi, cfr. *In re Apple Computer Sec. Litig.*, 886 F.2d 1109, 115 (9th Cir. 1989).

(52) Si veda HAZEN T.L., *The Law*, cit., §12.10. L'affidamento suscitato negli operatori del mercato non è invece un elemento di prova nell'ambito delle iniziative punitive intraprese dall'autorità pubblica: la SEC non deve provare l'affidamento di qualche investitore rispetto alla condotta di un manipolatore, per procedere in via amministrativa contro quest'ultimo (cfr. *SEC v. Alliance Leasing Corp.*, 28 Fed. Appx. 648, 2002 WL 10482 (9th Cir. 2002)).

(53) *Basic Inc. v. Levinson*, 485 U.S. 224, 108 S.Ct. 978, 99 L.Ed. 2d 194 (1988).

(54) *Basic, Inc. v. Levinson*, cit.

espansa fino ad includere la presunzione della causazione del danno (55). Alla sentenza della Suprema Corte si sono contrapposti alcuni pronunciamenti giurisprudenziali che resistono a questa tendenza espansiva (56) ed anche la dottrina statunitense esprime forti perplessità rispetto alla teoria della frode al mercato (57): questa teoria facilita infatti la proliferazione di azioni pretestuose in ambito finanziario (situazione a cui non ha posto rimedio nemmeno il *Private Securities Litigation Reform Act* del 1995 (58)), condotte senza legittimi diritti al fine di ottenere risarcimenti sproporzionati all'interesse vantato, approfittando dei bassi *standards* di prova imposti ai ricorrenti in questo settore dell'ordinamento.

## 2.2. Le altre fonti di incriminazione delle condotte finanziarie manipolative.

L'esame delle incriminazioni rilevanti in tema di manipolazione dei mercati non può arrestarsi al *Securities and Exchange Act*, poiché, fino al 2002, le condotte di *securities fraud* sono state perseguite ricorrendo a eterogenee fonti di incriminazione, adattate a questa forma di criminalità economico-finanziaria in via interpretativa: dalla *conspiracy to defraud* (59), all'applicazione estensiva del *Racketeer Influenced and Corrupt Organizations Act* del 1970 (60) e, soprattutto, alle figure della «*mail- and wire- frauds*», contenute alle *sections* 1341 e 1343 (61) del *title 18* dello *U.S. Code* (62).

(55) *In re Seagate Tech. II*, Sec. Litig., 843 F. Supp. 1341, 1355 (N.D. Cal. 1994); *Broudo v. Dura Pharms, Inc.*, 339 F. 3d 933, 938 (9th Cir. 2003); *Gebhardt v. ConAgra Foods, Inc.*, 335 F. 3d 824, 831-32 (8th Cir. 2003). Per una lettura critica di tale presunzione, FINSHIEL D. R., *Efficient Capital Markets, the Crash and the Fraud on the Market Theory*, in 74 *Cornell L. Rev.*, 1989, 907 ss. Per un'ulteriore serie di casi giurisprudenziali cfr. MOOS D., *Pleading around the Private Securities Litigation Reform Act, Reevaluating the Pleading Requirements for Market Manipulation Claims*, in 78 *S. Cal. L. Rev.*, 2005, 780, nt. 152.

(56) Ad es., *Emergent Capital Inv. Mgmt., LLC v. Stonepath Group, Inc.*, 343 F. 3d 189, 198 (2d Cir. 2003).

(57) Tra le voci critiche rispetto alla teoria della frode al mercato, MOOS D., *Pleading*, cit., 793-794.

(58) *Private Securities Litigation Reform Act of 1995*, Pub. L. No. 104-67, 109 Stat. 737.

(59) Sulla *conspiracy to defraud* come strumento per aggirare la frammentarietà delle single incriminazioni di frode cfr. PAPA M., *Conspiracy*, in *Dig. disc. pen.*, III, Torino, 1988, 104. Sulla *conspiracy*, in generale, BURKE A.-KADISH S.H., *Conspiracy*, in Kadish S.H. (Ed.), *Encyclopedia*, cit., 231 ss.

(60) Le norme che compongono il *RICO Act* sono ora codificate al *Title 18 U.S. Code, sections 1961-1968*. Sull'applicazione estensiva del *RICO Act*, cfr. LOWELL A.D.-ARNOLD K.C., *Corporate Crime after 2000: A New Enforcement Challenge or Deja Vu?*, in 40 *Am. Crim. L. Rev.*, 2003, 220.

(61) Section 1341, Chapter 63, Title 18 U.S. Code: «Frauds and swindles – Whoever, having devised or intending to devise any scheme or artifice to defraud, or for obtaining

Occorre soffermarsi, in particolare, su queste due ultime disposizioni, dirette a reprimere, rispettivamente, la frode postale e quella telegrafica; esse non tipizzano condotte di manipolazione del mercato, ma, nella pratica, sono gli strumenti normativi più impiegati nei casi di *securities frauds* per la loro flessibilità e per il minor impegno probatorio richiesto al *prosecutor*. Solo 'nella forma aggravata' le due fattispecie si riferiscono esplicitamente all'ambito finanziario, poiché entrambe dispongono che, se la violazione della norma determina un'offesa ad un'istituzione finanziaria, l'autore del fatto può essere punito come una pene pecuniaria fino a un milione di dollari o con una pena detentiva fino a trent'anni o con entrambe: «*If the violation affects a financial institution, such person shall be fined not more than \$ 1.000.000 or imprisoned not more than 30 year or both*». Nella loro forma non aggravata le *sections* 1341 e 1343 si limitano, come detto, ad incriminare, in via estremamente anticipata, condotte fraudolente commesse mediante mezzi di comunicazione ed altri *media*; le sanzioni previste da tali disposizioni sono state, peraltro, incrementate dalla *section* 903 del

money or property by means of false or fraudulent pretenses, representations, or promises, or to sell, dispose of, loan, exchange, alter, give away, distribute, supply, or furnish or procure for unlawful use any counterfeit or spurious coin, obligation, security, or other article, or anything represented to be or intimated or held out to be such counterfeit or spurious article, for the purpose of executing such scheme or artifice or attempting so to do, places in any post office or authorized depository for mail matter, any matter or thing whatever to be sent or delivered by the Postal Service, or deposits or causes to be deposited any matter or thing whatever to be sent or delivered by any private or commercial interstate carrier, or takes or receives therefrom, any such matter or thing, or knowingly causes to be delivered by mail or such carrier according to the direction thereon, or at the place at which it is directed to be delivered by the person to whom it is addressed, any such matter or thing, shall be fined under this title or imprisoned not more than 20 years, or both. If the violation affects a financial institution, such person shall be fined not more than \$1,000,000 or imprisoned not more than 30 years, or both»;

Section 1343, Chapter 63, Title 18 U.S. Code: «Fraud by wire, radio or television - Whoever, having devised or intending to devise any scheme or artifice to defraud, or for obtaining money or property by means of false or fraudulent pretenses, representations, or promises, transmits or causes to be transmitted by means of wire, radio, or television communication in interstate or foreign commerce, any writings, signs, signals, pictures, or sounds for the purpose of executing such scheme or artifice, shall be fined under this title or imprisoned not more than 20 years, or both. If the violation affects a financial institution, such person shall be fined not more than \$1,000,000 or imprisoned not more than 30 years, or both».

(62) Come sottolineato, ad esempio, da TRACEY A.M.-FIORELLI P., *Nothing Concentrates the Mind Like the Prospect of a Hanging: the Criminalization of the Sarbanes-Oxley Act*, in 25 N. Ill. U. L. Rev., 2004, 143 s.

*Sarbanes-Oxley Act* (63), che ha fissato il limite edittale massimo in venti anni di reclusione.

Le *sections* 1341 e 1343, dal punto di vista oggettivo, non descrivono altro che l'utilizzo del mezzo postale o di altro strumento di comunicazione, incentrando tutto il disvalore dell'illecito sulla finalità soggettiva di compiere un artificio fraudolento, su uno «*scheme to defraud*»: tale elemento soggettivo viene inferito dalle circostanze in cui il fatto è stato compiuto, in particolare viene ritenuto integrato quando la manovra speculativa ha determinato una perdita per gli investitori di un dato mercato e/o un guadagno per il supposto manipolatore (64).

Emerge, dunque, l'ampia indeterminazione degli illeciti di cui alle *sections* 1341 e 1343, che li rende assi inclini all'interpretazione creativa dalla giurisprudenza, con evidenti 'slabbramenti' applicativi che hanno travolto anche i tentativi di 'contenimento' della Corte suprema americana (65). Non a caso, quindi, la dottrina statunitense osserva da

(63) Pub. L. 107-204, July 30, 2002, 116 Stat. 745.

(64) *United States v. Berndt*, 86 F. 3d 803, 809 (8th Cir. 1996); *United States v. Bebr*, 33 F.3d 1033, 1035 (8th Cir., 1994); *United States v. Hatch*, 926 F.2d 387, 396 (5th Cir.); *United States v. D'Amato*, 39 F.3d 1249, 1257 (2d Cir. 1994). Per una rilettura ragionata delle applicazioni giurisprudenziali dei reati di *mail fraud*, cfr. SZOTT MOOHR G., *Mail Fraud Meets Criminal Theory*, in 67 U. Cin. L. Rev., 1998, 1 ss.

(65) Il culmine dell'ampliamento della punibilità per i due reati in analisi si è registrato negli anni '70, quando la giurisprudenza ritenne integrato lo *scheme to defraud* anche con riferimento a diritti immateriali - si è parlato a questo proposito di «intangibile rights doctrine» - dai contorni alquanto vaghi: si pensi, ad esempio, al diritto a non vedere disilluse le proprie aspettative e a non perdere tempo inutilmente, cfr. *United States v. Louderman*, 576 F.2d 1383 (9th Cir.). La Corte Suprema, nel 1987, cercò di ricondurre l'interpretazione delle *sections* 1341 e 1343 nell'alveo originale, costituito dalla repressione delle sole condotte offensive di beni aventi carattere strettamente patrimoniale (cfr. *Mc Nally v United States*, 483 U.S. 350 (1987)), ma fu presto smentita dapprima dalla prassi, poi dallo stesso legislatore federale che introdusse la *section* 1346, Title 18 U.S. Code, recettiva sostanzialmente della *intangibile rights doctrine*. Sull'evoluzione delle incriminazioni di *mail* e *wire-fraud* e sulla sentenza *Mc Nally*, cfr., rispettivamente, COFFEE J., *The Metastasis of Mail Fraud: the Continuing Story of the Evolution of a White Collar Crime*, in 21 Am. Crim. L. Rev., 1983, 3; ID., *Does "Unlawful" Mean "Criminal"? Reflections on the Disappearing Tort/Crime Distinction in American Law*, in 71 B.U.L. Rev., 193 ss., in cui l'A. sottolinea (202 s.) come le incriminazioni di *mail* e *wire fraud* siano perfetti esempi di una sempre più profonda e dannosa, in quanto foriera di una *overcriminalization*, commistione tra *civil law* e *criminal law*: «The federal mail and wire fraud statutes supply the most obvious example of the criminal law being overlaid on civil law standards. By the mid-1960s, federal courts had accepted the principle that the term "scheme to defraud" (which is the critical element in both the mail and wire fraud statutes) required neither that there be any pecuniary or property loss to the victim nor that the purpose of the scheme be contrary to state or federal law. Rather, it was



tempo che gli *statutes* contenenti le incriminazioni di *mail- and wire fraud* rappresentano «uno strumento per perseguire un numero pressoché illimitato di reati» (66).

Nel 2002, al complesso di norme incriminatrici idonee ad attagliarsi alle condotte di manipolazione dei mercati, si è aggiunta un'altra norma. La *section 807* del *Sarbanes-Oxley Act* ha, infatti, introdotto nel *title 18 U.S. Code* la *section 1348* che recita:

«chiunque consapevolmente ponga in essere, o tenti di eseguire, un inganno o un artificio (1) per frodare una qualunque persona relativamente a strumenti finanziari di un emittente i cui titoli siano registrati ai sensi della *section 12* del *Securities and Exchange Act* del 1934 o che sia obbligato a effettuare comunicazioni ai sensi della *section 15(d)* del *Securities and Exchange Act* del 1934; o (2) per ottenere, attraverso false o fraudolente richieste, rappresentazioni o promesse, denaro o diritti connessi all'acquisto o alla vendita di titoli di un emittente i cui titoli siano registrati ai sensi della *section 12* del *Securities and Exchange Act* del 1934 o che sia obbligato a effettuare comunicazioni ai sensi della *section 15(d)* del *Securities and Exchange Act* del 1934; deve essere punito con una pena pecuniaria ai sensi di questo titolo o con una pena detentiva fino a venticinque anni o con entrambe (67)».

Strutturalmente, l'incriminazione di cui alla *section 1348* presenta una componente bipartita. Al modulo oggettivo, costituito dal *disegno fraudolento* e dall'*artificio - scheme or artifice* - si deve aggiungere una

sufficient that a victim was defrauded of an "intangible right," such as the duty of public officials to provide "honest and faithful" services. The contours of this "intangible right" theory have always been uncertain, in part because the governing standard was the ineffable principle of "fair play". In Italia, cfr. la nitida ricostruzione di tali fattispecie da parte di PAPA M., *Il reato*, cit., 185 ss.

(66) Letteralmente, MINER R. J., *Federal Courts, Federal Crimes and Federalism*, in 10 *Harv. J.L. & Pub. Pol'y*, 1987, 121, che definisce queste due disposizioni «a vehicle for the prosecution of an almost unlimited number of offences».

(67) «Whoever knowingly executes, or attempts to execute, a scheme or artifice— (1) to defraud any person in connection with any security of an issuer with a class of securities registered under section 12 of the Securities Exchange Act of 1934 or that is required to file reports under section 15(d) of the Securities Exchange Act of 1934; or (2) to obtain, by means of false or fraudulent pretenses, representations, or promises, any money or property in connection with the purchase or sale of any security of an issuer with a class of securities registered under section 12 of the Securities Exchange Act of 1934 or that is required to file reports under section 15(d) of the Securities Exchange Act of 1934; shall be fined under this title, or imprisoned not more than 25 years, or both».

componente ad orientamento soggettivo (68): non rileva qualsiasi comportamento artificioso, ma solo quello *indirizzato intenzionalmente a frodare* un investitore finanziario, ovvero ad ottenere danaro o altre utilità attraverso richieste e promesse fraudolente o una rappresentazione artificiosa della redditività di uno o più strumenti finanziari.

### 3. Gli elementi caratterizzanti della repressione dei fenomeni manipolativi nel sistema statunitense. Sintesi.

Da un'analisi dal sistema normativo nordamericano, emergono alcuni caratteri salienti dell'approccio punitivo rispetto alle condotte di alterazione dei meccanismi di mercato. Ci pare che possano essere individuati fin d'ora quattro elementi caratterizzanti:

- i) il *defadamento dell'elemento soggettivo* nei reati concernenti le *securities frauds*, al fine di alleggerire gli *standards probatori* in relazione alla *mens rea*;
- ii) l'orientamento della strategia sanzionatoria *all'inasprimento delle pene* in funzione di prevenzione generale *negativa* e *rassicurazione simbolica* dei mercati;
- iii) l'*overcriminalization* delle condotte fraudolente tenute sui mercati finanziari;
- iv) il perseguimento del fatto illecito di manipolazione *mediante plurimi procedimenti sanzionatori*, tra quelli disponibili nell'apparato punitivo statale, al fine di evitare che, scampato ad un procedimento penale, il manipolatore possa andare esente da qualsiasi conseguenza pregiudizievole.

(68) Avogouleas definisce come 'misto' il modello americano della *section 10b* del *Securities and Exchange Act*, poiché la tipizzazione dell'illecito avviene mediante il ricorso a elementi oggettivi, ma anche soggettivi, cfr. AVGOULEAS E., *The Mechanics and Regulations of Market Abuse*, New York, 2005, 107.

3.1. *I elemento distintivo: la perdita di consistenza dell'intenzione nelle fattispecie penali concernenti le frodi finanziarie. Brevi considerazioni generali sul concetto di mens rea.*

Per indicare il *profilo soggettivo dell'illecito penale*, i sistemi di *common law* impiegano l'espressione *mens rea*. Si tratta di un concetto sfuggente che nasce nella prassi e continuamente viene modellato in via giurisprudenziale. Una serie di coordinate, che per il penalista continentale sono fondamentali per riflettere sul profilo soggettivo dell'illecito, vengono a mancare nello scenario statunitense e, più in generale, di *common law*: ad esempio, non è chiaro per i giuristi anglosassoni se la *mens rea* sia suscettibile di una definizione unitaria, se sia un principio o una categoria dogmatica, se abbia una valenza costituzionale; non sono, inoltre, definiti con sicurezza quanti e quali siano gli stati soggettivi in cui la *mens rea* si articola (69), né, infine, è certa la portata della dicotomia tra *actus reus* (elemento oggettivo del reato) e *mens rea* (elemento soggettivo del reato) (70).

Con particolare riferimento al panorama federale statunitense, emerge l'assenza di una *definizione normativa* della *mens rea*: non si dispone di *referimenti giuridici vigenti*, bensì di un codice penale modello, il *Model Penal Code*, che in alcune *sections* si occupa di articolare la struttura dell'elemento soggettivo dell'illecito.

Dopo aver affermato il principio *No liability without culpability*, cioè la necessità di un'improverabilità soggettiva dell'imputato per poterlo condannare, il *Model Penal Code*, alla *section 2.02*, descrive quattro elementi soggettivi del reato: *purpose, knowledge, recklessness* e *negligence*. Una persona agisce *purposely* rispetto ad un estremo della condotta o ad un risultato, se tale dato costituisce *l'obiettivo consapevolmente perseguito dall'agente*; se, invece, l'elemento del fatto è una *circostanza concomitante alla condotta*, l'agente opera *purposely* se ne ha la *piena consapevolezza*. Si agisce *knowingly* quando il soggetto attivo *sa con certezza che la sua condotta produrrà un certo risultato o possiede certi connotati* oppure, se si tratta di una circostanza concomitante all'agire, *sa*

(69) Sul punto, da noi, CADOPPI A., *Mens rea*, in *Dig. disc. pen.*, VII, Torino, 1992, 621; identica constatazione in BLOCH K.E.-MCMUNIGAL K.C., *Criminal*, cit., 213.

(70) I concetti di *mens rea* e *actus reus* sono definiti le pietre angolari della discussione attorno alla responsabilità penale da LYNCH A.C.E., *The Mental Element in the Actus Reus*, in *98 Law Q. Rev.*, 1982, 111. Progressivamente è emerso, però, un certo disincanto verso la portata euristica di questa dicotomia, come, ad esempio, da parte di ROBINSON P.H., *Should the Criminal Law Abandon the Actus Reus-Mens Rea Distinction?*, in Shute S.-Gardner J.-Holder J. (Eds.), *Action and Value in Criminal Law*, Oxford-New York, 1993, 187 ss.

esattamente che essa esiste. La *recklessness* è, invece, definita come consapevole trascuratezza di un rischio sostanziale ed ingiustificabile, concretizzazione di una grave deviazione da uno *standard* di condotta diligente. Si agisce con *negligence*, infine, quando non ci si avvede, pur dovendo, di un rischio sostanziale ed ingiustificabile; nella *recklessness*, a differenza della *negligence* si richiede, insomma, la consapevolezza, in capo all'autore, di avere attivato con la propria condotta un sostanziale rischio (si parla di *actor's awareness of risk*) (71). Dalla lettura della *section 2.02* emerge anche che, sebbene si prescrive come regola che quando la norma prevede una delle quattro forme di *mens rea*, essa valga rispetto a tutti gli elementi del fatto, è ben possibile che si configurino elementi psicologici diversi a seconda dei diversi elementi del fatto (72).

Nemmeno il *Model Penal Code* costituisce un 'appiglio' sicuro, poiché, se è vero che molti ordinamenti statali lo hanno preso a paradigma nell'elaborazione dei propri codici penali (73), è altrettanto incontestabile che il codice penale modello non ha lasciato alcuna traccia significativa nella legislazione federale e, dal punto di vista scientifico, le critiche alle soluzioni impiegate alle *sections 2.01 ss.* nel disciplinare l'elemento psicologico del reato sono state molte e fondate (74).

A livello federale, rimane alla giurisprudenza e alla dottrina il compito di conferire razionalità alla congerie di espressioni con cui la legge descrive il profilo intenzionale del reato (75). Come riassunto efficacemente da Edgar: «il termine *mens rea* elude una precisa definizione. Ognuno lo impiega per rendere l'idea che, con rare e controverse eccezioni per gravi crimini, la condanna penale richiede che l'accusato abbia agito animato da un certo stato mentale (*mental state*), un atteggiamento soggettivo colpevole (*a guilty mind*)» (76).

(71) Per un'esegesi delle espressioni del *Model Penal Code* in tema di *mens rea*, cfr. EDGAR H., *Mens rea*, in Kadish S.H. (Ed.), *Encyclopedia*, cit., 1036; ROBINSON P.H., *Criminal Law*, New York, 1997, 216.

(72) Come sottolineato da CADOPPI A., *Mens*, cit., 643.

(73) Ne riferisce ROBINSON P.H., *Criminal*, cit., 208.

(74) Ad esempio, si pensi alle critiche di Fletcher alla c.d. 'analisi per elementi' che rampolla dalle disposizioni del *Code*, cioè alla possibilità che distinti elementi del fatto siano ricoperti da differenti elementi soggettivi, cfr. FLETCHER G.P., *Model Penal Code Conference Transcription, Discussion Two* (Nov. 6, 1986), in *19 Rutgers L. J.*, 1988, 636 ss.

(75) Per una visione riassuntiva delle diverse opinioni dottrinali americane sulla estensione e sulle forme della *mens rea*, anche in prospettiva storica, cfr. CADOPPI, *Mens*, cit., 622 ss.

(76) EDGAR H., *Mens*, cit., 1028-1029.

Nell'analisi del sistema statunitense, al pari degli altri sistemi di *common law*, all'assenza di una precisa definizione normativa di contenuto e confini dell'elemento soggettivo dell'illecito si contrappone la presenza di plurime espressioni terminologiche con cui le singole fattispecie incriminatrici esprimono il disvalore di intenzione che deve animare il fatto di reato: rimanendo alla sola legge federale americana, si evidenzia un disegno estremamente frammentato del profilo psicologico del reato, declinando la *mens rea* in più di cento tipi soggettivi differenti (77).

Peraltro, accade a volte che lo stesso termine con cui si disegna l'elemento soggettivo in una fattispecie incriminatrice sia interpretato dai giudici in modo differente quando compare in un'altra disposizione, di modo che non è possibile fornire una esegesi unitaria nemmeno dei singoli lessemi impiegati dalla legge: posto in due disposizioni diverse, lo stesso termine può assumere in concreto un differente significato (78). Molti Autori sottolineano come, nel diritto statunitense, i termini impiegati dalle norme incriminatrici per definire il tipo soggettivo dell'illecito (*knowingly, willfully, purposefully, malice* ecc.) non siano definiti dalla legge, ma dalle corti a seconda della norma che viene in considerazione e del tipo di fatto concreto che si trovano di fronte (79); a questo proposito, è ben nota la rassegnata constatazione di Fletcher:

(77) La ricognizione è di LAUFER W.S., *Culpability and Sentencing Corporation*, in 71 *Neb. L. Rev.*, 1994, 1065, il quale 'aggiorna' il calcolo effettuato da Weireb negli anni Settanta; quest'ultimo A. aveva enumerato settantasei espressioni legislative diverse per riferirsi all'elemento soggettivo, cfr. WEIREB L., *Comment on Basis of Criminal Liability; Culpability; Causation; Chapter 3; Section 610*, in *Working Papers of the National Commission on Reform of Federal Laws* 2, I, Washington D.C., 1970, 105 ss. Di recente, THORNBURGH D., *The Dangers of Over-Criminalization and the Need for Real Reform: The Dilemma of Artificial Entities and Artificial Crimes*, in 44 *Am. Crim. L. Rev.*, 2007, 1281 che riconosce come l'elaborazione giurisprudenziale americana, con riferimento all'elemento soggettivo del reato, si sia sviluppata in maniera casuale e che possano essere identificati tre o quattro grandi concetti con riferimento all'elemento soggettivo dell'illecito, posti tra loro in rapporto scalare decrescente (*purpose, knowledge, reckless indifference to a consequence* e, più raramente, *negligent failure to appreciate the risk*).

(78) La constatazione è di LA FAVE W.R.-SCOTT A.R., *Substantive Criminal Law*, I, St. Paul, 1986, 297 ss.

(79) Cfr. TRACEY A.M.-FIORELLI P., *Nothing*, cit., 139 s. Sottolinea come la mancanza di definizione dei lessemi impiegati per descrivere lo stato soggettivo dell'agente possa portare ad una confuse delimitazione tra le fattispecie civili di frode finanziaria, che richiedono che l'autore agisca *scienter*, e quelle penali, per le quali è indispensabile la *willfulness*, SILVER C.B., *Penalizing Insider Trading: A Critical Assessment of the Insider Trading Sanctions Act of 1984*, in *Duke L. J.*, 1985, 1021.

«non c'è un termine carico di maggiore ambiguità della veneranda locuzione latina impiegata dal diritto penale anglo-americano: *mens rea* (80)».

La proliferazione di espressioni che specificano l'elemento soggettivo è tipica dei reati di *statutory law*, cioè quelli previsti dalla legge, e non di quelli di *common law*, che coincidono, grosso modo, con i reati 'naturali', ovvero costantemente repressi dall'ordinamento giuridico e, più specificamente, dalle corti. La natura artificiale del reato, cioè la percezione di una carenza di disvalore sociale del fatto, avrebbe spinto il legislatore, nel provvedere alla tipizzazione degli illeciti, ad inserire nel tipo forme specifiche e qualificate di *mens rea*, peculiari per quelle fattispecie (81).

Le fattispecie 'costanti' sarebbero, insomma, più spesso caratterizzate da un elemento soggettivo non particolarmente complesso, il *general intent*, mentre le ipotesi criminose di creazione artificiale ricorrerebbero più spesso a forme qualificate di colpevolezza o sotto il profilo della *speculazione finalistica* – paradigmatica l'espressione *purposefully* – o dal punto di vista della *coscienza dell'illiceità*: ad esempio, si può pensare al termine *willfully*, anche se non è pacifico che tale concetto sottenda la necessità che l'agente apprezzi l'illegalità della propria condotta (82).

### 3.1.1. La progressiva perdita di intensità della *mens rea* nelle incriminazioni relative alle securities frauds.

Il carattere frammentario della *mens rea* si può apprezzare anche nel microsistema dei reati impiegati per la repressione delle condotte di manipolazione del mercato.

La *section 32(a)* del *Securities and Exchange Act* impiega l'avverbio *willfully* (intenzionalmente) per indicare il disvalore soggettivo che deve

(80) Cfr. FLETCHER G.P., *Rethinking Criminal Law*, Boston, 1978, 398: *there is no term fraught with greater ambiguity than that venerable Latin phrase that haunts Anglo-American criminal law: mens rea.*

(81) Sui rapporti tra intensità e complessità dell'elemento soggettivo e disvalore sociale del fatto, cfr. CADOPPI A., *Mens*, cit., 632.

(82) Sull'incerta ampiezza del termine *willfully*, nel senso che non è chiaro se debba o no comprendere anche la coscienza dell'illiceità del fatto, cfr. EDGAR H., *Mens*, cit., 1036.

animare chi viola le disposizioni in materia di manipolazione e frode finanziaria. È richiesta la dimostrazione che l'accusato abbia agito «*with willfulness*», cioè le sue azioni devono essere state deliberate, intenzionali e le conseguenze dannose per il mercato e gli investitori non devono, pertanto, essere state il frutto di una negligenza, imprudenza o di un errore incolpevole (83): il *prosecutor* deve insomma dimostrare che l'imputato abbia avuto un «*evil purpose*» (84).

Le *sections* 1341 e 1343, dedicate alla repressione delle *mail- and wire frauds*, puniscono, invece, l'autore del fatto se ha agito allo scopo di eseguire un progetto fraudolento (*for the purpose of executing such scheme or artifice or attempting so to do*).

Infine, la *section* 1348, disposizione dedicata alle *securities frauds*, sanziona semplicemente «*whoever knowingly executes a scheme or artifice*», cioè la norma incriminatrice si limita a richiedere la *consapevolezza* nell'esecuzione di un progetto fraudolento o di un artificio.

La *section* 1348 costituisce un esempio di costruzione *processualmente orientata della fattispecie penale* (85), posto che non sono stati menzionati nella nuova disposizione alcuni elementi risultati di difficile gestione probatoria nell'applicazione delle norme penali già esistenti, al fine di rendere più agile la persecuzione delle condotte di manipolazione (86).

(83) *United States v. Tarallo*, 380 F. 3d 1174, 1181 (9th Cir. 2004); *United States v. Cassese*, 428 F.3d 92, 98 (2d Cir. 2005).

(84) Così si esprime la Corte in *United States v. Gross*, 961 F. 2d 1097, 1102 (3d Cir. 1992).

(85) Sui rapporti tra concetti del diritto sostanziale e problematiche processuali e probatorie, nel quadro di un'evoluzione dei sistemi giuridici continentali verso la *case law*, cfr., VOLK K., *Diritto penale ed economia*, in ID., *Sistema penale e criminalità economica*, Napoli, 1998, 204 ss.

(86) Per una spiegazione dello scarso numero di condanne di persone giuridiche per reati economici da parte dei giudici americani, BUCY P.H., *Why Punish?: Trends in Corporate Criminal Prosecutions*, in 44 *Am. Crim. L. Rev.*, 2007, 1301. L'Autrice ritiene che la crescente consapevolezza che la condanna della persona giuridica a una pena severa implichi spesso la morte dell'azienda e riveli così una potenzialità «*overkiller*» abbia spinto tanto i *managers* quanto i *prosecutors* verso nuove forme di collaborazione che si esplicano, ad esempio, in accordi aventi ad oggetto la sospensione dell'esecuzione della sanzione (e poi la sua estinzione) in caso di condotte cooperative tenute dall'ente con l'autorità giudiziaria. Ulteriormente, uno dei possibili fattori del ridotto numero di condanne viene identificato dall'Autrice nella crescita di condotte di *self-policing* da parte delle società commerciali, che vigilano e denunciano condotte illecite tenute dai propri dipendenti. È, invece, scettica sull'effettività della *self regulation* WEISMANN M.M., *Corporate Transparency or Congressional Win-*

Ad esempio, rispetto alle *sections* 1341 e 1343, impiegate in precedenza per contrastare i fenomeni di frode finanziaria, la *section* 1348 non richiede più la prova dell'impiego di un mezzo di comunicazione determinato, né che la speculazione illecita sia attuata in connessione con *l'acquisto o la vendita di un titolo*, ma semplicemente che lo schema fraudolento sia *in qualsiasi modo connesso con un titolo finanziario* (87).

Quello che ancor più rileva dal punto di vista della semplificazione probatoria è che la *section* 1348 non richiede che la violazione sia *willfull*, come accade invece nelle disposizioni penali del *Securities and Exchange Act*, ma semplicemente che sia compiuta *con consapevolezza (knowingly)* (88). La violazione della *section* 1348 deve essere assistita dal *general intent*, il che vuol dire che l'accusato deve semplicemente porre in essere un'azione sorretta da consapevolezza e volontà. L'accusato deve avere compreso e voluto il significato della propria azione, ma non è richiesto che conosca la normativa che ha violato, né che si avveda dell'illiceità, anche generica, della propria condotta, né, infine, che abbia agito al solo scopo di manipolare il mercato (89).

Rispetto al combinato disposto tra la *section* 32(a) e le *sections* 9 e 10, è evidente la differenza qualitativa dal punto di vista dell'elemento soggettivo. In queste ultime fattispecie è presente il requisito della *intenzionalità* della condotta (*willfulness*), che richiede che venga provato, oltre ogni ragionevole dubbio, che l'accusato abbia agito allo scopo di

*dow-Dressing? The Case against Sarbanes-Oxley as a Mean to Avoid Another Corporate Debacle: the Failed Attempt to Revive Meaningful Regulator Oversight*, in 10 *Stan. J.L. Bus. & Fin.*, 2004, 112 ss.

(87) A dire il vero, il requisito della *connessione della condotta con l'acquisto o la vendita di azioni* non possiede particolari capacità selettive, infatti era stato già precedentemente interpretato in senso molto lato. Sulla scarsa selettività dell'estremo della connessione della manovra con una transazione finanziaria, LOWELL A.D.-ARNOLD K.C., *Corporate*, cit., 224.

(88) La *statute law* ricorre, come noto, a vari termini per individuare la presenza di precisi elementi psicologici a seconda del tipo di elementi costitutivi del reato (cfr. EDGAR H., *Mens*, cit., 1035), per cui, ad esempio, riferendosi a circostanze di fatto concomitanti all'agire, l'*intention* viene declinata come *knowledge*; il *Model Penal Code*, inoltre, alla *section* 2.02, descrive quattro elementi soggettivi del reato: *purpose*, *knowledge*, *recklessness* e *negligence*. Sull'elemento della *knowledge* nell'ambito della *section* 1348 e sulle sue radici di politica del diritto, cfr. SWANSON C., *Insider Trading Madness: Rule 10b-5 And the Death of Scienter*, in 52 *U. Kan. L. Rev.*, 2004, 168.

(89) Sulla sufficienza della sola coscienza e volontà del comportamento per integrare la *mens rea*, RATNER D.L.-HAZEN T.L., *Securities*, cit., 266.

violare un obbligo legale, sancito in una disposizione specifica (90): si ricordi che la norma esordisce riferendosi ad ogni persona che intenzionalmente violi una qualunque previsione del *chapter* di cui fa parte, ad eccezione della *section 30a* (*Any person who willfully violates any provision of this chapter (other than section 30a [78dd-1 of this title])*).

Questa semplificazione dell'elemento volitivo non si apprezza solo dal lato del minor onere probatorio gravante sul *prosecutor*, ma anche dal punto di vista delle *defences* spendibili dal privato: non essendo richiesta la *willfulness*, l'accusato non può, infatti, addurre di essere privo dell'elemento soggettivo del reato, allegando le *defences*, precedentemente esaminate, della *lack of knowledge* o della *good faith*, che sono invece tipiche armi della difesa rispetto alle accuse incentrate sulle norme incriminatrici del *Securities and Exchange Act* (91).

A dispetto dei differenti modelli normativi e delle topiche definizioni giurisprudenziale della *mens rea*, è ben possibile però percepire il progressivo defedamento dell'elemento soggettivo in atto in diversi settori del diritto penale dell'economia, rispetto a cui la *section 1348* non fa eccezione: non a caso alcuni commentatori hanno definito l'elemento soggettivo di quest'ultima *section* assolutamente minimale (92). La *section 1348* riflette, pertanto, un processo complessivo, che «diluisce il requisito della *mens rea* per varie fattispecie incriminatrici (93)».

Questo *trend* legislativo segue l'atteggiamento della giurisprudenza nell'interpretazione dell'elemento soggettivo dei reati economici: a dispetto del rilevante ruolo giocato dalla *mens rea* nella costruzione di molte fattispecie astratte, l'interpretazione concreta degli estremi intenzionali del tipo ha subito progressivamente, un processo di

(90) Ritengono che la *willfulness* incorpori la violazione intenzionale della legge LOWELL A.D.-ARNOLD K.C., *Corporate*, cit., 223 ss., ma si ricordi che non si tratta di una constatazione pacifica in dottrina, cfr. infatti, dubitativamente, EDGAR H., *Mens*, cit., 1036.

(91) Di cui alle *sections 18j(b)* - 78 ff, *title 15 U.S.Code*. Cfr. SZOTT MOOHR G., *An Enron Lesson: the Modest Role of Criminal Law in Preventing Corporate Crime*, in 55 *Fla. L. Rev.*, 2003, 953.

(92) In questo senso, BUCY P.H., *"Carrot and Sticks": post-Enron Regulatory Initiatives*, in 8 *Buff. Crim. L. Rev.*, 2004, 288.

(93) La progressiva 'diluizione' dell'elemento soggettivo in molte fattispecie di recente introduzione nell'ordinamento federale è colta da LERNER C.S.-YAHYA M.A., *Regulation through Criminalization: "Left behind" after Sarbanes-Oxley*, in 44 *Am. Crim. L. Rev.*, 2007, 1384 s.

'oggettivizzazione', al fine di migliorare l'efficienza repressiva della fattispecie penale in cui sono inseriti.

Va solo cursoriamente osservato che, forse, la perdita di pregnanza dell'elemento soggettivo potrebbe non facilitare significativamente la prova dell'illecito. Parte della dottrina statunitense sostiene che l'attenuazione del disvalore di intenzione nella nuova *section 1348* non sia, in realtà, utile, poiché la competenza solitamente posseduta dagli imputati di una *securities fraud* rende di per sé facile al *prosecutor* la dimostrazione che essi avevano consapevolezza della dannosità ed illiceità della propria condotta (94): si tratta, in effetti, di *managers* che hanno continui contatti con la SEC e altri organi tecnici e quindi ben conoscono la linea discriminatrice tra speculazione lecita e manipolazione dei prezzi.

### 3.1.2. La ricostruzione giurisprudenziale dell'elemento soggettivo nelle incriminazioni relative alle securities frauds.

L'impatto degli scandali finanziari del primi anni duemila (Enron, Arthur Andersen, Global Crossing, Tyco, Worldcom, ecc.) ha spinto tutte le componenti dell'apparato statale americano a reagire: se il Congresso ha emanato nuove norme in materia di *business crimes*, le corti hanno lavorato prevalentemente, innovandone le definizioni, sul profilo soggettivo del reato, che nel diritto penale economico è peraltro, anche nel sistema statunitense, il più problematico dal punto di vista probatorio (95).

Una delle più significative costruzioni giurisprudenziali è senz'altro la formula della «*conscious avoidance*», traducibile come «consapevole astensione dalla denuncia e dal controllo» o «volontaria ignoranza» (si usano anche formule come «*willful blindness*» e «*deliberate ignorance*» (96)),

(94) Come sottolineato da BOWMAN F.O., *Pour encourager les Autres? The Curious History and Distressing Implications of the Criminal Provisions of the Sarbanes-Oxley Act and the Sentencing Guidelines Amendments That Followed*, in 1 *Ohio St. J. Crim. L.*, 2004, 404.

(95) In generale, sulla prova della *mens rea*, BRIGGS L.A., *Presumptive Mens Rea: An Analysis of the Federal Judiciary's Retreat from Sandstrom v. Montana*, in 64 *Notre Dame L. Rev.*, 1989, 367 ss.

(96) Sulla dottrina della *willful blindness*, cfr., LA FAVE W.R. - SCOTT A.W., *Substantive Criminal Law*, St. Paul, 1986, 307; più di recente, BLOCH K.E.-MCMUNIGAL K.C., *Criminal*, cit., 269 ss.

come principale strumento concettuale per perseguire i *managers* di alto livello di una società quando essi non abbiano posto in essere direttamente l'illecito, ma abbiamo sostenuto, incoraggiato, o semplicemente siano stati al corrente che un dipendente di livello inferiore stesse commettendo un illecito (97).

Un'applicazione di questa 'dottrina' si è avuta nel caso del *crack* della MCI WorldCom. Inc., i cui dirigenti, compresi il *Chief Financial Officer* (CFO), ed il *Chief Executive Officer* (CEO) – ovvero il direttore finanziario e l'amministratore delegato – furono condannati nel 2005 per una serie di imputazioni, comprese quelle di *securities fraud* e di *conspiracy to commit securities fraud*, a pene fino a 25 anni di carcere. Tale pronuncia è stata confermata anche in appello: il secondo circuito ha affermato, infatti, la responsabilità dei vertici della società, in particolare del CEO Bernard Ebbers, per l'imputazione di *securities fraud*, poiché volontariamente non verificarono la fondatezza del sospetto che gli fosse sorto (o sarebbe dovuto sorgere) sulla liceità delle condotte dei *managers* della azienda (98).

In questo quadro interpretativo e legale di progressiva decostruzione della *mens rea* si inserisce la teoria, prima accennata, della «*conscious avoidance*», che permette al *prosecutor* di dedurre la *conoscenza* dell'imputato di un determinato fatto illecito dalla consapevolezza del rischio che l'illecito sia stato compiuto.

L'impostazione teorica risale ad una sentenza, emanata a tutt'altro proposito, nel caso *United States v. Jewell*: si trattava di un episodio di trasporto di droga da parte di un soggetto che guidava un'auto di proprietà di un'altra persona; l'accusa affermò che l'imputato *deliberatamente evitò di verificare* se nel mezzo fosse presente della droga e così *di avere una effettiva consapevolezza della presenza dello stupefacente*, al fine di evitare la responsabilità penale in caso di scoperta da parte della polizia. La Corte di appello accolse la posizione del *prosecutor* ritenendo che la «*deliberata ignoranza* e l'*effettiva conoscenza* sono egualmente colpevoli» e, al contempo, che tale equiparazione non riduce l'elemento della *mens rea* ad una finzione (99).

(97) Sull'impiego della *willful blindness* per aggirare problemi probatori in ordine all'elemento soggettivo dei vertici di organizzazioni complesse, cfr. LOWELL A.D.-ARNOLD K.C., *Corporate*, cit., 229.

(98) *United States v. Ebbers*, 458 F.3d 110, 129 (2d Cir. 2006).

(99) *United States v. Jewell*, 532 F.2d 697 (9th Cir. 1976). Peraltro, anche nel sistema inglese si opera l'equazione tra *willful blindness* e *knowledge*, cfr. ASHWORTH A., *Principles of Criminal Law*<sup>3</sup>, Oxford-New York, 2006, 190 s.

Si tratta dello stesso *standard* adottato dal *Model Penal Code* per il quale, se una persona *si rende conto dell'alta probabilità dell'esistenza di una circostanza*, egli *conosce* quella circostanza, a meno che egli sia convinto che non esista (100). In un altro precedente giurisprudenziale sul punto venne chiarita la *ratio* politico-criminale sottesa a tale approccio: «lo scopo della *willful blindness theory* è di criminalizzare coloro che, riconoscendo la probabilità di esistenza di un illecito, nonostante ciò rifiutino di intraprendere le più elementari iniziative investigative» (101).

Queste teorie sono state impiegate a fini repressivi nel corso dei giudizi contro i *managers* di più alto livello delle società coinvolte nei noti fallimenti di inizio millennio, per scardinare le argomentazioni difensive secondo cui, in un'impresa di grandi dimensioni, *gli amministratori non possono sapere tutto quello che succede nella società* (102). La teoria della *conscious avoidance* non dovrebbe essere però utilizzata per la prova dell'*intento di perseguire uno specifico scopo* nei reati che presentano tali elementi finalistici della propria fattispecie, quale è, ad esempio, proprio l'incriminazione di cui alla *section 1348*. Di fronte al caso in cui un amministratore immagini, senza sapere con certezza nulla di preciso, che un dipendente della società stia compiendo una manipolazione 'al rialzo' dei titoli della società per aumentare il proprio stipendio (ipotizzando che sia pagato in parte con azioni), affermare che il dirigente *si tiene volontariamente all'oscuro dell'illecito* non compensa la mancata partecipazione di questo alla proiezione finalistica che la norma richiede in capo all'autore, vale a dire lo scopo di indurre altri a comprare o vendere strumenti finanziari (103).

La giurisprudenza ha comunque chiarito che l'atteggiamento di deliberata ignoranza di un illecito commesso da altri, nell'ambito della società in cui si opera, deve essere inferito dalle circostanze concrete: «de circostanze concomitanti all'agire siano tali che una persona ragionevole possa concludere che le sole circostanze avrebbero dovuto fare

(100) Cfr. *Model Penal Code*, *section 2.03*; v. anche *United States v. Jewell*, cit., 701. Nella dottrina statunitense, sull'equazione tra *consapevolezza dell'alta probabilità di una circostanza* e *conoscenza* di quest'ultima, cfr., ROBINSON P. H., *Criminal*, cit., 214 s.

(101) *United States v. Hiland*, 909 F.2d 1130 (8th Cir. 1990).

(102) Ne riferiscono LOWELL A.D.-ARNOLD K.C., *Corporate*, cit., 230.

(103) Ed in effetti questo dato è stato riconosciuto in giurisprudenza, cfr. *United States v. Tropeano*, 252 F.3d 653, 660 (2d Cir. 2001).

comprendere agli accusati la natura illecite della propria condotta (104)».

3.2. *Il elemento distintivo: la severità della risposta sanzionatoria penale rispetto alle securities frauds.*

Dal punto di vista del trattamento sanzionatorio, il sistema statunitense di controllo sui mercati finanziari si segnala come uno dei più severi al mondo e non si tratta di un dato che la dottrina, e soprattutto i soggetti economici destinatari del controllo, percepiscono come un motivo di vanto per l'ordinamento finanziario di quel Paese. Il problema può essere riassunto con una frase che compare in un rapporto del *Committee on Public Markets Regulation*, comitato indipendente composto da ventidue *top managers* di organizzazioni finanziarie americane: «le sanzioni sono cresciute in modo sproporzionato rispetto all'effetto deterrente che sono in grado di determinare (105)».

Occorre ora ricostruire gli itinerari normativi attraverso cui il sistema americano è giunto a costruire una risposta sanzionatoria così severa.

Fino all'entrata in vigore del *Sarbanes-Oxley Act* del 2002, le condotte di manipolazione e frode rispetto al mercato finanziario venivano punite, qualora il *prosecutor* lo riteneva opportuno, ricorrendo all'antica figura della *section 32(a) del Securities Exchange Act* o, più spesso, impiegando le fattispecie relative alla *mail- and wire fraud*.

Nel 2002, il *Sarbanes-Oxley Act* ha introdotto nuove autorità ed organi di controllo (106), obblighi di comunicazione al pubblico, parametri per le procedure contabili, ma soprattutto, dal punto di vista strettamente penalistico, nuove norme incriminatrici ed aumenti delle pene edittali per quelle già esistenti: queste ultime misure sono contenute nei *titles VIII e IX dell'Act*, rispettivamente denominati

(104) *United States v. Guzman*, 754 F.2d, 482, 489 (2d Cir. 1985).

(105) «The penalties have grown disproportionately large relative to their deterrent benefit», cfr. COMMITTEE ON PUBLIC MARKETS REGULATION, *Interim Report of the Committee on Public Markets Regulation*, 2006, 11.

(106) Si pensi al *Public Company Accounting Oversight Board*, un soggetto di diritto privato deputato a verificare il corretto assolvimento dei propri compiti da parte delle società di revisione e degli *auditors* delle *public companies*.

*Corporate And Criminal Fraud Accountability e White Collar Crimes Penalty Enhancement* (107).

Ai fini della nostra analisi, la previsione più importante del *Sarbanes-Oxley Act* è stata l'introduzione, ad opera della *section 807*, di una nuova fattispecie, rubricata *securities fraud*, inserita alla *section 1348, chapter 63, title 18 U.S.Code*.

Dopo l'entrata in vigore della riforma del 2002, però, un medesimo tipo di condotta può essere alternativamente sussunto, a discrezione del *prosecutor*, nella *section 32(a) del Securities Exchange Act* o nella *section 1348*. Quest'ultima incriminazione prevede una pena fino a 25 anni di carcere, congiunta con la pena pecuniaria fino a 250.000 dollari per le persone fisiche e 500.000 dollari per le *corporations* (108).

Per comprendere pienamente le dimensioni dell'incremento di severità della pena per i reati economici in analisi occorre, quindi, guardare anche alle *guidelines* sanzionatorie, che sono state elaborate da una commissione tecnica e politicamente indipendente (la *U.S. Sentencing Commission* (109)).

L'ammontare concreto della pena inflitta dipende, come noto, dai parametri predisposti dalle *sentencing guidelines*, che, peraltro, sono state riviste dopo l'entrata in vigore del *Sarbanes-Oxley Act* (110), mediante

(107) Per una panoramica degli interventi contenuti nel *Sarbanes-Oxley Act*, cfr. SZOTT MOOHR G., *An Enron*, cit., 940 ss. Il maggior tasso di eteroregolamentazione dello Stato sulle attività finanziarie non è stato accolto senza critiche, appuntate principalmente sugli eccessivi costi di *compliance* rispetto a tale nuova impostazione normativa imposti ai soggetti economici. Riassuntivamente, su tali critiche, cfr. MURDOCK C.W., *Sarbanes-Oxley Act Five Years Later: Hero or Villain?*, in 39 *Loy. U. Chi. L. J.*, 525, in particolare, 563.

(108) Cfr. *Title 18 U.S.Code*, § 3571 (b)-(c).

(109) La composizione della Commissione è di sette membri votanti, di cui non più di tre possono essere giudici federali. I componenti sono nominati dal Presidente degli Stati Uniti e confermati dal Senato e a essi si aggiunge l'*attorney general* o un suo delegato quale membro non votante.

(110) Vi è da dire che, già nel 2001, le *guidelines* erano state riviste per incrementare la sanzione in caso di causazione di un danno economico rilevante. Per un'approfondita analisi della riforma delle *sentencing guidelines* dopo il *Sarbanes-Oxley Act*, cfr. BOWMAN F.O., *Pour encourager*, cit., 373 ss. Lo stesso A. sottolinea (386) come, tra i parametri impiegati dalla Commissione per la determinazione della griglia di pene adeguate ad una fattispecie entro cui il giudice poi presceglie la pena del caso concreto, compaiono voci estremamente indeterminate, rispetto alle quali la discrezionalità del giudicante ha buon gioco per districarsi. Ad esempio, si pensi al concetto di *loss* (costo, perdita) generato da una condotta di *securities fraud*: tale parametro è in grado di determinare una marcata variazione sanzionatoria, sia verso il basso sia verso l'alto. A seconda delle voci di danno che il giudice

l'inserzione di nuovi fattori di aggravamento della sanzione nelle note grigie a doppia entrata che le compongono (111). Sono stati previsti come elementi incidenti sull'aumento della pena per i reati economici, la produzione di un danno patrimoniale di più di 200 milioni di dollari (un maggiore effetto aggravante è previsto se le perdite generate ammontano a più di 400 milioni); il coinvolgimento nella manovra speculativa di più di 250 vittime; l'esposizione al pericolo di insolvenza di organizzazioni rilevanti sul mercato o di più vittime individuali; infine, la natura qualificata (direttore o amministratore di una società quotata) dell'autore della speculazione (112).

Si può constatare, per inciso, che la scelta di utilizzare, quale parametro per misurare la gravità del disvalore del fatto, anche il dato relativo all'*ammontare del danno* è coerente con l'impostazione sanzionatoria sottesa *guidelines* federali relative ai reati contro il patrimonio, in cui il valore della cosa sottratta o del danno procurato funge da criterio per graduare la sanzione, ad esempio, per la frode, il furto, l'appropriazione indebita, il danneggiamento, la contraffazione o il falso (113).

ritenga di inserire in esso, del concetto di vittima che intenda prescegliere, della valuta che impieghi ecc., possono essere ottenuti risultati diversissimi: potrebbe ritenersi che il medesimo tipo di condotta sia produttivo di un danno particolarmente grave o di uno non particolarmente significativo, con evidenti conseguenze in termini di aumento o diminuzione della pena. Peraltro, come Bowman avverte (411), l'indeterminatezza delle *guidelines* consegue a quella delle direttive indirizzate alla *Sentencing Commission* dalla *section 905* del *Sarbanes-Oxley Act*, che, infatti, appaiono alquanto imprecise.

(111) Sul modello nord-americano di *sentencing*, in Italia, per tutti, MANNOZZI G., *Razionalità e "giustizia" nella commisurazione della pena*, Padova 1996, 71 ss.

(112) Cfr. § 2B1.1 U.S. *Sentencing Guidelines Manual*; v. *United States Sentencing Commission, Emergency Guidelines Amendments*, 15 Fed. Sentencing rep. 281, 281 (2003). L'innalzamento delle pene per i reati economici è una costante negli interventi della *Sentencing Commission* degli anni Novanta (cfr. ALEXANDER C. R.-ARLEN J.-COHEN M., *Regulating Corporate Fraud Sanctions: Evidence on the effect of the U.S. Sentencing Guidelines*, in 42 *J. Law & Econ.*, 1999, 393). Come evidenziato da COFFEE J.C. JR., *Law*, cit., 68, nt. 139, si tratta di un fenomeno già anticipato dall'*Insider Trading and Securities Trade Enforcement Act* del 1988, con cui il Congresso elevò le sanzioni per l'*insider trading*, rispondendo così a una domanda di maggior pena espressa in quel momento dall'opinione pubblica.

(113) UNITED STATES SENTENCING COMMISSION, *Guidelines Manual*, §3E1.1 (Nov. 2008), in particolare 80 ss., reperibile alla seguente URL: [www.ussc.gov/2008guid/GL2008.pdf](http://www.ussc.gov/2008guid/GL2008.pdf). Peraltro, si tratta di una scelta coerente anche con le *guidelines* di singoli Stati membri, come ad esempio, il Minnesota, cfr., MANNOZZI G., *Razionalità*, cit., 419 ss.

Per comprendere al meglio i tratti arcigni del diritto penale dell'economia statunitense devono essere considerati altri due aspetti, uno di carattere *sistematico*, l'altro di carattere più propriamente *processuale*.

Relativamente al fattore *processuale*, deve essere sottolineato che il *prosecutor*, nella formulazione dell'imputazione, tende a ritenere integrato il reato (*sections 1341; 1343; 1348 ecc.* a seconda dei casi) *tante volte quanti sono gli atti che compongono il disegno manipolativo*. Contrariamente al nostro modo di vedere la manipolazione come fenomeno criminoso *naturalisticamente complesso*, ma *normativamente unitario*, la prassi giudiziaria statunitense vede moltiplicare la pena per tante volte quante sono le condotte che compongono lo schema illecito: ad esempio, ogni comunicazione interstatale (postale, telegrafica, telefonica o elettronica) che concorre a concretizzare un disegno di manipolazione e frode ai mercati assurge a delitto autonomamente punibile di *mail and wire fraud* (114).

A quanto appena detto deve aggiungersi un altro dato importante: se vi sono più soggetti coinvolti attivamente nella speculazione, il *prosecutor* può imputare anche il reato di *conspiracy* e tale contestazione si aggiunge a quelle relative ai singoli atti che compongono la frode finanziaria (115).

Quanto al fattore *sistematico*, occorre evidenziare come anche le altre fattispecie idonee a sanzionare la manipolazione del mercato, a cui si ricorreva prima del 2002, hanno subito un innalzamento del trattamento punitivo: la pena massima per i reati di *mail and wire fraud* è passata da 5 a 20 anni (cfr. *section 903* del *Sarbanes-Oxley Act*); quella per la *conspiracy* volta alla commissione delle più comuni forme di frode finanziaria (*mail- and wire fraud; bank fraud; health care fraud; security fraud*) è stata parificata alla sanzione comminata per il delitto scopo ed è quindi stata aumentata in via mediata (cfr. *section 902* del *Sarbanes-Oxley Act*); infine, la detenzione prevista per la violazione della *section 32(a)* del *Securities Exchange Act* del 1934 è stata portata da 10 a 20 anni e la pena

(114) L'approccio non è sostanzialmente mutato nemmeno dopo l'entrata in vigore delle *sentencing guidelines*, come notato da BOWMAN F.O., *Pour Encourager*, cit., 384; in giurisprudenza, sul tema, *United States v. McLeod*, 251 F.3d 78, 83-84 (2d Cir. 2001).

(115) Sulla 'cumulabilità' tra *conspiracy* e singole *securities frauds*, TRACEY A.M.-FIORELLI P., *Nothing*, cit., 146 ss.



pecuniaria da un milione di dollari a cinque milioni di dollari (cfr. *section* 1106 del *Sarbanes-Oxley Act*) (116), in aggiunta a sanzioni civili e alla confisca (117).

Occorre però comprendere se l'innalzamento del trattamento sanzionatorio sia *effettivo* o meramente *simbolico*, cioè comporti sistematicamente una punizione più grave per tutti i soggetti condannati per una *securities fraud*, oppure la maggiore severità della pena riguardi la comminatoria astratta, permanendo in capo al giudice la possibilità di irrogare una sanzione anche molto lieve.

Le fattispecie specificamente preposte alla repressione delle *securities frauds* – la *section* 32(a) del *Securities Exchange Act* e la *section* 1348 *chapter* 63, *title* 18 *U.S. Code* – non specificano quale sia il *minimo edittale* della cornice di pena, identificando *solo il tetto massimo* del trattamento sanzionatorio, che, come detto, varia attualmente, a seconda dei casi, dai venti ai venticinque anni. Allo stesso modo, gli incrementi di pena disposti dal *Sarbanes Oxley Act* incidono *solo sulla pena massima* prevista per i reati concernenti le *securities frauds*.

Per identificare il minimo della pena, occorre riferirsi alle *sentencing guidelines* contenute nel *Federal Sentencing Manual*, in cui le *offences* relative alle *securities frauds* sono regolate dalla *section* 2B1.1 (118). Le *sentencing guidelines* operano concretamente come una tabella a doppia entrata, in cui il *range* di pena entro cui il giudice sceglie quella proporzionata al fatto viene determinato incrociando il *livello di gravità oggettiva del fatto* (*offense level*) con la *storia criminale del condannato* (*criminal history categories*).

Con specifico riferimento alle *securities frauds*, la *section* 2B1.1 stabilisce che il livello base di pena corrisponde al valore numerico di sette per le ipotesi criminose sanzionate con un massimo di pena uguale o superiore a venti anni di detenzione. Posto che solitamente gli imputati per una *securities fraud* sono delinquenti primari, se non ricorre alcun

(116) Per completezza, vi è da dire che il *Sarbanes-Oxley Act* (§ 904) ha innalzato da 1 a 10 anni la reclusione per la violazione dell'*Employee Retirement Income Security Act* del 1974.

(117) Cfr. § 77(d)(2)(A)-(C); e § 78u-2 (e); per un panorama sul sistema sanzionatorio per le frodi finanziarie, v. KLOOS B.-ALTER J.-STONE M., *Twenty-First Survey of White Collar Crime - Securities Fraud*, in 43 *Am. Crim. L. Rev.*, 2006, 984.

(118) Per consultare la *section* 2B1.1., cfr. UNITED STATES SENTENCING COMMISSION, *Guidelines Manual*, §3E1.1 (Nov. 2008), 80 ss.

fattore di aggravamento della sanzione, né oggettivo (119), né soggettivo, il condannato *potrebbe* teoricamente *tuttora evitare la detenzione*: poiché il livello base di gravità dei reati in analisi è sette, se il condannato è privo di precedenti ed ha, quindi, un punteggio criminale pari a zero, il giudice può infliggere al condannato, *sentencing table* alla mano, una pena detentiva *compresa tra zero e sei mesi* (120).

Una cornice edittale così ampia, da zero giorni di detenzione a venti o venticinque anni (a seconda che si applichi rispettivamente la *section* 32(a) del *Securities Exchange Act* o la *section* 1348, *title* 18 *U.S. Code*), concede alla discrezionalità del giudice la possibilità di punire esemplarmente, come spesso è avvenuto, i *managers* che abbiano compiuto operazioni tali da suscitare scandalo e, contemporaneamente, di 'depenalizzare' *in via processuale* condotte strutturalmente identiche alle prime, che però non abbiano prodotto danni significativi o non abbiano suscitato un atteggiamento di disapprovazione sociale. Ciò è reso possibile dal fatto che il legislatore americano, rispetto a questi reati economici, non ha imposto al giudice alcun *mandatory minimum*, cioè un previsione legale che vincola i giudici a condannare l'imputato ad un periodo minimo ed inderogabile di pena detentiva e gli impedisce di concedere ogni forma di *probation* o sospensione della condanna alla pena detentiva per un dato periodo di tempo (121). Il ricorso a

(119) La *section* 2B1.1. stabilisce un aggravamento del livello di gravità del reato da 7 a 11 qualora il fatto comporti la violazione della *securities law* e sia commesso da un soggetto che «at the time of the offense, the defendant was (i) an officer or a director of a publicly traded company; (ii) a registered broker or dealer, or a person associated with a broker or dealer; or (iii) an investment adviser, or a person associated with an investment adviser; or (B) a violation of commodities law and, at the time of the offense, the defendant was (i) an officer or a director of a futures commission merchant or an introducing broker; (ii) a commodities trading advisor; or (iii) a commodity pool operator». Ai sensi della *section* 2B1.1: «"Securities law" (i) means 18 U.S.C. §§ 1348, 1350, and the provisions of law referred to in section 3(a)(47) of the Securities Exchange Act of 1934 (15 U.S.C. § 78c(a)(47)); and (ii) includes the rules, regulations, and orders issued by the Securities and Exchange Commission pursuant to the provisions of law referred to in such section». Viene pertanto richiamata, in via mediata, attraverso il riferimento alla *section* 3(a)(47) del *Securities Exchange Act*, anche l'*offense* di cui alla *section* 32(a) di quell'atto.

(120) Cfr., UNITED STATES SENTENCING COMMISSION, *Guidelines Manual*, §3E1.1 (Nov. 2008), 396.

(121) Una *mandatory minimum sentence law* può assumere sue principali forme: o una previsione che direttamente stabilisca che un dato fatto sia punito con una pena detentiva e che questa non sia inferiore a un certo periodo o una delega al *sentencing judge* di stabilire un termine minimo di incapacitazione carceraria. La letteratura sulle *mandatory minimum prison*

*mandatory minimums* non sarebbe stato certo una misura eccezionale, poiché i minimi di pena obbligatori costituiscono anzi un fenomeno non infrequente nella legislazione americana, come emerge chiaramente dalla lettura delle fattispecie introdotte dall'*Anti-Drug Abuse Act* del 1986 (122); d'altra parte, la stessa famigerata strategia del *three strikes law* rappresenta una forma di *mandatory minimum sentence* (123).

Da quanto appena detto deriva che il messaggio di inasprimento del trattamento sanzionatorio veicolato dall'incremento dei massimi edittali non corrisponde necessariamente ad un effettivo innalzamento della pena per tutte le condotte suscettibili di integrare le due fattispecie ora citate. Benché recenti studi mostrino una marcata severità delle pene in materia di *securities frauds* (124), e più in generale, rispetto ai *white collar crimes*, ciò non implica che, nei singoli casi, il giudice possa determinarsi per una pena particolarmente esigua e che, nel medio periodo, l'inasprimento del trattamento punitivo lasci spazio nuovamente a sanzioni decisamente miti per gli offenders di *Wall Street* (125).

*sentences* è sconfinata. Ci si limita a rimandare, per una lettura generale ed anteriore alla *Sentencing Reform Act* (Pub. L. No. 98-473, 98 Stat. 1987 (1984)), a NEWMAN D.J., *Sentencing: Mandatory Minimum Prison Sentences*, in Kadish S.H. (Ed.), *Encyclopedia*, cit., 1466 ss. e, tra i contributi più recenti, a TONRY M., *Learning from the Limitations of Deterrence Research*, in *Crime & Just.*, 2008, 279; ID., *Determinants of Penal Policies*, in 36 *Crime & Just.*, 2007, 1; ID., *The Functions of Sentencing and Sentencing Reform*, in 58 *Stan. L. Rev.*, 2005, 37; REITZ K.R., *The Enforceability of Sentencing Guidelines*, in 58 *Stan. L. Rev.*, 2005, 155; FRASE R.S., *Punishment Purposes*, in 58 *Stan. L. Rev.*, 2005, 67; ID., *Excessive Prison Sentences, Punishment Goals, and the Eighth Amendment: "Proportionality" Relative to What?*, in 89 *Minn. L. Rev.*, 2005, 571; CHANESEN S.L., *Guidance from Above and Beyond*, in 58 *Stan. L. Rev.*, 2005, 175.

(122) Pub. L. No. 99-570, 100 Stat. 3207 (1986), codificato al title 21 U.S. Code, section 801 ss. (2005).

(123) Come sottolineato da TONRY M., *Purpose*, cit., 52.

(124) Per un fondamentale 'studio di impatto', corredato da precisi dati empirici sulla quantità di risorse destinate al funzionamento della SEC, sul numero di azioni da questa intraprese, sulla sanzioni da essa inflitte, anche in una prospettiva comparata, COFFEE J.C. JR., *Law*, cit., 28 ss.

(125) Sull'andamento oscillante del trattamento punitivo dei *white collar crimes*, in particolare di quelli connessi alle negoziazioni di borsa, cfr. GUSTAFSON J.L., *Cracking Down on White Collar Crimes: An Analysis of the Recent Trend of Severe Sentences for Corporate Officers*, in 40 *Suffolk U.L. Rev.*, 2007, 685, che sottolinea come l'inasprimento delle sanzioni per questi reati sia orientato dai mezzi di comunicazioni di massa (697): «[...] If the media did not attention to white-collar crime, then public knowledge of the events would likely be minimal. Those in the business sector would have knowledge, but lay persons would not, unless the specific crime directly impacted their lives. Nonetheless, public interest in corporate scandal spiked as a result of the media coverage, presenting officers as greedy businessmen with extravagant yachts, real estate, and art. The media portrayed an image of the greedy business

### 3.2.1. La funzione comunicativa delle norme in materia di securities frauds.

La chiave di lettura della severità con cui le pratiche manipolative vengono sanzionate nell'ordinamento nord-americano è, a nostro parere, prettamente *simbolico-comunicativa*: rispetto alla *securities fraud*, come rispetto ad ogni forma di *business crime*, la capacità di condizionamento dei comportamenti non dipende tanto dalla *conformazione del precetto*, dalla *determinatezza del tipo legale* o dalla *ampiezza del suo ambito applicativo* (126), bensì dalla *forza di impatto della sanzione*. I destinatari della sanzione, come bene intuisce un ordinamento pragmatico di tipo anglosassone, sono infatti soggetti *tendenzialmente orientati da valutazioni in termini di costi-benefici*: rispetto ad essi la severità e la probabilità del 'costo-sanzione' costituiscono elementi molto importanti nel quadro della determinazione a delinquere (127), soprattutto se si considera che i potenziali manipolatori sono soggetti socialmente integrati e, quindi, *altamente sensibili alla pena*, in particolare alle componenti di stigmatizzazione che essa veicola (128).

executive stealing from the pocket of hardworking citizens. In response to the public outcry, the political sphere took action. Politicians implanted drastic policy initiatives to put an end to white-collar crime and punish offenders».

(126) Dal confronto tra la *rule 10b-5* e la *section 1348* emergono alcune significative discontinuità. L'incriminazione della *section 1348*, a differenza della disposizione di cui alla *rule 10b-5*, trova applicazione solo per le attività che coinvolgono titoli di società che ricorrono al pubblico risparmio sui mercati regolamentati e sono quindi soggette a una serie di penetranti obblighi di informazione/comunicazione, mentre non si applica alle transazioni che coinvolgono titoli di società non quotate. Inoltre, a differenza della *rule 10b-5* le condotte assistite da *recklessness* non trovano una copertura ad opera della disposizione penalistica; infine, la *section 1348 (1)* non menziona la necessità che la condotta fraudolenta si accompagni alla vendita o all'acquisto di strumenti finanziari, risultando così particolarmente indeterminata. Tali tratti distintivi sono elencati da PALMITER A.R., *Securities*, cit., 335 ss.; dubbi sulla reale conformazione dell'elemento soggettivo richiesto per la violazione della *rule 10b-5* sono avanzati da SWANSON C.B., *Insider*, cit., 147 ss.

(127) Suggestisce di non procedere alla semplicistica identificazione della criminalità economica con la criminalità razionale e orientata alla massimizzazione della propria utilità, poiché il delitto economico può a volte presentarsi come «delinquenza economico-indifferente», intessuta di componenti ritualistiche, tradizionali e sottoculturali, PALIERO C.E., *L'economia della pena*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 2005, 1380 ss.

(128) Sulla capacità di condizionamento dei comportamenti, rispetto alla criminalità economica, da parte della forza di impatto della sanzione cfr. PALIERO C.E., *Consenso sociale e diritto penale*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 1992, 918 ss.

Il fatto storico di una manipolazione o frode dei mercati, e più in generale ogni reato finanziario, rientra in una sorta di 'dialogo': tanto il compimento dell'*illicito*, quanto la *sanzione* predisposta per esso, costituiscono quindi una comunicazione, avente contenuto contrapposto.

Dal punto di vista dell'*illicito*, una *securities fraud* è un segnale potenzialmente destabilizzante per il sistema finanziario, poiché da una parte costituisce un esempio di sfruttamento illecito, ma potenzialmente molto redditizio, del mercato e, dall'altra parte, mina la fiducia degli investitori nella parità e lealtà tra gli operatori finanziari.

Dal punto di vista della *pena*, la prospettiva simbolico-comunicativa è *duplice*. La risposta sanzionatoria mira ad esercitare una funzione di intimidazione-ammonimento rispetto ai potenziali autori di comportamenti di mercato aventi carattere fraudolento, anche se l'effetto deterrente della pena sui soggetti economici è posta in dubbio da un numero crescente di Autori (129); al contempo, la punizione legale punta a riaffermare la superiorità di quello che nella società americana è un *autentico valore*: l'integrità del mercato finanziario come strumento di benessere per ogni cittadino. La sanzione diviene progressivamente l'opzione principale per neutralizzazione dell'effetto di discredito che la manipolazione getta rispetto al mercato finanziario (130).

Anche l'ulteriore aumento del limite massimo di pena disposto dal *Sarbanes-Oxley Act* rispetto a quanto già previsto dalla *subsection 32(a)* del *Securities Exchange Act* (131), va, quindi, letto alla luce dagli scandali di inizio millennio che hanno coinvolto alcuni colossi dell'economia americana. In questa prospettiva, la riforma operata dal *Sarbanes-Oxley Act* è riconducibile ad una forma di legislazione *simbolica*, non solo perché essa è sottoposta ad un'applicazione 'randomizzata' e si rivela

(129) Scettica sull'efficacia deterrente di incrementi periodici di pena per i reati economici, condizionati da fattori spesso tutt'altro che razionali anche HURT C., *The Undersocialization*, cit., 432; i medesimi dubbi ricorrono in RIBSTEIN L., *Perils of Criminalizing Agency Costs*, rinvenibile alla seguente URL: [http://papers.ssrn.com/papers.cfm?abstract\\_id=920140](http://papers.ssrn.com/papers.cfm?abstract_id=920140), 4 s.; e in SZOTT MOOHR G., *An Enron Lesson*, cit., 965, 968, 973.

(130) Costata che da tempo è in atto negli Stati Uniti un'operazione di rafforzamento della fiducia della legalità dei mercati finanziari SAPELLI G., *Giocchi proibiti*, Milano, 2004, 9.

(131) *Section 78ff(a)* U.S.Code.

quindi ineffettiva, ma soprattutto perché è una 'comunicazione mediante pena', indirizzata al pubblico dei risparmiatori per rinsaldarne la fiducia e la propensione all'investimento e per inviare un forte segnale di stigmatizzazione della devianza economica. L'impiego della pena come strumento di *stigma* ed *affermazione di valori*, rifacendoci alla nota tassonomia dell'effettività di Paliero, riconduce, pertanto, gli interventi legislativi di inizio millennio sulla *securities law* alla legislazione simbolica di *appello morale* (132).

Quanto appena detto si ripercuote anche sulle funzioni della pena prevista nei reati in analisi. La sanzione sembra orientata esclusivamente alla *prevenzione generale*, da intendere nella sua teorizzazione più moderna, per cui la pena costituisce una *tecnica di socializzazione* (133), che rafforza la coscienza etica dei destinatari rispetto ad un valore (il mercato come strumento di benessere sociale).

La *retribuzione* pare divenire una componente *recessiva* del trattamento sanzionatorio. Quest'ultima funzione postulerebbe, infatti, la proporzione tra *entità della sanzione* e *gravità dell'offesa* (134) ed invece, nell'ambito della *section 1348*, questo bilanciamento viene a mancare, poiché è assente il necessario riferimento all'*importanza dimensionale del danno* determinato dal reato. La *section 1348* parifica, infatti, *esecuzione* e *tentativo di esecuzione* della pratica fraudolenta; la norma dispone: «chiunque consapevolmente esegua, o tenti di eseguire, un progetto

(132) Cfr. PALIERO C.E., *Il principio di effettività del diritto penale*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 1990, 538 s.

(133) Sul tema, imprescindibile il riferimento ad ANDENAES J., *La prevenzione nella fase della minaccia, dell'irraggiungibilità e dell'esecuzione della penale*; ROMANO M., *Prevenzione generale e prospettive di riforma del codice penale italiano*; STELLA F., *Il problema della prevenzione della criminalità*, tutti in Romano M.-Stella F. (a cura di), *Teoria e prassi della prevenzione generale dei reati*, Bologna, 1980, rispettivamente 34 ss., 165 ss.; 22 ss.; oltre che PADOVANI T., *L'utopia punitiva*, Milano, 1981, 248. Specificamente si veda PAGLIARO A., *Correlazioni tra il livello delle sanzioni penali, la struttura del processo e gli atteggiamenti della prassi*, in *Ind. pen.*, 1981, 219 ss., che distingue tra una teoria *allargata* della prevenzione generale e una *ristretta* a seconda che si considerino o no una serie di effetti preventivi della pena, quali la stigmatizzazione del reo e gli effetti di convalida normativa prodotti dalla predisposizione di una sanzione penale. Più di recente, sottolinea la difficoltà di verifica scientifica delle finalità preventive della pena, GIUNTA F., *Quale giustificazione per la pena? Le moderne istanze della politica criminale tra crisi dei paradigmi preventivi e disincanti scientifici*, in *Pol. dir.* 2000, 265 ss.; con particolare riferimento allo scenario statunitense, cfr. invece, FEBLETT M., *Le origini e le conseguenze del panico morale: gli effetti sulle corti americane delle leggi "tre volte e sei eliminato"*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 2000, 417.

(134) Questa garanzia di proporzione veicolata dalla retribuzione è esplicitata, ad esempio, da FIANDACA G.-MUSCO E., *Diritto penale, P.te gen.*, Bologna, 2007, 703 ss.

fraudolento o un artificio, [...] è punito con una pena pecuniaria ai sensi di questo titolo o detentiva non superiore a venticinque anni o con entrambe».

Questa previsione illumina l'approccio statunitense al fenomeno della manipolazione del mercato e della frode rispetto agli investitori in un contesto finanziario. A rilevare non è tanto la *dimensione del danno* realmente provocato dalla manipolazione al mercato ed agli operatori che su esso operano, ma soprattutto la capacità della condotta fraudolenta di *diffondere un segnale destabilizzante* rispetto all'integrità e alla fiducia del pubblico rispetto ai mercati finanziari (135): ne consegue, coerentemente con tale impostazione, la parificazione, nella *section 1348*, tra la condotta *effettivamente manipolativa* e quella che *si limiti a tentare una turbativa del mercato*.

L'esito estremo di tale *'visione comunicativa'* dell'illecito finanziario si ritrova alla *section 1349*, che prevede una forma di *conspiracy ad hoc* per i crimini economici ed in particolare per le figure della *mail and wire fraud* e della *securities fraud*. La *section 1349* è una disposizione di chiusura – valida per tutte le *offences* presenti nel *chapter 63* del *title 18 U.S. Code* (tra cui, appunto, la frode postale, telegrafica e finanziaria) – che impone la medesima pena del reato consumato per il tentativo e l'accordo per commettere l'illecito (136). Essa non richiede un *cd. overt act*, vale a dire un comportamento che sia funzionale al raggiungimento dell'obiettivo illecito ed al contempo esteriorizzi i propositi delittuosi degli 'associati' (137). Questo estremo compare, invece, nella norma generale in tema di *conspiracy*, ovvero la *section 371*, *title 18 U.S. Code* (138). Quest'ultima

(135) Altri importanti interventi di riforma statunitensi, specificamente diretti al sistema sanzionatorio, si sono dimostrati ispirati a una concezione general-preventiva della pena, con contestuale abbandono dell'ideologia retributiva (*restitutio*: neoretributiva), ad esempio le *three strikes laws* in vigore in molti ordinamenti statali della Federazione americana, su cui, di recente, DELLA BELLA A., *Three Strikes and you're out. La guerra al recidivo in California ed i suoi echi in Italia*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 2007, 847; e GRANDE E., *Il terzo strike*, Palermo, 2007, *passim*.

(136) Sull'equiparazione sanzionatoria tra consumazione e tentativo, v. MONTANI E., *L'esperienza degli Stati Uniti*, in Alessandri A. (a cura di), *Il nuovo diritto penale delle società*, Milano, 2002, 478.

(137) Per un'analisi del requisito dell'*overt act*, cfr. BLOCH K.E.-MCMUNIGAL K.C., *Criminal*, cit., 762 ss.

(138) *Title 18, chapter 19, section 371*. Conspiracy to commit offense or to defraud United States. - «If two or more persons conspire either to commit any offense against the United States, or to defraud the United States, or any agency thereof in any manner or for any pur-

fattispecie prevede un'anticipazione della tutela meno marcata rispetto a quella che caratterizza la nuova *section 1349*, poiché richiede che i partecipi alla *conspiracy* compiano almeno un atto concreto funzionale al raggiungimento dell'obiettivo che il sodalizio si prefigge: la norma impone, infatti, che «una o più di queste persone compiano un qualsiasi atto per realizzare l'oggetto dell'accordo criminoso [...]» (*one or more of such persons do any act to effect the object of the conspiracy*).

Nella *section 1349* non è, invece, necessario che sia provato, ma ancor prima *identificato nell'imputazione*, alcun atto particolare commesso per favorire il sodalizio illecito (139) e ciononostante è prevista una pena molto più severa rispetto a quella contemplata dalla *section 371*.

### 3.3. III elemento distintivo: l'overcriminalization delle condotte di securities frauds come convergenza di più incriminazioni nella repressione del medesimo fatto.

*Overcriminalization* è un termine ricorrente nella più recente dottrina statunitense, anche se viene impiegato da diversi Autori con differenti significati. Alcuni ne parlano come un connotato *normativo generale* del sistema nord-americano, che si traduce nella *criminalizzazione di fatti inoffensivi* (140) o che meriterebbero solo sanzioni extrapenalistiche (141), o ancora nella *costruzione di fattispecie indeterminate che non lasciano spazi di manovra alla difesa* per provare l'innocenza dell'accusato; altri impiegano

pose, and one or more of such persons do any act to effect the object of the conspiracy, each shall be fined under this title or imprisoned not more than five years, or both.

If, however, the offense, the commission of which is the object of the conspiracy, is a misdemeanor only, the punishment for such conspiracy shall not exceed the maximum punishment provided for such misdemeanor».

La *section 371* prevede una pena detentiva fino a cinque anni, mentre la *section 1349* equipara il trattamento punitivo del tentativo e della *conspiracy* alla pena prevista per il delitto di *mail and wire fraud* e, quindi, può comportare una pena fino a 20 anni di carcere. Sulla *conspiracy*, anche nell'ambito delle discipline predisposte dai *codes* di singoli Stati membri, cfr. BLOCH K.E.-MCMUNIGAL K.C., *Criminal*, cit., 749 ss.

(139) Come sottolineato da TRACEY A.M.-FIORELLI P., *Nothing*, cit., 145 ss.

(140) Sottolinea WHITMAN J.Q., *Harsh Justice: Criminal Punishment and the Widening Divide Between America and Europe*, Oxford-New York, 2003, 43 ss.: «vaguely worded statutes that fail to identify the harm towards which the criminal measures is directed are problematic because they will often be used to target nonharmful conduct by police and prosecutors».

(141) Su questa forma di *overcriminalization* cfr. STRADER J.K., *White collar Crime and Punishment: Reflections on Michael, Martha and Milberg Weiss*, in 15 *Geo. Mason L. Rev.*, 2007, 48 s.

il termine per indicare un fenomeno strettamente *processuale*, che si manifesta nell'*elaborazione di costruzione accusatorie che estendono eccessivamente l'elemento soggettivo del reato* (cfr. la cd. teoria della *willful blindness*) o nella *punizione grandemente sproporzionata di un illecito* (142).

Ad un attento esame è possibile verificare che tutti i variegati fenomeni, di natura normativa o prasseologica, ricondotti al termine *overcriminalization* dalla dottrina americana si attualizzano congiuntamente rispetto ai fenomeni di *securities fraud* e concorrono a determinare una situazione finale di profonda sproporzione tra singolo fatto illecito e conseguenza punitiva (143).

L'*overcriminalization* si presenta, rispetto alle *securities frauds*, innanzitutto come un fenomeno *normativo*, che attiene alla *moltiplicazione di fattispecie incriminatrici aventi il medesimo campo applicativo*: la punizione di una condotta di manipolazione del prezzo di un strumento finanziario può essere sussunta, nel sistema statunitense, tanto nella *section 32(a)* del *Security and Exchange Act*, quanto nelle disposizioni di cui alle *sections 1341 e 1343* del *title 18 U.S. Code (mail-and wire fraud)*, quanto nella nuova disposizione di cui alla nuova *section 1348* introdotta dal *Sarbanes-Oxley Act*. Vi è poi la fattispecie di *conspiracy* appositamente creata nel 2002 alla *section 1349* del *title 18 U.S. Code*.

L'*overcriminalization* possiede anche una connotazione *prasseologica*, poiché le diverse imputazioni direttamente riferite alla manipolazione in senso stretto, germinano poi, nella prassi processuale, una serie di accuse relative a delitti strumentali (cd. *second-order crimes*), come le false dichiarazioni (*title 18 U.S. Code, section 1001(a)*), l'ostruzione alla giustizia, attraverso l'influenza o l'offesa a pubblici ufficiali o giurati (*section 1503*

(142) Questa accezione è impiegata da LUNA E., *The Overcriminalization Phenomenon*, in 54 *Am. U. L. Rev.*, 2005, 718.

(143) Tra le diverse forme di sanzione di una condotta fraudolenta rispetto al mercato, si segnala, di fatto, una progressiva predominanza del rimedio penale, almeno dal punto di vista normativo, cioè una predilezione del legislatore per una risposta mediante pena all'incremento degli scandali finanziari di inizio millennio. Lamenta, ad esempio, una *overcriminalization* della *securities law* e della *corporate law*, cui corrisponde una *undercivilization* delle stesse, HURT C., *The Undercivilization*, cit., 361 ss.; nello stesso senso anche HENNING P., *Criminalization of Corporate Law: The Impact of Criminal Sanctions on Corporate Misconduct*, in 2 *J. Bus. & Tech. L.*, 2007, 107 s. Sostiene la necessità di giungere a una corretta interazione tra rimedi penali e strumenti civili, al fine di non generare fenomeni di *overcriminalization*, anche KHANNA V.S., *Corporate Criminal Liability: What Purpose Does it Serve?*, in 109 *Harv. L. Rev.*, 1996, 1478.

*title 18 U.S. Code 144*) e lo spergiuro (*sections 1621-1623 title 18 U.S. Code*) (145). Tali fattispecie di ostacolo alla giustizia hanno uno scopo alternativo. Da una parte aumentano, per la parte pubblica, le probabilità di giungere ad una condanna penale anche se il *prosecutor* non riesca a provare il reato principale, cioè la condotta speculativa illecita, poiché questi reati strumentali comportano un *minore onere probatorio* per l'accusa; secondariamente, i reati di ostacolo alla giustizia possono avere anche la funzione di *innalzare il trattamento sanzionatorio complessivamente previsto per l'accusato*, qualora si riesca a provare anche la commissione di una *securities fraud* da parte dell'imputato.

La funzione di queste incriminazioni è principalmente *suppletiva* rispetto alla mancata prova di una *securities fraud* e ciò è stato sperimentato, di recente, proprio nei processi aventi ad oggetto gli scandali finanziari di inizio millennio: l'*accounting firm* Arthur Andersen è stata condannata non già per avere tenuto una condotta fraudolenta, bensì per il reato di ostruzione alla giustizia (146); Martha Stewart, icona televisiva statunitense ed al contempo fondatrice di una nota società quotata, non è stata punita per *insider trading*, ma per il reato di dichiarazioni false, ostruzione alla giustizia e *conspiracy* volta a commettere questi due reati e quello di spergiuro (147).

Nel processo penale statunitense, raramente la responsabilità penale si presenta 'puntiforme', poiché più spesso assume la conformazione di una rete a cerchi concentrici, il cui centro è rappresentato dall'accusa di avere commesso una *securities fraud* ed attorno alla quale si dispiegano poi cerchi di dimensione maggiore (non solo i reati di ostacolo alla

(144) Per una specifica, anche se non recentissima, analisi sui delitti di ostruzione alla giustizia nel sistema statunitense, con particolare riferimento alla *section 1503* e alle sue principali applicazioni giudiziarie, cfr. BINDER D., *Obstruction of Justice*, in Kadish S.H. (Ed.), *Encyclopedia*, cit., 1091 ss.

(145) Sottolineano la proliferazione della contestazione dei c.d. *second order crimes*, O'SULLIVAN J.R., *The Changing Face of White Collar Crime: The Federal Criminal "Code" is a Disgrace: Obstruction Statutes as a Case Study*, in 96 *J. Crim. L. & Criminology*, 2006, 711 ss.; e SZOTT MOOHR G., *An Enron*, cit., 941.

(146) La sentenza è poi stata cassata dalla Corte suprema per le indicazioni fuorvianti fornite dal giudice alla giuria in ordine all'elemento soggettivo; cfr. *Arthur Andersen v. United States*, 544 U.S., 696, 706-708.

(147) *United States v. Martha Stewart* (Stewart I), 305 F. supp. 2d 368, 378 (S.D.N.Y. 2004); la condanna fu confermata anche in appello, cfr. *United States v. Stewart* (Stewart II), 433 F. 3d 273, 280 (2d Cir. 2006).

giustizia e la *conspiracy*, ma anche il riciclaggio (148)), in grado, data la loro ampiezza, di 'catturare' con maggiore probabilità la condotta dell'accusato entro la propria tipicità.

Sia detto per inciso che l'inflazione degli strumenti di incriminazione delle condotte di manipolazione dei mercati non è un fenomeno ristretto a tale fenomenologia criminosa, poiché in realtà la moltiplicazione di fattispecie penali con ambiti applicativi sovrapponibili pare essere un carattere strutturale del diritto penale dell'economia statunitense (149).

Occorre, però, ora cercare di indagare le cause prime della moltiplicazione delle imputazioni per un fatto che appare unitario: a tutta prima, il fenomeno parrebbe avere una matrice irrazionale, manifestandosi come una forma di vendetta parrossistica rispetto agli abusi dei potenti che reggono le sorti dell'economia. Dietro a tale assetto del sistema sta, invece, una ragione estremamente pragmatica che, al contempo, evidenzia quanto siano stretti i legami tra processo e diritto penale, non solo quando si tratta di costruire una fattispecie incriminatrice, ma anche, più radicalmente, quando si tratta di modellare il volto stesso del sistema penale.

La *overcriminalization* della *security law* ha, probabilmente, due concorrenti spiegazioni.

La prima è che il legislatore ha mirato, nel tempo, a fornire al *prosecutor* una serie di tipi legali tra cui quest'ultimo potesse scegliere quello più praticabile dal punto di vista probatorio, in relazione al caso di specie. Solitamente la fattispecie più praticabile risulta poi essere quella più indeterminata e ciò spiega il successo pratico dei reati di *mail- and wire fraud*, di cui alle *sections* 1341 e 1343 *chapter* 63, *title* 18, *U.S. Code*, e la permanenza immutata delle stesse nel sistema normativo a dispetto delle censure mosse da alcune Corti, compresa la Corte Suprema.

Spesso le Corti, soprattutto quelle inferiori, hanno ritenuto inconsistente l'argomento difensivo che sollevava la questione di costituzionalità di una repressione penale basata su presupposti normativi non particolarmente tassativi

(148) *Title* 18 *U.S. Code*, §§ 1956-1957.

(149) «There are literally hundreds of federal economic crimes» osserva BOWMAN F.O., *Pour Encourager*, cit., 382.

(150), ma l'indeterminatezza delle norme penali volte a punire le *securities frauds* è stata sottolineata di recente in una pronuncia del quinto circuito che, riformando una sentenza di condanna emanata in primo grado, ha segnalato la vaghezza delle norme su cui erano state basate le imputazioni, evidenziando che tali disposizioni finiscono per trasferire l'attività di *law making* dal legislatore al *prosecutor* in prima battuta ed ai giudici, in seconda (151). Soprattutto è da segnalare che, nel 1987, la Corte Suprema stessa censurò la lettura creativa dei reati di *mail and wire fraud* offerta da un giudice di secondo grado, evidenziando la necessità di un riscontro empirico del danno creato dalla frode, in termini di un danno patrimoniale. L'*'utilità' politico-criminale dell'indeterminatezza legale* fu implicitamente affermata dal legislatore quando, nel 1988, superò mediante una riforma legislativa – l'*Anti-Drug Abuse Act* (152) – il *dictum* della Corte Suprema, disponendo che, ai fini del reato di *mail and wire fraud*, la locuzione *scheme or artifice to defraud* dovesse includere anche le condotte tese a privare un altro soggetto di un diritto immateriale a ricevere un onesto servizio (lett.: *intangible right of honest service*), da intendere come quello che viene abitualmente svolto dall'autore dell'illecito (153).

L'introduzione della *section* 1348 potrebbe non costituire, quindi, un argine sufficiente a ridurre il ricorso dei *prosecutors* alle norme dedicate alle *mail and wire frauds* nei casi di *securities fraud*, anzi, queste ultime potrebbero erodere il campo applicativo della nuova fattispecie criminale, come già è accaduto rispetto alle disposizioni del *Federal Securities Act* del 1933, la cui presenza nel sistema non ha certamente né

(150) *United States v. Wolfson*, 405 F.2d 779 (2d Cir. 1968).

(151) *United States v. Brown*, 459 F.3d 509, 522 e 523 (5th Cir. 2006), in particolare 535; cfr. anche *United States v. Handakas*, 286 F.3d 92, 96 (2d Cir. 2002). In dottrina, cfr. BUCY P.H., *Moral Messengers: Delegating Prosecutorial Power*, in 59 *SMU L. Rev.*, 2006, 336; RICHMAN D.C-STUNTZ W.J., *Al Capone's Revenge: An Essay on the political Economy of Pretextual Prosecution*, in 105 *Colum. L. Rev.*, 2005, 628, s.; O'SULLIVAN J.R., *The Changing*, cit., 655 s., 666 s., sottolinea come la discrezionalità dei *prosecutors* faccia sorgere un codice nel codice, poiché intere parti dello *U.S. Code* sono significativamente inapplicate (*underenforced*) finendo, nel tempo, per perdere del tutto la propria effettività, mentre alcuni settori vengono privilegiati eccessivamente fino a diventare gli unici a trovare, di fatto, applicazione. Delle persone condannate nel 2003, più del 70% è stata accusata di reati connessi al traffico di stupefacenti (37,4%) o all'immigrazione clandestina (21,9%) e di illeciti di frode in senso lato (10,8%). Per omogeneizzare i criteri di contestazione e interpretazione delle varie fattispecie applicabili, vi è chi ha proposto, recentemente, una serie di principi guida 'oggettivistici', incentrati, cioè, sulla realizzazione e la gravità del danno causato da una frode finanziaria, cfr. STRADER J.K., *White*, cit., 92 ss.

(152) *Anti-Drug Abuse Act*, Pub. L. No. 100-690, § 7603(a), 102 Stat. 4181, 4508

(153) Cfr. *Title* 18 *U.S. Code*, § 1346.

impedito, né diminuito l'impiego delle norme generali in tema di frode postale e telegrafica (154).

La seconda spiegazione è che il sistema normativo è razionalmente costruito per 'spingere' il privato, agitando lo spettro di una punizione draconiana, a patteggiare con il prosecutor, assicurando, al contempo, al prosecutor stesso che il bargaining non venga instaurato su un piede di parità sostanziale tra le parti. All'accusa è, infatti, attribuito un ampio 'potere contrattuale': se il defendant è collaborativo, il prosecutor può ridurre il novero delle norme che si assumono violate, magari escludendo l'applicazione di quelle più severamente sanzionate o 'dimenticando' il numero di episodi criminosi che si sostiene commessi (155); se, viceversa, si dimostra ostile, rimane la possibilità di contestargli la violazione di plurime fattispecie per un medesimo fatto (156).

(154) Sottolinea la sopravvivenza delle fattispecie di *mail and wire fraud* a dispetto dell'introduzione di disposizioni più specifiche, MATHEWS A., *Criminal Prosecution under the Federal Securities Laws and Related Statutes: the Nature and development of SEC Criminal Cases*, in 39 *Geo. Wash. L. Rev.*, 1971, 901 ss.

(155) Le alternative in merito alle contestazioni spendibili dai prosecutors sono accennate da RECINE J.S., *Examination of the White Collar Crime Penalty Enhancement in the Sarbanes-Oxley Act*, in 39 *Am. Crim. L. Rev.*, 2002, 1553 s; sottolineano come il *Sarbanes-Oxley Act* abbia aumentato il potenziale sanzionatorio disponibile per i prosecutors anche TRACEY A.M.-FIORELLI P., *Nothing*, cit., 146.

(156) Per una lettura in chiave criminologica della moltiplicazione delle fattispecie applicabili ad un'ipotesi di *securities fraud*, da intendere come una forma di comunicazione simbolica volta a rassicurare la collettività dopo lo scoppio degli scandali finanziari, O'SULLIVAN J.R., *The Changing*, cit., 653 ss. Sull'*overcriminalization* intesa come punizione della stessa azione ricorrendo a multiple fattispecie interferenti che conducono al cumulo di altrettante sanzioni, cfr. BEALE S. S., *The Many Face of Overcriminalization: from Morals and Mattress Tags to Overfederalization*, in 54 *Am. U. L. Rev.*, 2005, 747, in particolare 778. In realtà, l'*overcriminalization* ha molte facce e conseguentemente è un termine polisemantico: da alcuni è intesa come l'eccessiva estensione della *criminal law*, che arriva a punire anche condotte prive di connotati di illiceità, mentre da altri interpreti viene definita come l'accentuazione della severità delle pene previste per determinati gruppi di fattispecie. Su queste due accezioni cfr. BROWN D.K., *Rethinking Overcriminalization*, Bepress Legal Series, Working Paper n. 995, 2006, 3 ss. 8 ss., disponibile in: <http://law.bepress.com/cgi/viewcontent.cgi?article=4780&context=expresso>. Compare nella letteratura americana anche un'altra accezione del termine *overcriminalization*, da intendere in senso 'econometrico', cioè come il fenomeno per cui il costo dell'incriminazione eccede i benefici derivanti dalla sua incriminazione, in questo senso cfr. SZOTT MOOHR G., *Defining Overcriminalization Through Cost-Benefit Analysis: The Example of Criminal Copyright Laws*, in 54 *Am. U. L. Rev.*, 2005, 785. Questa definizione si avvicina molto a quella di *overenforcement*, utilizzata nella dottrina americana per definire la situazione in cui chi viola una norma patisce un danno eccessivo rispetto a quello necessario per il raggiungimento del massimo di deterrenza possibile, cfr. BIERSCHBACH R.A.-STEIN A., *Overenforcement*, in 93 *Geo. L. J.*, 2005, 1744.

La moltiplicazione dei capi di imputazione, ben lungi dal risultare il riflesso di una legislazione caotica, è, quindi, funzionale tanto ad una soluzione negoziata della vicenda processuale, quanto all'attribuzione di un elevato potere contrattuale al prosecutor nell'ambito del bargaining stesso (157).

Il fenomeno in analisi non viene neutralizzato dalla *double jeopardy clause* contenuta nel V emendamento alla costituzione americana, che garantisce che ogni cittadino non possa venire giudicato due volte per il medesimo fatto (158).

La *double jeopardy protection* è principio che informa la *common law* dalla sue origini (159); valido prima ancora che nascesse l'ordinamento degli Stati Uniti, tale garanzia venne poi tradotta normativamente nei singoli Stati in modo eterogeneo e solo nel 1969 la Corte Suprema ne uniformò il significato normativo a livello statale e federale (160).

La ratio della *double jeopardy protection* è evitare un contrasto tra forze impari, in cui l'autorità statale, con le sue risorse ed i suoi poteri, cerchi ripetutamente di privare della propria libertà un singolo, assoggettandolo allo stigma sociale, a continue spese per la propria difesa legale e costringendolo ad un continuo stato di ansietà e insicurezza (161); contemporaneamente, il principio si pone anche come garanzia della certezza del diritto e di definitività dei giudicati (162).

La giurisprudenza ha da tempo chiarito che le violazioni di distinte disposizioni legali devono essere trattate come altrettanti autonomi reati

(157) Cfr. O'SULLIVAN J.R., *The Changing*, cit., 654, che osserva: «the redundancy of the Code, to the extent it helps anyone, helps prosecutors. They have the ability to pick and choose among a smorgasbord of statutes that might apply to given criminal conduct. Some of the statutes will offer prosecutors important advantages over others, in terms of such matters as venue, proof, evidentiary admissibility or sentencing impact. Often a prosecutor may choose a general statute over a statute that is more specifically tailored to a particular context, by choosing mail fraud or the general conspiracy statute, for example, rather another statute that has more complicated proof requirements. The Effect of these choices is to give prosecutors substantially greater bargaining power vis-a-vis the defense»

(158) Letteralmente il V emendamento recita, nella parte relativa al principio del *ne bis in idem*: «not shall any person be subject for the same offense to be twice put in jeopardy of life or limb».

(159) Ne parla già BLACKSTONE W., *Commentaries on the Laws of England* (1765-1769), IV, Chicago, 1979, 335.

(160) BENTON V. MARYLAND, 395 U.S. 784, 793-796 (1969).

(161) *Green v. United States*, 355 U.S. 184 (1957).

(162) Come evidenziato da SCHULHOFER S.J., *Double Jeopardy*, in Kadish S. H. (Ed.), *Encyclopedia*, cit., 627.

e quindi perseguite cumulativamente, senza che osti a ciò la preclusione della *double jeopardy clause*. Le uniche condizioni da rispettare sono:

- i) ciascuna norma violata deve richiedere la prova di un elemento di fatto che le altre non prevedono;
- ii) una delle fattispecie incriminatrici non deve punire un'offesa che è già 'contenuta' in una delle altre ipotesi criminose contestate (163); questo rapporto di 'continenza' intercorre, per esempio, tra la figura del *joyriding*, corrispondente al furto d'uso di un'auto, e quella generale di furto d'auto (*auto theft*) (164).

Non bisogna peraltro dimenticare, come segnala la dottrina statunitense, che l'espansione del diritto penale nel campo dei mercati finanziari comporta anche riflessi istituzionali, poiché la sanzione criminale non porta il vessillo di questo o quello Stato federato, bensì ha una matrice federale: l'*overcriminalization* è, nei fatti, un aspetto di un più generale processo di *overfederalization* della legislazione in materia di crimini dei colletti bianchi (165).

Sorge spontanea una considerazione in ordine alla maggiore praticabilità, nel sistema nord-americano, della repressione penale rispetto a quella civile, per quanto attiene ai fenomeni di manipolazione dei mercati finanziari. Rispetto ai dubbi che travagliano la dottrina continentale ed italiana in ordine alla spendibilità dei reati di pericolo astratto nei mercati ed all'imputazione causale di eventi di destabilizzazione di un titolo 'oltre ogni ragionevole dubbio', il *pragmatismo* statunitense ci mostra una sovrabbondanza di incriminazioni disponibili cumulativamente per il *prosecutor*, incentrate su mere condotte o su un accordo criminoso, punito con la medesima pena del reato scopo, indipendentemente dall'effettiva realizzazione della manipolazione.

(163) In questo senso, *Blockburger v. United States*, 284 U.S. 299 304 (1932), che afferma testualmente «Each provision requires proof of an additional fact which the other does not».

(164) *Brown v. Ohio*, 432 U.S. 161 (1977).

(165) Sull'*overfederalization* del diritto penale statunitense, in generale, cfr. BAKER J.S. JR., *State Police Powers and the Federalization of Local Crime*, in 72 *Temp. L. Rev.*, 1999, 712; si veda anche BRICKEY K.F., *Criminal Mischief: The Federalization of American Criminal Law*, in 46 *Hastings L.J.*, 1995, 1172 ss., sostiene come l'espansione del diritto penale federale a scapito di quello statale sia dovuto a un incremento numerico delle fattispecie incriminatrici nel primo, ma anche a un'interpretazione molto espansiva dei contenuti delle norme federali, PODGOR E.S.-PADILLA J.-STEWART M., *Who Should Be Charged with Criminal Conduct?*, in 109 *Penn. St. L. Rev.*, 2005, 1059.

Ne deriva che, a dispetto del meno gravoso *standard* probatorio che regge il processo civile rispetto a quello penale, l'impiego di incriminazioni flessibili fino al limite dell'indeterminatezza, assistite da teorie elaborate dai *prosecutor* per alleggerire ulteriormente il carico probatorio gravante sull'accusa (come la dottrina della *willful blindness*), rendono molto più agevole la punizione del manipolatore che l'affermazione della sua responsabilità civile, come evidenziato da attenti studiosi americani (166).

L'imputato non è però privo di difese e garanzie di fronte allo scenario appena prospettato, che pare convergere univocamente verso la condanna di chi si trova imputato per un reato finanziario: l'impiego di teorie eccessivamente estensive nella ricostruzione di questo o quell'elemento del reato può, a volte, segnare negativamente la sorte dell'accusa, soprattutto quando la teoria è elaborata dalla parte pubblica per la prima volta e ritagliata sul tipo di condotta che è oggetto di accertamento processuale. Quando la ricostruzione teorica delle norme penali è effettuata *ex novo* e creativamente dal *prosecutor*, può rivelarsi azzardata, finendo per non 'reggere' al giudizio della Corte d'Appello (167): l'*overcriminalization* è, insomma, una patologia contro cui il sistema statunitense dimostra a volte di impiegare adeguati anticorpi.

#### 3.4. IV elemento distintivo: la persecuzione di fatti di manipolazione del mercato tramite procedimenti paralleli di natura civile, penale ed amministrativa.

Se all'interno del sistema penale statunitense le condotte di *securities frauds* generano una reazione di *overcriminalization*, gli stessi comportamenti producono, nei rapporti tra sistema penale e sistema punitivo-amministrativo,

(166) Sottolineano come l'elaborazione di dottrine tese a estendere eccessivamente l'ampiezza dell'elemento soggettivo del reato sia una delle cause dell'*overcriminalization* della *security law* americana, LUNA E., *The Overcriminalization*, cit., 718 e HURT C., *The Undercivilization*, cit., 403 ss.

(167) Sono ormai molte le sentenze che di recente, anche rispetto a scandali noti all'opinione pubblica, hanno decostruito nuove e aggressive interpretazioni delle norme federali fornite dalla parte pubblica nei processi immediatamente successivi agli scandali finanziari di inizio millennio. Cfr. *Arthur Anderson LLP v. United States*, 544 U.S. 696, 708 (2005); *United States v. Lake*, 472 F. 3d 1247 (10th Cir. 2007); *United States v. Brown*, 459 F.3d 509 (5th Cir. 2006); *United States v. Quattrone*, 441 F.3d 153 (2d Cir. 2006); *United States v. Howard*, 471 F. Supp. 2d 772 (S.D. Tex. 2007).



un fenomeno di *overenforcement* (168). Tipica della repressione statunitense dei *corporate crimes* è la *proliferazione di processi paralleli* per gli stessi fatti – in tempi diversi o in contemporanea – contro il medesimo soggetto: si tratta di una situazione che viene consapevolmente indotta, perché considerata un mezzo estremamente efficace per combattere i crimini finanziari (169). La possibilità di una proliferazione di procedimenti di fronte ad autorità differenti, ma in ordine ad un medesimo fatto, è tratto ricorrente nell'ordinamento statunitense, se è vero che il fenomeno si ripete anche in materia di diritto della concorrenza. Le violazioni dello *Sherman Act* e del *Clayton Act* conducono, infatti, ad una sovrapposizione di competenze repressive tra *Department of Justice* e *Federal Trade Commission*: le due autorità, sfruttando la discrezionalità di cui godono nell'interpretazione della legge, coordinano per lo più la propria attività cercando di evitare conflitti, ma ciò non esclude affatto che possano essere intentate due iniziative punitive, una amministrativa e l'altra penale, rispetto ad una medesima condotta (170).

Un tale scenario impone di confrontarsi con il principio, espresso dal V emendamento della Costituzione americana, secondo cui «nessuno può essere esposto due volte, per uno stesso fatto, ad una situazione di rischio per la vita o l'incolumità fisica» (171). Si tratta della

(168) BIRSCHBACH R.A.-STEIN A., *Overenforcement*, cit., 1744, definiscono l'*overenforcement* come il fenomeno per cui colui che viola una regola legale patisce, nell'implementazione di quella norma, un danno eccessivo o comunque maggiore di quello necessario per conseguire una deterrenza ottimale: «Overenforcement occurs when the violator of a legal rule suffers excessive harm – or more harm than is necessary for optimal deterrence – from the actual implementation of that rule».

(169) L'instaurazione di procedimenti paralleli, penali ed extrapenali, emerge come il naturale atteggiarsi della reazione federale alla commissione di illeciti finanziari, ad esempio, nelle parole di WALKER R.H., *Testimony Concerning the Involvement of Organized Crime on Wall Street Before the House Subcommittee on Finance, Committee of Commerce* (13 settembre 2000), disponibile alla seguente URL: [www.sec.gov/news/testimony/ts142000.htm](http://www.sec.gov/news/testimony/ts142000.htm). Il fenomeno è noto da tempo negli Stati Uniti, cfr. già PICKHOLZ M., *Parallel Enforcement Proceedings: Guidelines for the Corporate Lawyer*, in 7 *Sec. Reg. L. J.*, 1979, 99, in particolare 110 ss.; più di recente, WEISMANN M.M., *Corporate*, cit., 107 s.

(170) Sul coordinamento, fattuale e discrezionale, tra le iniziative punitive di diversi soggetti istituzionali, FARNSWORTH E.A., *An Introduction*, cit., 159.

(171) Per esteso il V emendamento della Costituzione americana recita: «No person shall be held to answer for a capital, or otherwise infamous crime, unless on a presentment or indictment of a grand jury, except in cases arising in the land or naval forces, or in the militia, when in actual service in time of war or public danger; nor shall any person be sub-

*double jeopardy clause*, già evocata quando è stato affrontato il fenomeno, *statico*, della contestazione di plurime violazioni di leggi rispetto ad una condotta socialmente ed empiricamente unitaria; occorre tornare a parlarne per verificare l'efficacia garantistica *dinamica* di tale *clause*, cioè la capacità di inibire l'attivazione, in contemporanea o in tempi diversi, di procedimenti giudiziari aventi ad oggetto la medesima situazione di fatto.

La *double jeopardy clause*, innanzitutto, non ha efficacia *meta-ordinamentale*, ma *inter-ordinamentale*, poiché è in grado di inibire solo la duplicazione dei procedimenti penali intentati da *prosecutors* che appartengono ad un medesimo ordinamento: se i processi sono promossi da soggetti riconducibili a differenti ordinamenti, indipendenti ed autonomi tra loro, quali sono quello federale e quelli degli Stati membri, la clausola della *double jeopardy* ha un margine di manovra alquanto limitato. In quest'ultimo caso la *double jeopardy protection* soccombe alla «*dual sovereignty rule*», in forza di cui i singoli ordinamenti statali e quello dell'Unione sono egualmente sovrani in materia penale (172). Per questo motivo è vietato svolgere due processi criminali per un medesimo fatto *al medesimo livello* (due processi statali o due federali), ma è ben possibile che si debba comparire come imputati prima dinnanzi ad una Corte *statale* e poi in una Corte *federale*: la dimensione *inter-ordinamentale* della *double jeopardy clause* non preclude, quindi, un'iniziativa punitiva *federale*, anche se vi sia stata una precedente azione *statale* (173). La constatazione che, *in via di mero fatto*, il *Department of*

ject for the same offence to be twice put in jeopardy of life or limb; nor shall be compelled in any criminal case to be a witness against himself, nor be deprived of life, liberty, or property, without due process of law; nor shall private property be taken for public use, without just compensation».

(172) *Abbate v. United States*, 359 U.S. 198 (1959); già in precedenza, cfr. *Fox v. Ohio*, 46 U.S. 410 (1847); *U.S. v. Lanza*, 260 U.S. 337 (1922); *Barkus v. Illinois*, 359 U.S. 121 (1959).

(173) Recentemente, cfr. *SEC v. McCaskey*, 2002 WL 850001, \*4 (S.D.N.Y. Mar 26 2002); *United States v. Polichemi*, 219 F.3d 698, 711 (7th Cir. 2000); *SEC v. Palmisano*, 135 F.3d 860, 866 (2d Cir. 1998); *SEC v. Bilzerian*, 153 F.3d 1278, 1283 (11th Cir. 1998); *United States v. Perry*, 152 F.3d 900, 904 (8th Cir. 1998); *United States v. Gartner*, 93 F.3d 633, 635 s. (9th Cir. 1996); *United States v. Andrews*, 146 F.3d 933, 942 (D.C. Cir. 1998). Cfr., in precedenza, *United States v. Wheeler*, 435 U.S. 313, 316-317 (1978), in cui si è stabilito il principio che la persecuzione federale non impedisce quella dello Stato e viceversa, poiché l'azione penale in base a norme emanate da separate e autonome autorità non espone l'accusato al rischio di essere condannato due volte per lo stesso illecito. Cfr. anche *Rubaldi v. United States*, 434 U.S. 22, 28 (1977), in cui la Corte ha affermato che la Costituzione non nega, in via di principio,

*Justice* ometta di esercitare la *prosecution* dopo che l'ordinamento del singolo Stato membro abbia provveduto a giudicare la condotta dell'imputato, non gli toglie il *potere giuridico* di attivarsi per iniziare un processo federale (174): sia la Corte Suprema, che altri Corti distrettuali statunitensi, hanno più volte affermato che la presenza di un processo penale, in contemporanea ad uno amministrativo o civile, può anzi essere resa necessaria per proteggere interessi pubblici (175) e hanno anche chiarito che non esistono divieti costituzionali, legali o posti dalla *common law* che impediscano i procedimenti paralleli, qualora siano resi necessari dalla tutela di interessi del governo (176). A fugare ogni dubbio, è stato peraltro anche chiarito che l'esperimento di procedimenti contemporanei non costituisce una violazione del diritto al silenzio di cui al quinto emendamento della Costituzione statunitense (177).

Va poi specificato che la *double jeopardy clause* ha *valenza prettamente penalistica*: trattandosi di scongiurare il rischio di una *punizione che coinvolge la vita e l'incolumità fisica*, la connotazione del principio è eminentemente *criminale*. A conferma, nella definizione dell'ambito della garanzia espressa dal V emendamento della Costituzione, giurisprudenza e

agli Stati membri ed al governo federale il potere di perseguire la stessa persona per la stessa condotta, poiché ognuna delle due entità ha un legittimo interesse, non necessariamente identico, a perseguire una persona per fatti considerati illeciti dalle leggi di entrambe. Infine, si veda la sentenza della Suprema Corte che ha ritenuto che la *double jeopardy clause* non vieti che due Stati intraprendano la persecuzione penale della stessa persona (fisica o giuridica) per la stessa condotta (*Heath v. Alabama*, 474 U.S. 82 (1985)): si tratta di un'ipotesi tutt'altro che infrequente dato il carattere interstatale delle attività economiche di molte società commerciali. Allo stesso modo la giurisprudenza americana ha negato che la presenza di procedimenti paralleli comportasse il rischio di una violazione del diritto al silenzio da parte dell'imputato previsto dal quinto emendamento alla Costituzione americana, *SEC v. Power Sec. Corp.*, 142 F.R.D. 321, 322-323 (D. Co. 1992).

(174) Il potere di iniziare un processo federale viene, infatti, esercitato quando si tratta di tutelare un interesse dell'Unione che rivesta particolare importanza, come sottolinea SCHULHOFER S.J., *Double*, cit., 631.

(175) Si veda un pronunciamento della Suprema Corte già nel 1912 in tal senso, cfr. *Standard Sanitary Mfg. Co. v. United States*, 226 U.S. 20, 52 (1912). Sull'ammissibilità di una contemporanea prosecuzione di un processo penale e di uno civile, cfr. *SEC v. Palmisano*, 135 F. 3d 860, 866 (2d Cir. 1998), cit. Sull'ammissibilità del concorso tra sanzioni civili irrogate dalla SEC alla *Corporation* e sanzioni penali al CEO della *Corporation* stessa per la medesima condotta, cfr. *United States v. Andrews*, 146 F.3d 933, 942 (D.C. Cir. 1998).

(176) *SEC v. First Fin. Group of Tex., Inc.*, 659 F.2d 666-667 (5th Cir. 1980)

(177) Cfr. *SEC v. Power Sec. Corp.*, 12 F.R.D., 321, 322-323 (D.Co. Cir. 1992).

dottrina riflettono sempre su quale fase del secondo procedimento *penale* inizi a manifestare il rischio di una duplice punizione e quale *step* del primo precluda la riapertura di un nuovo giudizio, senza riferirsi mai a forme di punizione extrapenali, ad esempio quelle inflitte a seguito di un procedimento amministrativo, che espongono a rischio interessi patrimoniali o diritti economici dell'accusato (178).

La valenza *strettamente penalistica* della garanzia della *double jeopardy clause* impedisce che se ne possano avvalere quei soggetti che sono gravati dall'apertura a proprio carico di più procedimenti sanzionatori extrapenali in parallelo: né la Costituzione, né alcuna legge o principio di *common law* impedisce, infatti, a differenti agenzie federali di perseguire società e amministratori, per la medesima operazione finanziaria, prima in processi amministrativi e poi in azioni per il risarcimento dei danni.

La logica della moltiplicazione dei procedimenti può essere individuata ritornando al valore comunicativo dell'illecito concernente una *securities fraud*. In un contesto peculiare come quello statunitense, in cui l'investimento finanziario costituisce l'ordinaria modalità di impiego del denaro, anche per piccoli e piccolissimi risparmiatori, ogni frode finanziaria è potenzialmente destabilizzante rispetto ad un sistema economico che si regge sulla fiducia che la massa dei risparmiatori nutre rispetto alla stabilità e al corretto funzionamento del mercato. L'importanza di una risposta sanzionatoria pronta ed efficace, in grado di neutralizzare la portata comunicativa dell'illecito, determina la necessità che tutti i profili di offesa vengano perseguiti, tanto quelli pubblici (spesso carichi di una notevole valenza 'politica'), di cui si fa carico il *prosecutor* (a livello statale e federale), quanto quelli privati, attraverso i rimedi civilistici, quanto quelli più propriamente di tipo tecnico-economico, la cui individuazione ed imputazione spetta all'autorità tecnica per eccellenza, cioè alla SEC.

Questa scelta di politica del diritto è però gravida di costi sociali: risulta, infatti, molto dispendiosa per l'erario pubblico, ma anche, da altro punto di vista, per l'"accusato-imputato-convenuto", sia in termini di risorse spese per la difesa legale, sia in termini reputazionali, poiché il

(178) Cfr. le considerazioni sull'*attachment of jeopardy* in SCHULHOFER S.J., *Double*, cit., 628 e giurisprudenza *ivi* citata.

coinvolgimento in processi diversi moltiplica l'effetto di stigmatizzazione (179), a dispetto dell'unicità storica del fatto contestato. L'instaurazione di procedimenti paralleli comporta anche problemi in termini di scelte di strategie e condotte processuali da parte dell'imputato: la decisione di non cooperare con gli inquirenti può essere efficace di fronte ad un'investigazione da parte di un'autorità di controllo sul mercato, ma non di fronte ad una giuria, mentre, all'opposto, una strategia di collaborazione con il *prosecutor* in sede penale può comportare un 'effetto rebound' in un procedimento civile, consentendo a documenti e dichiarazioni raccolti in un procedimento di transitare in un diverso processo e finire nelle mani dei privati che hanno intentato l'azione civile per il risarcimento del danno o anche dell'autorità amministrativa, che così può ottenere informazioni su fatti di cui precedentemente non aveva magari neppure il sospetto. Infine, la felice conclusione, per l'accusato, di uno dei procedimenti non determina spesso la fine degli affanni: ad esempio, un'assoluzione in sede penale, certo non impedisce la 'sopravvivenza' dei procedimenti in sede civile e amministrativa. All'estremo opposto, una condanna in sede penale può implicare ulteriori condanne negli altri procedimenti aperti.

#### 3.4.1. Breve excursus sulla dinamica dell'enforcement in materia di securities frauds.

Nel sistema statunitense è possibile assistere alla celebrazione di simultanei procedimenti ed investigazioni da parte di agenzie e *prosecutors* federali, con ulteriore duplicazione delle inchieste tra il livello federale e quello statale, cui si può accompagnare, infine, anche l'attivazione di procedimenti risarcitori da parte dei privati, come singoli o tramite *class actions* (180). Benché la SEC sia la principale agenzia responsabile dell'enforcement dell'ordinamento finanziario americano, la sua autorità non si estende alla persecuzione penale delle condotte di

(179) Ritorna, di recente, sulla pena del processo, MANES V., *Il principio di offensività nel diritto penale*, Torino, 2005, 140 ss.

(180) Sottolineano l'incremento, a partire dal 2002, dei casi di *parallel proceedings* LOWELL A.D.-ARNOLD K.C., *Corporate*, cit., 233 ss., che individuano il rilevante ruolo nella moltiplicazione dei procedimenti giocato da iniziative processuali intraprese da gruppi di privati.

manipolazione del mercato, che spetta al *Department of Justice* (181), il quale agisce però, per lo più, su segnalazione della SEC (182).

La Commissione di controllo sulla borsa funge, in effetti, da 'cabina di regia' rispetto all'attivazione di più procedimenti per il medesimo fatto (183): essa può decidere di optare per un procedimento

(181) Cfr., *Title 17 Code of Federal Regulation* (C.F.R.), § 202.5 (2005). Sulla ripartizione delle competenze tra *Department of Justice* e SEC, v. STEINBERG M.-FERRARA R.C., *Securities Practice, Federal and State Enforcement*, Eagan, Minn., 2001, § 6.14.

(182) Ai sensi della *section 202.5 del title 17, chapter II del Code of Federal Regulation*, la SEC può aprire un'inchiesta ogni volta che vi sia una denuncia da parte del pubblico dei risparmiatori o di altre agenzie statali o quando, in base alla propria attività di vigilanza, emerge una possibile violazione delle norme in materia finanziaria (sul punto, cfr. anche *title 15, chapter 2b, section 78u, U.S. Code*); ad una prima fase di investigazione informale, può succedere una seconda, decisamente più formalizzata, che si apre quando si renda necessario vincere ogni resistenza all'audizione dei testimoni o alla produzione di documenti rilevanti. La SEC dispone, infatti, in questo secondo caso, di uno specifico strumento, il c.d. *subpoena*: l'autorità, dopo una richiesta alla Corte distrettuale, può ottenere l'emaneazione di un provvedimento che imponga il rispetto delle richieste della SEC stessa, e che, se inosservato, rende il destinatario responsabile del reato di oltraggio alla Corte, con una pena supplementare nel caso in cui l'ingiunzione sia richiesta in base al *Security Exchange Act*, all'*Investment Company Act* o all'*Investment Advisers Act*. La scelta circa l'opportunità di condurre un'investigazione formale o informale (quindi non 'visibile' per gli operatori del mercato), spetta esclusivamente alla SEC. La stessa Corte Suprema si è espressa al riguardo ed ha affermato che la prerogativa della SEC di emanare norme regolamentari, qualora le ritenga opportune o necessarie ad attuare la disciplina del *Securities Exchange Act*, comprende anche il potere di definire *standards* generali in base a cui orientarsi, nel caso concreto, circa la scelta dell'investigazione pubblica oppure di quella riservata: cfr. *FCC v. Schreiber*, 381 U.S. 279, 292 (1965). Alcuni sottolineano come la SEC non abbia fatto buon uso dei poteri di sorveglianza ed enforcement sui mercati finanziari attribuiti dal *Security and Exchange Act*, impiegandoli con eccessivo *self restraint*; cfr., ad esempio, WEISMANN M.M., *Corporate*, cit., 98, in particolare 103 e 112, dove l'A. afferma: «the problem [...] is that the SEC does not look for fraud and therefore does not uncover fraud».

(183) Le prerogative della SEC si estendono anche ad alcuni rimedi civili in caso di violazione della legge federale in materia di mercati finanziari. Tra i poteri della Commissione vi è, infatti, quello di chiedere alla Corte distrettuale federale una serie di sanzioni tra cui il *temporary restraining order* e l'*ancillary relief*, misure differenti che hanno in comune la funzione di impedire la perpetrazione di un illecito da parte del destinatario, rispettivamente mediante un'intimazione a rispettare la legge o attraverso il ricorso a rimedi atipici che rendano difficile il compimento di abusi finanziari, ad esempio attraverso il congelamento dei beni. Il primo rimedio è disciplinato dalla *section 20(b) Securities Act*, 15 U.S. Code § 77t(b) e dalla *Section 21d(1) del Securities and Exchange Act*, 15 U.S. Code, *section 78u(d)(1)*; il secondo dalla *section 21d(5) del Security and Exchange Act*, 15 U.S. Code, *section 78u(d)(5)*.

Ancora, si segnala lo strumento dell'*injunction*, con cui la Corte, su richiesta della SEC, intima all'indagato di astenersi dal commettere una violazione di leggi federali in materia di mercati e strumenti finanziari (cfr. *section 20(b) del Securities Act*, 15 U.S. Code, *section 77t(b)* e *section 21(d)(1) del Securities and Exchange Act*, 15 U.S. Code *section 78u(d)(1)*). Si tratta di

amministrativo, mantenendosi aperta la strada del giudizio penale, riferendo cioè il caso al *Department of Justice* solo in un secondo momento, prima della conclusione del giudizio extrapenale (184).

L'apertura di un procedimento amministrativo rientra nella sfera di competenza della SEC, mentre la persecuzione criminale spetta al *Department of Justice*, il quale, però, è, il più delle volte, funzionalmente dipendente dalla Commissione, nel senso che il *Department of Justice* interviene in esito ad un'investigazione, e successiva segnalazione, di quest'ultima.

Dal punto di vista criminale, come più volte detto, le trasgressioni volontarie delle disposizioni legali concernenti la manipolazione del mercato e delle norme 'secondarie' promulgate da parte della SEC, ai sensi del *Securities and Exchange Act* e del *Securities Act* del 1933, sono punibili con sanzioni pecuniarie e pena detentiva (le disposizioni che rilevano sono, come già detto, le *sections* 24 del *Securities Act*

ordini (permanenti o temporanei) di tenere oppure evitare certi comportamenti, al fine di scongiurare la commissione di ulteriori illeciti e la violazione di essi comporta un'ulteriore sanzione penale o civile (secondo le determinazioni della Commissione: cfr. 15 U.S. Code, *section* 78u-2(a)). Si noti che la SEC, che in questo caso può eccezionalmente intraprendere l'azione penale senza l'intervento del *Department of Justice* (ai sensi della *Rule* 42(b) del *Federal Rules of Criminal Procedure*), opta più frequentemente per un procedimento civile piuttosto che penale in caso di violazione dell'*injunction*, come notato da STEINBERG M.I.-FERRARA R.C., *Securities*, cit., § 6.20. Infine, la Corte può vietare, a tempo determinato o in via definitiva, a un soggetto che abbia violato, tra le altre, la *Section* 10(b) del *Securities and Exchange Act*, di rivestire cariche dirigenziali in società che emettano azioni registrate o per le quali sia comunque richiesto dalla stessa la SEC il deposito di relazioni e documentazioni, menzionati alla *section* 15 (d) del *Securities and Exchange Act* (c.d. *officer and directors bars*). L'inibizione all'esercizio di cariche direttive è prevista alla *section* 20(e) del *Securities Act* del 1933 (15 U.S. Code, § 77t(e)); alla *section* 21(d)(2) *Securities Exchange Act* (15 U.S. Code 78u(d)(2)). Queste ultime norme sono state recentemente interpolate dalla *section* 305 del *Sarbanes-Oxley Act*: non si richiede più che il destinatario della misura abbia tenuto una condotta illecita espressiva di una sostanziale inidoneità allo svolgimento delle mansioni direttive; ora è sufficiente che si dia prova di un'inidoneità *tout court* a rivestire tali cariche dirigenziali. Come evidenziato da KLOOS B.-ALTER J.-STONE M., *Twenty-First*, cit., 974, va aggiunto che la Corte Federale Distrettuale ha, peraltro, una maggiore discrezionalità nella scelta del rimedio più adatto all'illecito concretamente compiuto, rispetto a quanto è concesso fare alla SEC o al giudice nel corso di un procedimento amministrativo: ad esempio, qualora la Corte decida di confiscare il profitto dell'illecito, essa può scegliere discrezionalmente le modalità della restituzione del danaro alle vittime della manovra manipolativa e quali soggetti abbiano titolo a riceverlo.

(184) PEREZ Z.-COCHRAN E.-SOUSA C., *Securities*, cit., 987 sottolineano che, generalmente, la SEC non chiede alla Corte distrettuale una sospensione del processo amministrativo, nemmeno quando il privato viene a sapere della possibilità che il *Department of Justice* sta intentando un'azione penale nei suoi confronti. E, però, l'autorità stessa ad arrestarsi quando vi è il rischio che il procedimento amministrativo possa pregiudicare i vantaggi investigativi del *Department of Justice* in una causa criminale.

(185) e 32 del *Securities and Exchange Act* (186)). La SEC non può agire autonomamente in quest'ambito, ma trasmette gli elementi di prova raccolti nel corso delle proprie indagini al *Department of Justice* che decide se intraprendere la *prosecution* (187). Benché il *Department of Justice* possa procedere di propria iniziativa a perseguire un'ipotesi di manipolazione del mercato, avendo poi libero accesso ai documenti della SEC, generalmente è quest'ultima che attiva la persecuzione penale attraverso i propri rapporti al *Department of Justice*, rapporti che possono essere formali o informali (188). Tradizionalmente, la SEC sceglie se segnalare un caso di manipolazione del mercato (e rimetterlo, quindi, alla competenza penale del *Department of Justice*), in quattro casi: 1) la manipolazione coinvolge la criminalità organizzata; 2) l'autore o gli autori sono recidivi; 3) l'illecito ha causato un ingente danno agli investitori; 4) la manipolazione è stata resa possibile o agevolata perché parte di un piano in cui è rientrata anche la corruzione di un funzionario della SEC o di un altro pubblico ufficiale (189).

Per quanto attiene alla responsabilità di tipo meramente 'amministrativo', ed al relativo procedimento di accertamento, la SEC può ordinare, nei confronti delle persone fisiche o giuridiche registrate presso la Commissione stessa, la convocazione di un'udienza per definire la responsabilità dell'accusato e imporre al termine della *administrative hearing* un'articolata serie di sanzioni (190).

(185) *Section* 24. «Any person who willfully violates any of the provisions of this title, or the rules and regulations promulgated by the Commission under authority thereof, or any person who willfully, in a registration statement filed under this title, makes any untrue statement of a material fact or omits to state any material fact required to be stated therein or necessary to make the statements therein not misleading, shall upon conviction be fined not more than \$10,000 or imprisoned not more than five years, or both».

(186) *Sections* 77 x e 78 ff (a), *title* 15, *U.S. Code*.

(187) *Securities and Exchange Act*, *section* 21 (e). L'eventuale condanna in sede penale comporta anche l'automatica decadenza da una serie di benefici, registrazioni ed esenzioni, cfr. RATNER D.L.-HAZEN T.L., *Securities*, cit., 267.

(188) Sulla maggiore frequenza statistica dei procedimenti intentati dal *Department of Justice* su segnalazione della SEC, cfr. KLOOS B.-ALTER J.-STONE M., *Twenty-First*, cit., 980.

(189) Sui criteri che guidano la SEC a segnalare un caso al *Department of Justice*, cfr. M.I. STEINBERG-FERRARA R.C., *Securities*, cit., §6.15. Resta il fatto che lo *United States Attorney's Office* possa decidere di sua iniziativa quando una qualunque violazione del diritto dei mercati necessiti di una persecuzione penale, cfr. HEUER N.-REESE L.-SALE W., *Securities Fraud*, in 44 *Am. Crim. L. Rev.*, 2007, 1015.

(190) Ad esempio, la censura e limitazione all'esercizio dell'attività (cfr. *Rule of Practice* 102 e), la revoca della registrazione, il divieto, temporaneo o definitivo, di proseguire una particolare attività (*cease and desist orders*), ai sensi del *Title* 15 U.S. Code, *subsection* 77h-1. In argomento, diffusamente, STELLA P., *L'enforcement nei mercati finanziari*, Milano, 2008, 165 ss. Inoltre, è possibile che la Commissione imponga una *associational sanction* a ogni persona fisica 'associata' a un intermediario o a un operatore di borsa che abbia partecipato al collocamento o alla vendita di strumenti finanziari, violando il *Securities Exchange Act*: tali misure possono tradursi in una serie di interdizioni rispetto a funzioni e attività finanziarie; cfr. *section* 15(b) (6) *Securities and Exchange Act*, 15 U.S. Code *section* 78o(6); *section* 20(g) *Securities Act*, 15 U.S. Code *section* 77t(g). Il *Sarbanes-Oxley Act*, alla *section* 604, ha enucleato da tale insieme di rimedi il c.d. *penny stock bar*, elevandolo ad autonomo istituto, la cui

Il procedimento decisorio è caratterizzato dal principio della separazione delle funzioni investigative da quelle decisorie: in particolare, il giudizio concernente l'inflizione delle sanzioni amministrative inizia con un ordine (*order instituting proceedings*) con cui la causa è instaurata presso giudici amministrativi che prestano la propria attività presso la SEC, ma rispetto ad esse ponendosi in relazione di assoluta indipendenza. I giudici redigono, in esito al procedimento, il provvedimento finale (*initial decision*), con cui sanzionano o assolvono l'accusato e rispetto al quale sia il privato che la SEC possono proporre appello, che si svolge dinanzi alla Commissione stessa quale giudice di secondo grado. In mancanza di appello, la SEC assume la decisione dei giudici quale proprio provvedimento definitivo (191). Questo esito formalizzato del processo è assolutamente eventuale, in quanto la propensione statunitense alla definizione del giudizio mediante *bargaining* prorompe anche in questa sede, anzi la stipulazione dell'accordo transattivo (c.d. *consent decree*) è espressamente favorito in base ad un *Report* della SEC stessa del 2001 (192).

applicazione può essere richiesta dalla SEC a una Corte distrettuale anche nell'ambito di un giudizio civile, oltre che in uno amministrativo: si tratta di un divieto diretto a persone fisiche di partecipare a tempo definito o indeterminato a offerte di strumenti finanziari sul mercato. Nel 1990 i poteri sanzionatori della SEC – attribuiti all'autorità e disciplinati dalla sec. 21 del *Securities and Exchange Act* e dalle *sections* 19(b) e 20(a) del *Securities Act* del 1933 – si sono ulteriormente estesi con il *Remedies Act*, che ha previsto la potestà, per la Commissione, di infliggere sanzioni pecuniarie fino a 500.000 dollari e ordinare la confisca dei profitti dell'operazione finanziaria illecita (*disgorgement*): tali sanzioni non sono tipiche del procedimento sanzionatorio amministrativo, potendo essere inflitte anche in esito a un processo civile. Rispetto al *disgorgement*, va segnalato che la restituzione, da parte della SEC, di quanto confiscato a coloro che hanno ricevuto un danno dalle transazioni illecite compiute sul mercato non è una via obbligata. Benché solitamente le somme recuperate dall'autorità vengano restituite ai danneggiati direttamente o attraverso un funzionario appositamente nominato (il c.d. *receiver*), ci sono ipotesi in cui la Commissione può domandare che il danaro sia destinato al Dipartimento del Tesoro: ciò accade soprattutto quando i fondi confiscati siano esigui o comunque sproporzionati rispetto al numero degli investitori coinvolti nella speculazione (cfr., ad esempio, i casi *SEC v Club Atlanta Travel et al.*, Lit. Rel. 17008A, 17.05.2001; *SEC v Jeffrey L. Fuller et al.*, Lit. rel. 16887, 5.02.2001). Infine, alla Commissione è stata attribuita la possibilità di ordinare la cessazione di una determinata condotta a persone (registrate o non registrate presso la SEC) ritenute 'in procinto' o 'nell'atto' di violare una delle disposizioni della *securities law* (cfr. *Securities and Exchange Act*, *sections* 21B e 21C). Si ricorsi che già in precedenza la SEC disponeva anche del potere di intraprendere azioni giudiziarie presso la corte federale del distretto competente, adducendo la violazione di una disposizione concernente il diritto dei mercati da parte di una qualunque persona (cfr. §21 (d) *Securities and Exchange Act*). Per un'analisi complessiva dei parametri che guidano l'azione della SEC, v. FERRARA R.C.-KHINDA P.S., *SEC enforcement Proceedings: Strategic Considerations for When the Agency Comes Calling*, in 51 *Admin. L. Rev.*, 1999, 1186 ss.

(191) Come evidenziato da STELLA P., *L'enforcement*, cit., 140.

(192) Si tratta del c.d. *Framework for Evaluating Cooperation in Exercising Prosecutorial Discretion*, del 23 ottobre 2001, reperibile alla seguente URL: <http://www.sec.gov/news/press/pressarchive/2001press.shtml>.

Rispetto alle violazioni amministrativamente rilevanti, la SEC non è, quindi, solo organo *inquirente*, ma può essere anche organo *giudicante* (193) e la Corte Suprema ha, peraltro, chiarito che la SEC ha il potere di accertare la presenza di una violazione sulla base del canone della *preponderanza dell'evidenza* (194). Ogni parte che sia stata condannata ad una delle precedenti misure sanzionatorie al termine del procedimento amministrativo può chiedere una revisione del caso da parte della Corte d'Appello per il distretto di Columbia o del circuito presso cui il ricorrente risiede o ha la propria principale attività.

#### 4. *Riflessioni conclusive: il giudizio di opportunità come chiave di volta del sistema di enforcement statunitense in materia di securities frauds.*

Il sistema repressivo statunitense delle *securities frauds* si è rivelato molto articolato al suo interno ed orientato ad una crescente severità nella gestione delle patologie del mercato.

Sulla base di una recente ricerca di Coffee, è possibile apprezzare come l'intensità e la frequenza dell'*enforcement* pubblico (procedimenti penali ad opera del *Department of Justice* ed amministrativo-punitivo da parte della SEC) e privato (*class actions* da parte degli investitori danneggiati) non abbia eguali al mondo e come i sistemi normativi degli altri Paesi economicamente sviluppati impallidiscano non solo dal punto di vista del numero di casi sottoposti a giudizio, ma anche delle risorse stanziare per il funzionamento delle *authorities* preposte al controllo sul mercato, sia in assoluto, che in proporzione ai volumi degli scambi finanziari e del PIL di ogni singolo Stato (195). Da tale constatazione sorge una faticosa domanda: se la struttura e la conformazione del sistema di regole pubbliche ed imperative in materia di mercati mobiliari siano un fattore determinante per la nascita di un'economia finanziaria o non sia, viceversa, vero il contrario, per cui un articolato sistema di tutela normative (anche penali) degli operatori

(193) Per i criteri di riparto della competenza in ordine alla funzione giudicante cfr. U.S. SEC. EXCH. COMM., *About the Division of Enforcement*, disponibile alla seguente URL: [www.sec.gov/divisions/enforce/about.htm](http://www.sec.gov/divisions/enforce/about.htm).

(194) *Steadman v. SEC*, 450 U.S. 91 (1981); v. anche *section 7 Administrative Procedure Act*. Sulla regola di giudizio adottata dalla SEC, cfr. FERRARA R.C.-KHINDA P.S., *SEC*, cit., 1186 ss.

(195) Si veda la ricerca, corredata da precise indicazioni numeriche, di COFFEE J.C. JR., *Law*, cit., 29 ss.

economici ha modo di svilupparsi solo se un imponente mercato finanziario si sia già autonomamente sviluppato.

Il sistema statunitense pare dare una risposta univoca, confermando che la fisiologia dei rapporti tra norma e società, anche quando si tratti di scambi finanziari, vede il diritto seguire l'evoluzione del fenomeno sociale che intende regolare (196), mentre un rapporto inverso può nascondere sintomi di patologia, soprattutto quando entra in gioco il diritto criminale, poiché quest'ultimo rischia di caricarsi di una valenza promozionale, se non dirigistica, rispetto ai propri destinatari (197).

Negli Stati Uniti, il sistema di *investor protection* si è, infatti, costituito per accrescimenti successivi, prodottisi per reazione a crack finanziari ed shock per i risparmiatori. Le regole a tutela degli investitori hanno le proprie radici nella negazione dei diritti degli investitori stessi: il *Securities Act* del 1933 ed il *Security Exchange Act* del 1934 sono il 'volto normativo' del *New Deal* e, quindi, la risposta punitiva alla crisi del 1929, mentre il *Sarbanes-Oxley Act* del 2002 si propone, non senza una connotazione moralistica e simbolica, di bonificare il sistema finanziario dai *managers* spregiudicati e troppo voraci che avevano determinato il collasso di grandi *corporations* a cavallo del cambio di millennio.

Il fatto che la complessa struttura statale statunitense, data dalle dimensioni geografiche e dalla natura federale della propria organizzazione di governo, abbia incontrato un mercato finanziario di enormi dimensioni, largamente composto da piccoli e disorganizzati investitori, che per tradizione volgono il proprio risparmio al mercato mobiliare, non ha però prodotto la crisi del sistema giuridico. Le articolate esigenze di tutela, anche penale, espresse dal pubblico degli investitori verso fenomeni manipolativi e fraudolenti non hanno

(196) Sui complessi rapporti tra regolazione normative e mercati, di recente, FRANKS J.-MAYER C.-ROSSI S., *Ownership, Evolution and Regulation*, (Working Paper 2006), reperibile alla seguente URL: <http://ssrn.com/abstract=354381>, 37.

(197) Paradigmatiche le parole di Friedman (*Il sistema giuridico nella prospettiva delle scienze sociali*, Bologna, 1978, 221): «Il diritto, sostenuto dalla minaccia della coazione mediate forza, induce una condotta: quando questa condotta è stata ripetuta abbastanza spesso, essa diventa un abito e si edifica una specie d'ondata corale di atteggiamenti [...] che conduce alla [...] giustificazione morale della condotta»; cfr., inoltre, PALIERO C.E., *Consensus sociale e diritto penale*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 1992, 905; sulla funzione promozionale del diritto penale nel contesto mobiliare, con particolare riferimento al reato di *insider trading*, cfr. SEMINARA S., *Insider Trading e diritto penale*, Milano, 1989, 354.

determinato la soccombenza del sistema normativo, poiché questo ha fatto ricorso al principio di opportunità nell'enforcement di tali violazioni (198).

La paralisi di un sistema estremamente frammentato di organizzazione federale, in cui plurime autorità rivendicano una concorrente competenza nella gestione dei fenomeni manipolativi e fraudolenti, viene continuamente evitata mediante la formulazione, a vari livelli, di giudizi di opportunità, giudizi discrezionali non strettamente tecnici, ma connotati in senso politico-criminale, anche alla luce della natura politica dei funzionari federali di più alto livello (membri della SEC, *prosecutors* o giudici) (199).

Come detto, giudizi sull'opportunità di punire in base alla gravità del fatto guidano il coordinamento tra l'attività repressiva della SEC e quella del *Department of Justice*, inducendo ad attivare ora un procedimento amministrativo, ora uno penale, ora entrambi. Oltrepastata questa prima manifestazione di discrezionalità, valutazioni di opportunità probatoria e processuale guidano poi i *prosecutors* federali nella scelta di quale tra le fattispecie concorrenti, idonee a reprimere una *securities fraud*, dovrà essere contestata agli imputati: gli organi dell'accusa non si rifanno, infatti, ai principi logico-formali (*in primis*: la specialità tra fattispecie), tipici dei sistemi giuridici continentali.

Per scongiurare una crisi da incontenibilità del sistema penale e fornire una risposta adeguata alle istanze di tutela emergenti dalla comunità di riferimento degli investitori finanziari, il sistema nord-

(198) Sottolinea il gigantesco ruolo della discrezionalità politico-criminale nell'attività dei *prosecutors* a livello federale, FANCHIOTTI V., *Spunti per un dibattito sul plea bargaining*, in Amodio E.-Bassiouni M.C. (a cura di), *Il processo penale negli Stati Uniti d'America*, Milano, 1988, 274 ss. Sui rapporti tra principio di opportunità ed esercizio dell'azione penale, in prospettiva di riforma, cfr. JESCHECK H.H., *Linee direttive del movimento internazionale di riforma penale*, in *Ind. pen.*, 1979, 189. Sull'effettivo rispetto, nel nostro sistema, del principio di legalità nell'esercizio dell'azione penale la letteratura è sconfinata, si veda solo, da ultimo, KOSTORIS R.E., *Per un'obbligatorietà temperata dell'azione penale*, in *Riv. dir. proc.*, 2007, 875 e, sull'adozione di criteri di priorità volti a dare trasparenza all'esercizio dell'azione penale, di recente, SANTALUCIA G., *Obbligatorietà dell'azione penale e criteri di priorità*, in *Questione giuridica*, 2007, 617 ss.

(199) Gli organi dell'accusa a livello federale, i giudici della Corte Suprema o i membri della SEC, ad esempio, sono tutti di nomina presidenziale su indicazione del Senato. Ciò consegue al disposto dell'art. III della Costituzione americana, per cui il Presidente provvede a nominare, con il consenso del Senato, tutti i pubblici funzionari federali la cui designazione non sia regolata diversamente dalla Costituzione stessa o dalla legge.

americano reitera senza sosta, in forme diverse ed ai vari livelli dell'apparato giudiziario, giudizi di *opportunità criminal-politicamente connotati*, congeniali, anzi *coessenziali*, ad un sistema in cui ogni azione di *enforcement* non è obbligatoria e non teme di trovare la propria giustificazione ultima in una decisione eminentemente *politica* (200).

Il *consenso sociale* diviene allora il criterio primario, se non esclusivo, di valutazione della scelte pubbliche concernenti l'*enforcement*; si tratta di un *parametro* che non ha però ad *oggetto* una data *fattispecie penale* – intesa come formalizzazione di *una scelta di tutela* penale – o le *tecniche di formulazione* dell'incriminazione, bensì, dando per presupposti i primi due passaggi, l'*effettività* della tutela penale stessa, cioè la trasformazione di una *norma astratta* in un *concreto programma di azione repressiva* da parte dei poteri pubblici (201).

(200) La natura stessa degli organi, anche tecnici, è politica: i cinque membri della SEC sono scelti dal Presidente degli Stati Uniti su indicazione del Senato, con il preciso vincolo normativo che non più di tre siano riconducibili a una stessa area partitica.

(201) Sul rapporto tra consenso e sistema penale, per tutti, cfr. PALIERO C.E., *Consenso*, cit., 849 ss., il quale ritiene (885 ss.) che il consenso possa attenersi o all'esistenza di una fattispecie di parte speciale, o alle *modalità* della tutela, ovvero, infine, al *contenuto* della tutela.

## CAPITOLO II

### IL MODELLO NORMATIVO 'DERIVATO': LA DIRETTIVA COMUNITARIA 2003/6/CE

SOMMARIO: 1. Introduzione: il mercato come interesse fondamentale dell'Unione europea. – 2. L'analisi della direttiva 2003/6/CE: una duplice prospettiva di indagine. – 2.1. Obiettivi e criteri identificativi della manipolazione in seno alla direttiva comunitaria 2003/6/CE. – 2.2. Le direttrici d'azione in ordine all'*enforcement* della disciplina anti-manipolativa. – 3. L'effetto espansivo del diritto comunitario sul diritto penale in materia di manipolazione. – 3.1. Il condizionamento *relativo*: simmetria punitiva ed impiego del diritto penale. – 3.2. Il condizionamento *assoluto*: lo *standard* di tutela adeguata e l'opzione penalistica nel controllo dei mercati finanziari.

#### 1. *Introduzione: il mercato come interesse fondamentale dell'Unione europea.*

Il mercato è oggetto di protezione comunitaria contro disparate forme di abuso degli scambi finanziari ben prima della elaborazione della direttiva 2003/6/CE e della normativa a quest'ultima collegata (1); da anni le direttive comunitarie svolgono un'attività 'promozionale' dell'intervento punitivo nazionale in ambito finanziario, basti pensare alla direttiva 89/592/CEE in materia di *insider trading* ed alle direttive in materia di riciclaggio, tra le quali la n. 91/308/CEE si segnala per la marcata preferenza per lo strumento penale nella prevenzione dell'utilizzo del sistema finanziario a scopo di reimpiego dei proventi di illeciti.

Nell'ottica della Comunità europea, il mercato rappresenta un campo d'azione strategico: il sistema degli scambi finanziari è la colonna

(1) Si fa riferimento alle direttive 2003/124/CE; 2003/125/CE; 2004/72/CE e al regolamento 2273/2003.

portante di un'economia moderna e la costruzione comunitaria ha il proprio fulcro nell'economia, anzi, fa da sempre di quest'ultima il 'volano' per iniziative politiche e per la costruzione della propria identità culturale. Il mercato è il 'frutto' dell'attività normativa europea e rappresenta la forma di legittimazione, in termini utilitaristici, cioè mediante gli effetti positivi prodotti, del progetto comunitario. In qualche modo la costruzione di un mercato integrato, anche finanziario, è un simbolo legittimante dell'Europa come soggetto politico-giuridico, che come tale merita una tutela tendenzialmente penale (2).

Osservandone il percorso evolutivo, si percepisce con nitore come la Comunità europea rappresenti il 'trionfo' del metodo funzionalista: l'integrazione economica, peraltro per piccoli passi successivi, è stata anteposta all'integrazione politico-giuridica, al fine di veicolare, attraverso risultati di politica economica, il senso di appartenenza ad un'entità comune e la solidarietà tra i cittadini dei Paesi membri (3).

Nell'ottica funzionalista, un apprezzabile e duraturo cambiamento della situazione politica di una comunità passa solo attraverso la modificazione delle sue condizioni economiche: in perfetta consonanza con questa impostazione, l'obiettivo di stabilire un'unione tra i popoli europei (formalizzato all'art. 2 del Trattato della Comunità europea) è stato perseguito *ab origine* attraverso la creazione di un unico mercato tra le comunità nazionali degli Stati aderenti al progetto comunitario.

Questa considerazione evidenzia la centralità dell'interesse 'mercato' rispetto all'attività normativa comunitaria, tale da 'riposizionare' il corretto funzionamento degli scambi economici entro la scala di valore in cui tradizionalmente vengono collocati i beni giuridici coinvolti dall'attività comunitaria: il mercato è sempre stato concepito, per quanto importante come un bene di secondo livello, posto in un rango gerarchico inferiore rispetto ai beni essenziali all'esistenza delle comunità europee, cioè gli interessi finanziari (4), in qualche modo derivati dall'attività comunitaria (5).

(2) Sulla natura sovranazionale e, al contempo, derivata dall'attività comunitaria del mercato, SICURELLA R., *Diritto penale e competenze dell'Unione europea*, Milano, 2005, 342 s.

(3) Per un'ampia disamina delle direttrici di politica del diritto percorse dalle istituzioni comunitarie, cfr. SOTIS C., *Il diritto senza codice*, Milano, 2007, 4 s.

(4) Gli interessi finanziari rappresentano il primigenio oggetto di protezione delle politiche comunitarie. Sull'evoluzione delle strategie di tutela rispetto a essi cfr.

A nostro parere, diversamente da quanto emerge dalle varie classificazioni dei beni giuridici rilevanti per il diritto comunitario, il mercato non costituisce un mero *bene di interesse comune* agli Stati membri per il fatto di avere ormai raggiunto un'estensione europea; si tratta, invece, di un *bene di rilievo fondamentale* al pari degli interessi finanziari della Comunità stessa. Se gli interessi finanziari sono *strumentali all'esistenza pratica* della Comunità, il mercato comune europeo, entro cui si colloca il mercato finanziario, è *doppiamente strumentale all'identità della Comunità stessa*:

- a) in primo luogo, in quanto obiettivo che si sta realizzando, il mercato *comprova l'utilità sociale* della costruzione europea e ne *legittima fattualmente l'esistenza*;
- b) in secondo luogo, in quanto, in un'ottica funzionalista, la realizzazione di un risultato di integrazione economica è *indispensabile per il successivo passaggio di integrazione politica*. In definitiva, la realizzazione di un mercato comune diviene il presupposto dell'identità politico-culturale dell'Unione europea.

La tutela del mercato è, quindi, indispensabile sia per la *legittimazione* del progetto europeo, sia per la *prosecuzione della costruzione comunitaria* ed è pertanto possibile affermare che il mercato sia un interesse *coessenziale* alle finalità politiche ultime dell'Unione europea (6).

Occorre intendersi, però, sulla *natura* del concetto di mercato. Definirlo un bene giuridico o un interesse degno di protezione non deve trarre in inganno: non si tratta di un'entità preesistente alla tutela, oggettivamente offendibile, bensì di una direttiva politica, di un programma di azione normativa, privo di qualunque connotazione critica e selettiva della tutela stessa.

Il mercato europeo nasce dall'azione normativa comunitaria *insieme alle norme che intendono tutelarlo*, è cioè un dato giuridico creato,

BACIGALUPO E., *La tutela degli interessi finanziari della Comunità; progressi e lacune*, in GRASSO G. (a cura di), *La lotta contro la frode agli interessi finanziari della Comunità europea tra prevenzione e repressione*, Milano, 2000, 13.

(5) Sulla distinzione tra interessi istituzionali e interessi emergenti dal dispiegarsi dell'attività comunitaria, cfr. GRASSO G., *Comunità europee e diritto penale*, Milano, 1989, 9.

(6) Cfr. MANACORDA S., *Le droit pénal et l'Union européenne: esquisse d'un système*, in *Rev. sc. crim. dr. pén. comp.*, 2000, 102, che riconduce il mercato al nocciolo duro degli interessi oggetto di intervento comunitario.



autopoieticamente, dalla stessa disciplina che lo protegge (7): l'esistenza del mercato comunitario giustifica, a sua volta, l'emanazione di disposizioni punitive per chi attenti alla sua integrità (8).

Lo scenario comunitario disvela, quindi, definitivamente la valenza propulsiva della criminalizzazione che il bene giuridico è in grado di svolgere, soprattutto quando quest'ultimo non è un'entità 'pre-data' alla fattispecie penale, ma 'contemporanea' rispetto ad essa. Il bene giuridico, che ha da sempre una duplice valenza, da una parte *selettiva* del penalmente rilevante, dall'altra *fondativa* dell'intervento penale (implicita nel giudizio di meritevolezza di tutela): nell'impostazione comunitaria, viene abbandonata la prima, per implementare, scientificamente, la seconda (9).

La direttiva comunitaria sugli abusi di mercato deve essere letta in una prospettiva più ampia, soprattutto con riferimento alle funzioni effettivamente soddisfatte rispetto al complessivo progetto comunitario.

Dal un punto di vista degli *scopi impliciti*, la direttiva è funzionale, come tutti gli atti normativi comunitari, *all'incremento delle competenze della Comunità* alla luce della teorica dei poteri impliciti (10). Ogni intervento comunitario porta con sé la competenza a regolare anche situazioni finitime e collegate o presupposte, cioè legittima l'attribuzione di

(7) La normazione comunitaria in materia di attività finanziarie, espressione quest'ultima da intendere in senso comprensivo dell'attività bancaria e assicurativa, è ormai sterminata. I provvedimenti più importanti possono essere considerati le direttive 93/22/CEE e 93/6/CEE relative ai servizi di investimento, la direttiva 97/9/CEE in materia di indennizzo agli investitori e, da ultimo, la direttiva MIFID sui mercati finanziari, 2004/39/CE. Per quanto attiene al segmento bancario dei mercati finanziari, si pensi alle direttive 77/780/CEE; 89/646/CEE e 95/26/CEE. Riguardo all'attività assicurativa, cfr. le direttive 88/49/CEE; 90/618/CEE; 92/49/CEE e 92/96/CEE.

(8) Il punto è colto da SOTIS C., *Il diritto*, cit., 71.

(9) Sull'impiego di un interesse sociale in funzione propulsiva della competenza penale dell'Unione europea è esemplare la sentenza della Corte di Giustizia del 2005 in materia di ambiente, cfr. Corte di giustizia, 13 settembre 2005, C-176/03, *Commissione vs. Consiglio*, su cui sia consentito il rinvio a MANNOZZI G.-CONSULICH F., *La sentenza della Corte di giustizia C-176/03: riflessi penalistica in tema di principio di legalità e politica dei beni giuridici*, in *Riv. trim. dir. pen. ec.*, 2006, 899 ss.

(10) Sull'espansione progressiva dei poteri comunitari, FALLON M. *Le droit communautaire: un espace en expansion continue*, in Gerard P.-Ost F.-Van de Kerchove M. (Eds.), *L'accélération du temps juridique*, Bruxelles, 2000, 301 ss.

ulteriori poteri a favore della comunità (11): un potere implicito potrebbe essere costituito, nel caso della direttiva sugli abusi di mercato, dalla regolamentazione della struttura e delle competenze delle autorità amministrative di settore.

Dal punto di vista degli *scopi dichiarati*, l'intervento è strumentale non alla *tutela di un definito bene*, bensì al *perseguimento di un obiettivo politico*, l'*efficienza* dei mercati e l'*accrescimento della fiducia pubblica* verso di essi (12). La direttiva 2003/6/CE si esprime, infatti, in termini non già *effettuali*, ma *teleologici*.

Se sintetizziamo queste due finalità è possibile riconoscere al diritto comunitario in materia di mercati finanziari una *capacità espansiva esponenziale*. La direttiva veicola poteri impliciti, volti al *raggiungimento di un fine*: l'esercizio di queste prerogative, anziché essere delimitato da una situazione di fatto (il bene giuridico da proteggere), si proietta al futuro e presuppone l'attribuzione alla Comunità di *tutti gli strumenti e le competenze che si rivelino contingentemente necessari* per l'ottenimento dell'obiettivo dello sviluppo di un mercato comunitario efficiente.

Uno dei poteri che implicitamente la Comunità ha riservato a sé in materia di mercati mobiliari riguarda la definizione normativa dei lineamenti fondamentali dei sistemi di scambio europei e delle condotte finanziarie disvolute che questi ultimi vengano compiute; ciò si traduce nella proliferazione di atti comunitari collegati alla direttiva 2003/6/CE e nella creazione perenne di norme di specificazione tecnica.

La predisposizione di un sistema di produzione normativa 'a ciclo continuo' in materia di mercati finanziari ripropone un generale modo

(11) La Corte di giustizia ha formalizzato la dottrina dei poteri impliciti comunitari nella sentenza *Commissione vs. Consiglio delle Comunità europee*, Causa C-22/70 del 31 marzo 1971: in questo pronunciamento la Corte sostenne esplicitamente che, qualora la Comunità sia dotata di una competenza in una data materia, ad esempio in tema di trasporto stradale, essa è legittimata anche a compiere atti di rilevanza esterna alla Comunità stessa, come la stipula di trattati internazionali.

(12) Cfr. il secondo considerando della direttiva 2003/6/CE: «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». Si veda anche il dodicesimo considerando: «[...] 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 [...]».

di procedere della Comunità europea: essa trae la propria legittimazione dalla necessità di intervenire mediante l'emanazione di proprie norme, l'intervento della comunità è, cioè, legittimo in tanto in quanto predisponga e 'metta in cantiere' atti normativi da emanare (13). Per essere legittimata, la Comunità deve formalizzare e istituzionalizzare una perenne instabilità normativa, giustificando una diuturna produzione giuridica sulla base di ragioni tecniche.

La formalizzazione di questa esigenza è costituita dalla cd. 'Procedura *Lamfalussy*', in base alla quale, ogni atto comunitario di rango primario genera, a cascata, una serie di ulteriori interventi comunitari.

La 'Procedura *Lamfalussy*' è basata su un approccio articolato su quattro livelli. Al *primo livello*, gli atti legislativi sono adottati dal Parlamento europeo e dal Consiglio mediante la procedura di codecisione. Tale legislazione contiene i principi quadro che riflettono le scelte politiche di base e definisce la portata dei poteri di esecuzione della Commissione. Il *secondo livello* riguarda la legislazione adottata dalla Commissione con il supporto dei cosiddetti 'comitati di livello 2' composti dai rappresentanti degli Stati membri. In questa fase vengono predisposte le misure tecniche di esecuzione necessarie per rendere operativi i principi posti dalla legislazione di livello 1. Tali misure tecniche sono predisposte sulla base dei lavori dei cosiddetti 'comitati di livello 3' composti da rappresentanti di alto livello delle autorità nazionali di vigilanza. I comitati di *terzo livello* hanno anche il ruolo di promuovere la cooperazione tra le autorità nazionali competenti e di far convergere le prassi di vigilanza. Infine, al *quarto livello*, la Commissione e gli Stati membri si attivano affinché la legislazione comunitaria venga applicata.

Sulla base di questo procedimento normativo, la direttiva 2003/6/CE ha indotto la necessità di intervenire nuovamente con altre direttive ed infatti, in tema di abusi di mercato, il legislatore comunitario ha presto predisposto le direttive 2003/124/CE; 2003/125/CE; 2004/72/CE ed il regolamento 2273/2003 della Commissione. Per

(13) SOTIS C., *Il diritto*, cit., 11, sottolinea come la Comunità europea sia un'organizzazione che fa dipendere la propria legittimazione dalla necessità di intervenire normativamente sui vari aspetti della società europea.

garantirsi la possibilità di poter sempre ritornare sui propri passi e nuovamente disciplinare ciò che ha già in precedenza regolato, la Comunità ha formulato questi atti ricorrendo a norme elastiche – cioè composte da concetti vaghi o espressive di meri *standards* – o contenenti elenchi casistici incompleti: si tratta pertanto sempre di paradigmi normativi che richiedono una periodica specificazione o integrazione.

Soprattutto, per avere un concreto impatto sui sistemi finanziari europei, la direttiva sugli abusi di mercato ha avuto bisogno, e tuttora necessita, di una incessante produzione normativa tecnica di dettaglio e tale esigenza viene soddisfatta, in materia di manipolazione, dal *Committee of European Securities Regulators* (d'ora in poi CESR), la cui istituzione risale ad una decisione della Commissione europea del 6 giugno 2001. Si tratta di un organismo composto dai rappresentanti delle autorità europee di vigilanza sui mercati finanziari; essa svolge una fondamentale funzione di garanzia rispetto all'applicazione uniforme della normativa comunitaria negli Stati membri, formulando *standards* concernenti la materia degli abusi di mercato, che i membri del CESR stesso si impegnano a fare recepire e rispettare negli ordinamenti finanziari dei propri Paesi di origine (14).

La 'Procedura *Lamfalussy*' istituzionalizza e formalizza il processo di produzione normativa 'a ciclo continuo' della Comunità ed ha il proprio fulcro nell'attività del CESR. Anzi, gli organi della Comunità, come il Consiglio e la Commissione, hanno stipulato, in tema di abusi di mercato, una sorta di 'contratto d'appalto' con quest'ultimo organismo. Dopo avere strutturato una disciplina *elastica*, per definizione bisognosa di una specificazione, la Comunità ha delegato al CESR il compito di elaborare una disciplina di dettaglio, per riempire di significato le disposizioni che compongono la direttiva: si badi bene che, dal punto di vista operativo, per i soggetti che popolano i mercati finanziari, non sono i principi direttivi a fornire i parametri per misurare la liceità delle proprie azioni, ma la disciplina tecnica di settore.

(14) Sul ruolo del CESR, cfr. PORCHIA I.-SPATOLA P., *La direttiva di primo e di secondo livello - Le definizioni - Le esenzioni obbligatorie e facoltative*, in Zitiello L. (a cura di), *Mifid. La nuova disciplina dei mercati, servizi e strumenti finanziari*, Torino, 2007, 3.

## 2. L'analisi della direttiva 2003/6/CE: una duplice prospettiva di indagine.

Il modello di intervento comunitario si struttura secondo linee di forza mutevoli, si manifesta cioè come *instabile*, senza che tale instabilità rappresenti, però, una manifestazione *patologica* della normativa europea, bensì come un modo di essere *fisiologico* della costruzione della Comunità. Ciò deriva dal fatto che il diritto comunitario si costruisce mediante continui *feed-back*: la Comunità imprime un impulso normativo e poi attende la ricezione, l'elaborazione e la risposta a tale primo stimolo da parte degli Stati membri.

Rispetto al diritto punitivo, questa logica dei *feed-backs* normativi si manifesta come posizione di una *domanda di tutela* da parte della Comunità e della *offerta di tutela* da parte degli apparati sanzionatori degli Stati membri: anche qui si ripete, quindi, quella tendenza irrefrenabile dell'azione comunitaria a produrre diritto, non solo in via diretta, ma innescando nuove iniziative normative da parte di altri soggetti politici, *in primis* gli Stati nazionali (15).

Definito il generale *modus procedendi* della normazione comunitaria, occorre ora inquadrare i concreti rapporti tra norma nazionale e norma di fonte europea, con specifico riferimento alla direttiva comunitaria in materia di abusi di mercato.

Dal punto di vista dell'analisi della direttiva comunitaria 2003/6/CE, questa può essere analizzata sotto due profili:

- i) il primo, *contenutistico*, attinente non solo agli obiettivi perseguiti dalla direttiva, ma anche alle tecniche normative prescelte dal legislatore europeo per l'identificazione dei comportamenti di mercato disvoluti;
- ii) il secondo, *funzionale*, concernente le opzioni o, comunque, le preferenze del legislatore europeo circa le modalità di *enforcement* dei comportamenti comunitariamente disapprovati.

Effettuata questa prima analisi, è indispensabile verificare un successivo profilo, questa volta attinente all'interazione tra diritto

(15) Sembra di rivedere in questo modello di azione dell'Unione europea quella politica di processo tipica di un esercizio del potere diffuso e reticolare, caratterizzato da decisioni instabili, descritto da RIFKIN J., *The European Dream*, 2004, trad. it., *Il sogno europeo. Come l'Europa ha creato una nuova visione del futuro che sta lentamente eclissando il sogno americano*, Milano, 2004, 218 ss.

comunitario e diritto nazionale: mediante il ricorso ad una direttiva, il diritto comunitario non solo si premura di definire principi e criteri direttivi per l'azione dei legislatori nazionali in una data materia, ma esige di verificarne successivamente la corretta trasposizione nel diritto interno e, soprattutto, pretende di misurare la *complessiva effettività* della disciplina predisposta dagli Stati membri.

Uno degli indici più significativi dell'*adeguatezza della tutela predisposta*, a livello nazionale, *per l'interesse alla base dell'intervento comunitario*, è costituito dalla predisposizione di un sistema sanzionatorio efficace ed idoneo a dissuadere i consociati dalle violazioni delle prescrizioni che lo Stato membro avrà emanato in adempimento della normativa europea.

Si tratta di un vincolo particolarmente rilevante per il diritto penale, poiché la presenza di un *obbligo di tutela adeguata* può rivelarsi un sostanziale *obbligo di tutela penale*, precisamente quando non sia razionalmente credibile il ricorso a strumenti sanzionatori diversi dalla pena: da questo punto di vista, occorrerà presto verificare se l'obbligo di tutela adeguata previsto all'art. 14 della direttiva 2003/6/CE può avere un valore *espansivo* o *riduttivo* rispetto al ruolo del diritto penale sui mercati finanziari.

### 2.1. Obiettivi e criteri identificativi della manipolazione in seno alla direttiva comunitaria 2003/6/CE.

Esaminiamo ora i contenuti della direttiva 2003/6/CE dal punto di vista degli obiettivi e delle tecniche di identificazione della manipolazione del mercato.

Va premesso che la direttiva comunitaria identifica la manipolazione come un fenomeno patologico *proprio dei mercati degli strumenti quotati*: tale disciplina (e, quindi anche le disposizioni nazionali che la recepiscono) non ha un ambito illimitato di applicabilità, poiché ne sono escluse le transazioni operate da uno Stato membro, dalle banche centrali e da altre autorità pubbliche, ma soprattutto le operazioni aventi ad oggetto i titoli delle società non quotate e gli strumenti finanziari scambiati su

mercati non regolamentati (16). L'omissione di intervento in materia di titoli non quotati e mercati non regolamentati rappresenta un'evidente lacuna nella disciplina comunitaria, se solo si pensa che la recente crisi finanziaria è stata originata proprio da comportamenti illeciti tenuti in mercati non regolamentati e rispetto a strumenti finanziari derivati non quotati (17).

Dal punto di vista dell'obiettivo perseguito dal legislatore comunitario, esso compare tanto nel secondo considerando della direttiva 2003/6/CE, quanto nel primo considerando della direttiva 2004/72/CE (18), e consiste nella creazione di mercati finanziari efficienti. Il provvedimento comunitario del 2004 recita infatti: «i partecipanti al mercato devono operare con *correttezza ed efficienza* per non compromettere il regolare funzionamento dei mercati e la loro integrità», mentre già nel 2003 la direttiva sugli abusi di mercato si esprimeva in termini esortativi: «un mercato finanziario integrato ed efficiente non può esistere senza che se ne tuteli l'integrità».

Questi due considerando sono sufficienti ad identificare, oltre alla ratio dell'intervento comunitario, i profili di illiceità di una condotta manipolativa: la manipolazione manifesta la 'scorrettezza' di un operatore finanziario, consiste in un inadempimento dell'obbligo di *fair behaving* che grava su tutti i partecipanti agli scambi e può condurre all'*inefficienza* allocativa del mercato.

Nelle direttive europee, vi è un ripetuto richiamo all'*efficienza*, che costituisce uno dei due più noti (e frequentemente impiegati) *standards* normativi comunitari: insieme alla *ragionevolezza*, l'efficienza rappresenta

(16) La lacuna è colta anche da SIEMS M.M., *The EU Market Abuse Directive: a Case-Based Analysis*, in: <http://ssrn.com/abstract=1066603>, 23 e ora anche in 2 *L. Fin. Mkt. Rev.*, 2008, 39.

(17) In generale, la manipolazione sembra essere un fenomeno molto più frequente in contesti di scambio non regolamentati, come sottolineato da AGGARWAL R.K.-WU G., *Stock Market Manipulation - Theory and Evidence*, in [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=474582](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=474582), 23: basti pensare che il 47,89 % dei casi registrati dai due AA. la manipolazione è avvenuta in contrattazioni *over the counter* ed il 33,81% su mercati regionali o non identificati. Sottolinea la lacuna di tutela derivata dall'inapplicabilità ai derivati delle disposizioni introdotte dalla l. 62/2005 ALESSANDRI A., *Impresa e giustizia penale: tra passato e futuro. Un'introduzione*, in AA.VV., *Impresa e giustizia penale: tra passato e futuro*, Milano, 2009, 33.

(18) Sul percorso che ha portato all'emanazione della direttiva sugli abusi di mercato del 2003, cfr. PREZIOSI S., *La manipolazione di mercato nella cornice dell'ordinamento comunitario e del diritto penale italiano*, Bari, 2008, 18 ss.

un criterio cruciale di funzionamento del sistema giuridico europeo (19).

Cerchiamo ora di rinvenire *i criteri identificativi della manipolazione di mercato* nella prospettiva del legislatore comunitario.

Al di là della connotazione *deontologica* degli scopi di tutela propri del legislatore comunitario, focalizzati sulla *correttezza* del comportamento finanziario, le norme in cui si articolano in concreto le direttive comunitarie in analisi sono calibrate su una dimensione prettamente *oggettiva*: non compaiono elementi *subiettivi*, incentrati sull'intenzione o sulle finalità dell'agente.

Nella direttiva n. 2003/124/CE del 22 dicembre 2003 la manipolazione del mercato è descritta ricorrendo a dati pratici, principalmente attinenti agli effetti osservabili da essa prodotti. La direttiva indica una serie di modelli comportamentali cui viene attribuita un'elevata capacità manipolativa, senza mai menzionare elementi soggettivi o di scopo, ma sempre *connotati modal*i della condotta, ovvero *situazioni circostanziali* ad essa, oppure *effetti* determinati dall'operazione finanziaria.

Si legge, infatti, all'art. 4 della direttiva 2003/124/CE che devono essere considerati quali elementi indicativi di un comportamento manipolativo:

- (a) la misura in cui gli ordini di compravendita impartiti o le operazioni eseguite rappresentano una quota significativa del volume giornaliero di scambi dello strumento finanziario pertinente nel mercato regolamentato interessato, in particolare quando tali attività *determinano una significativa variazione del prezzo dello strumento finanziario*;
- (b) la misura in cui gli ordini di compravendita impartiti o le operazioni eseguite da soggetti con una significativa posizione di acquisto o di vendita su uno strumento finanziario *determinano significative variazioni del*

(19) Lo *standard* dell'*'efficienza'* è la chiave di volta della strategia di ampliamento delle competenze comunitarie in materia di ambiente nella sentenza della Corte di giustizia del 13 settembre 2005, C-176/03, *Commissione contro consiglio*; tale *standard* viene particolarmente sviluppato, nella prospettiva di fondazione di una competenza penale comunitaria, nella successiva *«Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo e al Consiglio in merito alle conseguenze della sentenza 13.9.05 della Corte (C-176/03) Commissione contro Consiglio»*, del 23 novembre 2005, COM (2005) 583. Sull'analisi delle ricadute politico-criminali dell'impiego dello *standard* dell'*'efficienza'*, sia consentito il rinvio a MANNOZZI G.-CONSULICH F., *La sentenza*, cit., 899 ss. Sul tema degli *standards*, in generale, si veda il pionieristico lavoro di POSNER R. A., *A Theory of Negligence*, in 1 *J. Leg. Studies*, 1972, 29.

- prezzo dello strumento finanziario o dello strumento derivato collegato o dell'attività sottostante ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato;*
- (c) la mancanza di una variazione nella proprietà beneficiaria di uno strumento finanziario ammesso alla negoziazione in un mercato regolamentato, a seguito dell'esecuzione delle operazioni;
- (d) la misura in cui gli ordini di compravendita impartiti o le operazioni eseguite prevedono inversioni di posizione nel breve periodo e rappresentano una quota significativa del volume giornaliero di scambi dello strumento finanziario pertinente nel mercato regolamentato interessato e possono associarsi a significative variazioni del prezzo di uno strumento finanziario ammesso alla negoziazione in un mercato regolamentato;
- (e) la misura in cui gli ordini di compravendita impartiti o le operazioni eseguite sono concentrati in un breve lasso di tempo nel corso della sessione di negoziazione e determinano una variazione del prezzo che successivamente si inverte;
- (f) la misura in cui gli ordini di compravendita impartiti modificano la rappresentazione dei migliori prezzi delle proposte in denaro e lettera di uno strumento finanziario ammesso alla negoziazione in un mercato regolamentato o, più in generale, la misura in cui essi modificano la rappresentazione del prospetto degli ordini a disposizione dei partecipanti al mercato, e sono revocati prima della loro esecuzione;
- (g) la misura in cui gli ordini vengono impartiti e le operazioni eseguite al momento o intorno al momento in cui vengono calcolati i prezzi di riferimento, i prezzi di regolamento e i prezzi di valutazione, determinano variazioni nei prezzi che hanno effetti su detti prezzi di riferimento, di regolamento o di valutazione.

Come si evince da tale elencazione normativa, la manipolazione è descritta come una condotta in grado di determinare un evento, consistente nella significativa variazione del prezzo dello strumento finanziario (20).

Ci pare, però, di leggere tra le righe come, per la direttiva in analisi, debba sussistere un'altra condizione: il comportamento di mercato può essere considerato manipolativo solo al realizzarsi di una condizione soggettiva, cioè quando l'operazione ha, per chi la integra, la sua unica ragion d'essere nella propria idoneità alterativa del prezzo di uno strumento finanziario. Si tratta, in altre parole, di una pratica che viene tenuta

(20) Solo la descrizione di condotte che non producono variazione nella proprietà beneficiaria di uno strumento finanziario ammesso alla negoziazione in un mercato regolamentato sembrano fare eccezione a tale 'regola': in realtà, si tratta di un'eccezione apparente, in quanto anche in questa ipotesi il riferimento è alla variazione del prezzo, seppure costruita negativamente, come mancata modificazione della quotazione di un titolo.

dall'operatore solo perché è in grado di turbare il mercato ed è priva di qualsivoglia altra giustificazione economica.

È la stessa direttiva 'madre', la 2003/6/CE, che induce a ritenere indispensabile questo requisito: con riferimento alle operazioni di compravendita che forniscano indicazioni false in merito a strumenti finanziari, o fissino il prezzo di mercato ad un livello anormale o artificiale, l'atto comunitario chiarisce che si tratta di condotte manipolative, a meno che non si provi che siano state tenute per motivi legittimi o in conformità a prassi di mercato (21).

Ciò indica in negativo, cioè determinando le condizioni di esenzione della responsabilità, che nell'ambito comunitario una condotta di mercato deve essere sanzionata solo quando chi la compie nutra una precisa intenzione e consapevolezza dei suoi effetti manipolativi.

Inevitabile chiedersi, a questo punto, quale sia il motivo di questo accento posto dalla Comunità su caratteri tipizzanti di carattere oggettivo della manipolazione del mercato a discapito delle componenti intenzionali, che entrano in campo solo in via di eccezione, per estromettere una condotta dal novero di quelle punibili. A nostro parere, il perimetro di questo illecito di mercato è tracciato secondo un'impostazione che pare oggettivistica, al fine di dispensare gli organi dell'enforcement da un arduo impegno probatorio in ordine all'elemento soggettivo dell'agente: l'accento viene posto su un'elencazione di condotte, integrabile ad libitum, presuntivamente ricondotte ad una speculazione manipolative e per ciò solo, quindi, represses.

A ben vedere, dietro questa costruzione casistica e oggettiva, non sta un approccio oggettivistico: quest'ultimo esigerebbe che la manipolazione venisse costruita in modo da evidenziare le componenti di danno, o di

(21) Art. 1, co. 1, n. 2, lett. a: «[...] Ai fini della presente direttiva si intende per: [...] «manipolazione del mercato»:

operazioni o ordini di compravendita:

— che forniscano, o siano suscettibili di fornire, indicazioni false ovvero fuorvianti in merito all'offerta, alla domanda o al prezzo degli strumenti finanziari, ovvero

— che consentano, tramite l'azione di una o di più persone che agiscono in collaborazione, di fissare il prezzo di mercato di uno o più strumenti finanziari a un livello anormale o artificiale, a meno che la persona che ha compiuto le operazioni o che ha conferito gli ordini di compravendita dimostri che le sue motivazioni per compiere tali operazioni o ordini sono legittime e che dette operazioni o ordini sono conformi alle prassi di mercato ammesse sul mercato regolamentato in questione [...].»

effettivo e concreto pericolo, corso dagli investitori e, in una prospettiva macro-economica, dall'efficienza allocativa del mercato.

La costruzione comunitaria descrive in termini oggettivi delle condotte, fermando però la tipizzazione delle stesse ad uno stadio estremamente ancipite alla realizzazione di ogni profilo di effettivo danno, traducendosi nella costruzione da *illiciti di pericolo astratto*.

L'impiego di estremi oggettivi del tipo per la costruzione dell'illecito non garantisce la scelta di un'impostazione oggettivistica della tutela. Quest'ultima esige la 'prossimità' della condotta tipica all'offesa e non si accontenta della mera esclusione di termini soggettivi dalla fattispecie astratta.

## 2.2. Le direttrici d'azione in ordine all'enforcement della disciplina anti-manipolativa.

Il complesso delle direttive in materia di manipolazione del mercato predispone precise linee di azione per gli Stati membri anche a livello di *enforcement*. I punti salienti, da questo punto di vista, sono tre:

- i) la tendenza alla predisposizione di un *controllo diffuso di legalità* all'interno dei mercati finanziari, responsabilizzando gli stessi operatori economici affinché si rendano *whistle-blowers* rispetto a condotte patologiche di manipolazione ed abuso di informazioni privilegiate;
- ii) l'identificazione delle autorità amministrative indipendenti per il controllo del mercato come il *fulcro* dell'intera disciplina sugli abusi di mercato, sia rispetto ai mercati nazionali, ove evidentemente esse agiscono *singulatim*, sia a livello comunitario, in cui esse si riuniscono per assicurare un coordinamento reciproco, integrare ed aggiornare tecnicamente la disciplina della direttiva 2003/6/CE;
- iii) l'opzione secca a favore dell'impiego di sanzioni amministrative per punire comportamenti di abuso di mercato, con restrizione del margine nazionale di apprezzamento alla sola scelta se adottare o meno anche un apparato sanzionatorio di matrice *penalistica* (22).

(22) Sul margine nazionale di apprezzamento, DELMAS-MARTY M.-IZORCHE M.L., *Marge National d'appréciations et internationalisation du droit. Réflexions sur la validité formelle d'un droit commun en gestation*, in AA.VV., *Variations autour d'un droit commun. Travaux préparatoires*, Paris, 2001, 73.

Per quanto attiene agli ai doveri di collaborazione dei soggetti economici (punto *sub i*), l'approccio comunitario alla manipolazione del mercato si caratterizza per il *coinvolgimento di tutti gli operatori* finanziari professionali in un obbligo generalizzato di prevenzione (23) ed identificazione delle pratiche di alterazione del mercato, come si evince dal considerando n. 27 della direttiva sugli abusi di mercato e dal disposto dell'art. 6, co. 9 della direttiva, che imperativamente recita: «gli Stati membri impongono a chiunque compia professionalmente operazioni su strumenti finanziari di avvertire senza indugio l'autorità competente qualora abbia ragionevoli motivi per sospettare che le transazioni costituiscano un abuso di informazioni privilegiate o una manipolazione del mercato» (24).

Per quanto attiene al ruolo delle autorità amministrative indipendenti (punto *sub ii*), la direttiva 2003/6/CE pare *consegnare* ad esse la direzione dell'intero sistema di controllo e vigilanza sugli abusi di mercato. Ai sensi dell'art. 11 della direttiva in analisi, ogni Stato è obbligato a prevedere l'istituzione di tale autorità, se non già esistente, e a dotarla, ai sensi dell'art. 12 della medesima direttiva, di una serie di pervasivi poteri

(23) Il volto attuale del sistema europeo di contrasto alla manipolazione del mercato si completa con la direttiva n. 2004/39/CE, c.d. direttiva MIFID (dall'acronimo inglese che sta per *markets in financial instruments directive*), che prevede l'introduzione, tra l'altro, di una serie di regole di condotta 'armonizzate', della *best execution rule* e di norme concernenti la trasparenza dei mercati e i conflitti di interesse. La direttiva MIFID è in vigore dal 1° novembre 2007 e sostituisce la precedente legislazione comunitaria in materia, basata sulla direttiva n. 93/22/CEE riguardante i 'Servizi di investimento nel settore degli strumenti finanziari' (*investment services directive* - ISD), entrata in vigore il 10 maggio 1993; sulla direttiva si rimanda, tra gli altri, ad AVGOULEAS E., *The Mechanics*, cit., 295 ss.; ID., *The New EC Financial Markets Legislation. The Emerging Regime for Capital Markets*, in Heckhout P.-Tridimas T. (Eds.), *The Yearbook of European Law 2004*, Oxford-New York, 2005, 321 ss. La direttiva MIFID sui mercati di strumenti finanziari rientra nel Piano d'azione degli strumenti finanziari (FSAP, dall'inglese *financial services action plan*) adottato dalla Commissione europea nel maggio del 1999; il FSAP è un insieme di 42 direttive finalizzate alla creazione di un mercato europeo dei capitali integrato. Fanno parte del FSAP anche la direttiva 2003/71/CE, in tema di prospetti informativi, e la direttiva 2004/109/CE sull'armonizzazione degli obblighi di informativa degli emittenti quotati (c.d. *transparency directive*): quest'ultima, in particolare, prevede nuovi obblighi di *disclosure* per gli emittenti quotati su mercati comunitari, stabilendo, ad esempio, il contenuto, la tempistica e le forme dell'informazione annuale, semestrale e continuativa al pubblico di ogni emittente.

(24) L'art. 7 della direttiva 2004/72/CE del 29 aprile 2004 prevede che le persone obbligate a tale segnalazione (decidano caso per caso se vi sono motivi ragionevoli per sospettare che un'operazione comporti abuso di informazioni privilegiate o manipolazione del mercato).

rispetto agli operatori del mercato (25). Le autorità amministrative indipendenti, ai sensi dell'art. 16, co. 1 della direttiva del 2003, devono essere inoltre inserite in un sistema di cooperazione e scambio di informazioni, in modo da agire sinergicamente ogni volta in cui la collaborazione sia necessaria per consentire alle autorità di un singolo paese di adempiere i propri compiti di contrasto agli abusi di mercato.

L'attribuzione all'autorità di controllo sul mercato del ruolo di fulcro dell'ordinamento finanziario è un tratto ricorrente, fin quasi ad assurgere al rango di una regola, dei sistemi giuridici economicamente avanzati: basti pensare al ruolo della *Financial Services Authority* (FSA) britannica, ben prima dell'emanazione della direttiva in tema di abusi di mercato.

La FSA nel Regno Unito ha visto nel tempo accrescere i propri poteri, poiché il modello di autoregolamentazione dei soggetti economici è stato progressivamente abbandonato: l'autorità è assunta a regolatore tendenzialmente unico in materia di servizi finanziari (26) ed il *Financial Services and Markets Act* del 2000 ha ulteriormente incrementato i suoi già pervasivi poteri di controllo ed *enforcement* rispetto alle condotte di abuso di mercato (27).

(25) Tali prerogative risultano comprensive del *diritto di accesso* a qualsiasi documento, di *informazione e audizione* di una qualsiasi persona, di *ispezione*, di *richiesta di registrazioni telefoniche* esistenti, di *richiesta di cessazione di ogni attività che l'autorità ritenga contraria alle norme in tema di abusi di mercato*, di *richiesta di sospensione della negoziazione di strumenti finanziari* coinvolti in attività di manipolazione, di *richiesta di congelamento e sequestro di beni* e, infine, di *richiesta di temporanea interdizione dall'esercizio dell'attività professionale di un determinato soggetto*.

(26) Sulla disciplina britannica di contrasto alle patologie di mercato, v., di recente, STELLA P., *L'enforcement nei mercati finanziari*, Milano, 2008, 100 s. Resta estranea alle competenze della FSA la vigilanza sulla concorrenza, anche in materia bancaria e assicurativa, che rimane alla *Competition Commission* e all'*Office of fair trading*, ai sensi del *Competition Act* del 1998.

(27) I poteri investigativi della FSA sono disciplinati dalla *section 165* del FSMA, che prevede che l'autorità possa richiedere ad ogni operatore finanziario regolamentato la produzione di informazioni e documenti, con l'obbligo di adempiere nelle forme prescritte e in termini ragionevoli. Le tipologie di indagini di cui la FSA può avvalersi sono sostanzialmente due. Con la prima, di carattere *generale*, la FSA o il segretario di Stato possono affidare, ai sensi della *section 167* FSMA, a uno o più inquirenti un'inchiesta sulla gestione di un'attività finanziaria esercitata da persone fisiche o giuridiche autorizzate ad accedere al mercato. Il secondo tipo di indagine viene effettuata dall'autorità in presenza del sospetto di uno *specifico* reato contemplato alla *section 168* FSMA, tra cui rientrano quelli di abuso di mercato: anche in questo caso la FSA nomina uno o più inquirenti, con poteri però maggiori rispetto all'indagine generale di cui alla *section 167*. È, infatti, possibile effettuare l'interrogatorio e richiedere documenti e altre informazioni non solo agli organi ed ai dipendenti della società interessata dall'inchiesta (come nell'indagine generale), ma

L'autorità amministrativa dispone inoltre del potere di infliggere illimitate sanzioni pecuniarie ed altre misure sanzionatorie amministrative ad ogni persona che abbia tenuto una condotta di manipolazione del mercato o abbia indotto altri a tenerla; essa può inoltre perseguire direttamente gli illeciti previsti dal *Financial Services and Markets Act* (FSMA) del 2000 e della parte V del *Criminal and Justice Act* (CJA) del 1993, relativa all'*insider trading*.

Il potere dell'autorità amministrativa britannica si esplica anche a livello normativo, secondo un canone ben noto al sistema statunitense ed a quello comunitario, posto che ai sensi della *section 119* del FSMA, essa è delegata ad emanare l'*FSA's Handbook*. Quest'ultimo include, tra l'altro, l'*Enforcement Manual* che definisce i poteri sanzionatori dell'autorità ed il *Code of Market Conduct* (28), indispensabile per determinare se un *comportamento* integri o no un *abuso* di mercato (29).

anche a soggetti estranei alla società, privi di rapporti di collegamento con gli indagati: nei casi più gravi è permesso all'autorità domandare informazioni a chiunque sia reputato in grado di fornire indicazioni utili alle indagini (cfr. *sections 171* ss.). Dovrebbe tendenzialmente escludersi l'utilizzabilità in un processo penale delle dichiarazioni fornite in seno all'inchiesta condotta ai sensi della *section 168*, in quanto l'utilizzazione costituirebbe una violazione dell'art. 6 della CEDU, come affermato, in generale, dalla sentenza *Saunders v The United Kingdom*, (1996, ECHR 65, 17.12.1996).

(28) È stato infatti affermato: «One thing is very clear: although FSMA is a major landmark in the development of financial regulation in UK, it is only a frame work instrument. The detail of the practical operation of the new regulatory system will be found not in FSMA but in the policies, rules and procedures that are adopted by the FSA in the exercise of the extensive statutory power that are vested in it by the legislation», cfr. FERRAN E.-GOODHART C.A.E., *Regulating Financial Services and Markets in the Twenty First Century: an Overview*, in Ferran E.-Goodhart C.A.E., *Regulating Financial Services and Markets in the Twenty First Century*, Oxford-New York, 2001, 1.

(29) Ai sensi degli artt. 119 (2)(a)(b) e 122 (2) del FSMA è proprio al *Code of market conduct* che occorre riferirsi per determinare se un comportamento sia abusivo oppure costituisca una prassi ammessa. Sul punto, cfr. FERRAN E.-GOODHART C.A.E., *Regulating Financial Services and Markets in the Twenty First Century: an Overview*, in Ferran E.-Goodhart C.A.E., *Regulating*, cit., 5. Ulteriormente la FSA specifica una serie di fattori che debbano a suo parere essere considerati per determinare se un comportamento sia abusivo. Cfr. *sections 119(2)(c) e 122(2)*; per quanto attiene al *Code of market conduct* cfr. MAR 1.1.5G(3), che parla di «factors that, in the opinion of the FSA, are to be taken into account in determining whether or not behaviour amounts to market abuse (see section 119(2)(c) and section 122(2) of the Act)». Il *Code of market conduct* non descrive tutti i fattori che debbano essere considerati per comprendere la natura illecita di un'operazione: la FSA ha avuto poi la premura di sottolineare come il *riscontro in concreto* di uno dei fattori non deve fare concludere per l'*abusività* del comportamento, né la sua *assenza* per la *legittimità* di un'operazione; ne consegue che, soprattutto per schemi negoziali e finanziari innovativi, rispetto a cui non vi sia una precisa formulazione legale in grado di classificarli, può permanere il dubbio sulla loro qualificazione come illeciti. D'altra parte la medesima precisazione è contenuta nella nota comunicazione del 2005 della Consob, (Comunicazione DME/5078692), che, nel tradurre il documento Cesr denominato *Market Abuse Regulation. Level 3 – First Set of Cesr Guidance and Information on the Common Operation of the Directive*, afferma esplicitamente, alla

L'FSA l'autorità può anche promuovere 'in prima persona' un'azione penale nei confronti dei manipolatori, ai sensi della *section 402 ss.* FSMA. Dal punto di vista strettamente penalistico, l'FSMA ha, infatti conferito nel 2000 alla FSA il potere di promuovere un'azione penale per le fattispecie incriminatrici contemplate nel FSMA stesso, per le violazioni della parte V del *Criminal Justice Act* del 1993 e per quelle del *Money Laundering Regulation*. La promozione di un'azione penale per illeciti finanziari non è ovviamente prerogativa esclusiva della FSA, ma compete anche al *Department of Trade and Industry (DTI)*, al *Serious Fraud Office (SFO)* ed al *Crown Prosecution Service (CPS)* (30). Secondo l'*Enforcement manual* della FSA l'azione penale può venire intrapresa dall'autorità solo se siano soddisfatti due condizioni, l'*evidential test* ed il *public interest test* (cfr. *Enforcement Manual, section 15.5*): ai sensi del primo deve essere considerato se vi siano *elementi di prova sufficienti* per sostenere una realistica prospettiva di condanna per ciascuno degli accusati e per ciascuna delle accuse. Subordinatamente, in caso di esito positivo del primo test, deve esaminarsi se, avuto riguardo alla gravità dell'illecito che si suppone commesso dagli accusati, *la persecuzione criminale degli autori sia di pubblico interesse* (31).

Occorre ora dedicare una maggiore attenzione rispetto al profilo *sub iii)*, relativo alle opzioni punitive del legislatore comunitario.

L'art. 14 della direttiva 2003/6/CE impone agli Stati membri di adottare le opportune sanzioni amministrative – efficaci, proporzionate e dissuasive – a carico delle persone responsabili del mancato rispetto delle disposizioni adottate in attuazione della presente direttiva, fatto salvo il diritto degli Stati membri di imporre sanzioni penali. Si tratta di un'ipotesi eterodossa rispetto alle modalità tipiche con cui la Comunità chiede tutela per i precetti nazionali emanati in attuazione di una direttiva.

*Solitamente*, la Comunità prevede solo un obbligo di predisporre a livello nazionale una reazione formale, mediante sanzioni efficaci, dissuasive ed adeguate: il diritto comunitario esercita la propria domanda di tutela mediante l'imposizione agli Stati di un vincolo

sezione A, lett. c) e d), che gli esempi indicati costituiscono una elencazione non esaustiva e non limitano l'ambito di applicazione delle fattispecie cui sono riferiti.

(30) Sull'intricata rete di competenze in tema di persecuzione dei reati finanziari nel Regno Unito, cfr. KIERNAN P.M., *The Regulatory Bodies Fraud: Its Enforcement in the Twenty-First Century*, in *24 The Company Lawyer*, 2003, 293 ss.

(31) I criteri più puntuali per la scelta da parte dell'autorità delle varie opzioni repressive sono contenuti nelle previsioni dell'*Enforcement Manual* predisposto dalla stessa autorità. La chiarificazione di tali criteri era, peraltro, imposta dalla *section 124* del FSMA.

generico, non qualificato dal punto di vista del tipo di sanzione (32), che quindi può essere civile, penale o amministrativa, con l'unico limite – funzionale – che tale sanzione sia idonea a raggiungere lo scopo di reprimere una condotta disvolta a livello comunitario (33).

*Più raramente*, dapprima in solo in via *giurisprudenziale* e, da ultimo, *anche in una direttiva* (34), il diritto comunitario si esprime nel senso dell'impiego della sanzione penale, svolgendo per intero la catena di giudizi che precedono la formulazione di una fattispecie incriminatrice: valutazione sulla meritevolezza di tutela di un bene, sul bisogno di tutela penale e sull'adeguatezza funzionale della sanzione criminale.

Queste due ipotesi sono estremamente distanti tra loro, tanto da far assurgere la seconda ad eccezione della prima. Trattasi, peraltro, di eccezione di difficile *giustificazione teoretica* – poiché non vi è alcuna norma che legittimi il diritto comunitario ad esprimere un obbligo di tutela penale – e di ardua *comprensione pratica*, dato che gli organi comunitari sono privi di capacità valutativa in ordine all'effettiva idoneità della sanzione penale a raggiungere gli scopi di tutela comunitaria e difettano di ogni informazione fattuale sull'impatto dei diversi sistemi sanzionatori in ciascuno Stato membro.

La scelta dell'art. 14 della direttiva del 2003 sugli abusi di mercato pare rappresentare il gradino evolutivo intermedio tra gli obblighi di tutela adeguata e gli obblighi di tutela penale: il margine nazionale di apprezzamento in ordine alla scelta della sanzione adeguata viene ristretto in questa ipotesi, poiché la direttiva tipizza il contenuto dell'obbligo di apprestare una tutela effettiva, declinandolo nel senso

(32) La natura non qualificata dell'obbligo discende anche dal fatto che richiesta di tutela adeguata, oltre che esplicita, vale a dire formulata nell'atto comunitario stesso, può essere implicita, cioè derivata dall'art. 10 TCE, che stabilisce il principio della leale collaborazione tra Stati e comunità. Sul tema, v. DONINI M., *Prospettive europee del principio di offensività*, in Cadoppi A. (a cura di), *Offensività e colpevolezza*, Padova, 2002, 116.

(33) Su quest'obbligo generico, SOTIS C., *Il diritto*, cit., 48.

(34) Ci si riferisce alla direttiva 2008/99/CE, del 19 novembre 2008, sulla tutela dell'ambiente, che all'art. 5 prevede che gli Stati membri adottino le misure necessarie per assicurare che le violazioni degli artt. 3 e 4 della medesima direttiva siano puniti con sanzioni *penali* efficaci, proporzionate e dissuasive. Esempi di posizione di obblighi di tutela penale, in via *giurisprudenziale*, sono la sentenza in materia di prodotti parafarmaceutici, Corte di giustizia 28 gennaio 1999, C-77/97, *Unilever*, in *Dir. pen. proc.*, 1999, 447; la pronuncia relativa alla tutela dell'ambiente, Corte di giustizia, 13 settembre 2005, C-176/03 e, da ultimo, quella relativa alla repressione penale dell'inquinamento provocato dalle navi, Corte di giustizia, 23 ottobre 2007, C-440/05.



dell'impiego di sanzioni amministrative. Ciò da una parte vincola all'impiego della sanzioni amministrative, dall'altro esclude l'impiego di sanzioni extrapenali di diverso carattere, ad esempio misure civilistiche a contenuto sanzionatorio, come i *punitive damages* conosciuti dai sistemi anglosassoni (in questo senso il sacrificio del margine nazionale di apprezzamento pare maggiore per un ordinamento di *common law* come il Regno Unito) (35).

In concreto, la marcata predilezione comunitaria per la sanzione amministrativa lascia spazio solo all'ulteriore scelta di prevedere sanzioni penali, accanto a quelle amministrative, per la violazione delle disposizioni nazionali attuative della direttiva comunitaria.

Il mercato finanziario, proprio in ragione della natura politicamente strategica dell'intervento comunitario in materia, rappresenta ancora una volta l'occasione di un irrigidimento della Comunità dal punto di vista della politica punitiva. Prima della sopracitata direttiva del 2008 in tema di tutela dell'ambiente, l'unica occasione in cui un atto comunitario si è sostanzialmente avvicinato a prevedere un obbligo di criminalizzazione espresso si è verificato, infatti, proprio in materia di diritto dei mercati finanziari, precisamente con la direttiva 91/308/CEE del 10 giugno 1991, relativa alla prevenzione dell'uso del sistema finanziario a scopo di riciclaggio: quest'ultimo atto non richiedeva espressamente l'impiego della sanzione penale, ma un tale obbligo era contemplato dal preambolo alla direttiva (36).

In definitiva, pare evidente che la Comunità, quando interviene in ambiti in cui si manifesta la propria identità tecnocratico-economica, si senta legittimata ad esercitare in prima persona le scelte fondamentali in materia di trattamento sanzionatorio (o comunque è tentata di farlo)

(35) Sulla conformazione dei *punitive damages* negli Stati Uniti e in Inghilterra, cfr., SPOTO G., *I punitive damages al vaglio della giurisprudenza italiana*, in *Europa e dir. priv.*, 2007, 1129 ss.; con peculiare riferimento al diritto statunitense, BENATTI F., *Danni punitivi e "class action" nel diritto nordamericano*, in *Analisi giuridica dell'economia*, 2008, 231. Peraltro, l'istituto dei *punitive damages* preme alle porte dei sistemi continentali; sul punto, rispetto all'ordinamento italiano, cfr., oltre ai lavori appena citati, FAVA P., *Punitive damages pubblico: la Cassazione blocca lo sbarco*, in *Corr. giur.*, 2007, 498; GIUSSANI A., *Resistenze al riconoscimento in Italia dei punitive damages: antichi dogmi e nuove realtà*, in *Giur. it.*, 2008, 396; sulla situazione in Germania e Italia, D'ALESSANDRO E., *Pronunce americane di condanna al pagamento dei punitive damages e problemi di riconoscimento in Italia*, in *Riv. dir. civ.*, 2007, 383.

(36) Su questo episodio, cfr. MANACORDA S., *L'efficacia espansiva del diritto comunitario sul diritto penale*, in *Foro it.*, IV, 1995, 55.

espropriando gli Stati nazionali. Per la Comunità il mercato è, infatti, un *simbolo identitario*, mentre per i governi e per cittadini dei Paesi membri, il sistema finanziario costituisce un *mero campo tecnico di disciplina*.

### 3. L'effetto espansivo del diritto comunitario sul diritto penale in materia di manipolazione.

La direttiva 2003/6/CE presuppone, come ogni altra iniziativa comunitaria, che al modello di disciplina predisposto dalla Comunità sia data, oltre che *concretizzazione normativa ed articolazione di dettaglio* da parte dei Paesi membri, anche un *presidio sanzionatorio*. Ciò costruisce, nei rapporti tra Comunità e Stati membri, una sorta di 'mercato del potere punitivo', in cui la Comunità si pone dal lato della domanda e lo Stato membro da quello dell'offerta. Questa 'compravendita della punizione' non si verifica solo quando si discute di predisporre un *presidio penale* ad una disciplina comunitaria, ma, più in generale, quando si tratta di predisporre qualsiasi tutela sanzionatoria (37). Il principio di sussidiarietà regola anche l'impiego della sanzione amministrativa, benché la Comunità disponga di un autonomo potere in materia (38), per cui l'intervento comunitario si verifica solo in caso di insufficienza strutturale dell'apparato punitivo dei Paesi membri (39).

(37) Sul dialogo tra domanda comunitaria e offerta nazionale di tutela, si vedano, per tutti, SOTIS C., *Il diritto*, cit., 44; BERNARDI A., *Osservazioni sui principi e criteri direttivi in tema di sanzioni previste dalle leggi comunitarie 1995-1997 e 1998*, in *Riv. dir. agr.*, 1999, 234 ss.

(38) Tale prerogativa, originariamente confinata al settore della concorrenza, si è estesa nel tempo, secondo un articolato e complessivo processo di *progressione delle competenze della Comunità*, fino a ottenere una *portata tendenzialmente generale*. Sul punto, si vedano le analisi di MAUGERI A.M., *Il regolamento 2988/95: un modello di disciplina del potere punitivo comunitario*, in Grasso G. (a cura di), *La lotta contro la frode agli interessi finanziari della Comunità europea tra prevenzione e repressione*, Milano, 2000, 149 ss.; e di PISANESCHI A., *Le sanzioni amministrative comunitarie*, Padova, 1998, 20 ss.

(39) La sussidiarietà è peraltro un principio 'a doppio taglio' nel senso che, a seconda di come viene letto, la sua valenza può essere sia riduttiva che espansiva del penalmente rilevante, soprattutto quando si pone come criterio rilevante tra le competenze dello Stato nazionale e quelle comunitarie. Sul punto, v. DONINI M., *Sussidiarietà penale e sussidiarietà comunitaria*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 2003, 162 ss., che sottolinea come la massima applicazione della sussidiarietà penale, in ambito nazionale, potrebbe condurre paradossalmente a un intervento sussidiario europeo, anziché a un'astensione dall'intervento degli organi della Comunità.

Occorre previamente analizzare una coppia di fattori che condizionano il legislatore, inducendolo alla scelta della sanzione penale per la repressione dei fenomeni manipolativi:

- i) *il tradizionale impiego del diritto penale* nella repressione dei fenomeni di aggio;
- ii) *l'attuale insufficienza del controllo extrapenale* dei mercati e delle condotte manipolative in specie.

Il primo fattore ha una portata relativa, nel senso che non obbliga necessariamente il legislatore all'adozione di una sanzione penale per apprestare una tutela adeguata ai precetti della direttiva. L'impiego tradizionale del diritto penale rispetto ai fenomeni di aggio, oltre a indurre il legislatore a ripercorrere ritualisticamente le scelte sanzionatorie già compiute in passato in ottemperanza ad una strategia del *'more of the same'*, obbliga anche ad una scelta impegnativa: se si vuole tutelare il mercato degli strumenti quotati mediante sanzioni extrapenali, occorre depenalizzare le incriminazioni già vigenti in materia di aggio. La conseguenza sarebbe altrimenti la produzione *un'asimmetria intollerabile nel sistema sanzionatorio*, perché accadrebbe che le condotte manipolative integrate sui mercati dei titoli *non quotati* sarebbero suscettibili di integrare la fattispecie *penale* di cui all'art. 2637 c.c., mentre, se tenute sui mercati degli strumenti *quotati*, potrebbero integrare il solo *illecito amministrativo*, a dispetto di una maggiore pericolosità di questa seconda ipotesi per gli investimenti collettivi. Si tratta di un condizionamento *relativo*, che non *obbliga* il legislatore ad impiegare lo strumento penale in adeguamento alla normativa europea, ma certamente *favorisce* questa scelta.

Ben più stringente è, invece, il secondo fattore, *sub ii)*: la tutela richiesta dal diritto comunitario per i propri precetti si attua mediante sanzioni efficaci; ogni qualvolta, ad un esame di realtà delle condizioni del sistema sanzionatorio emergesse l'ineffettività di strumenti punitivi extrapenali, l'intervento punitivo competerebbe al diritto penale. Questo vincolo pare segnare le sorti della tutela del mercato, indirizzandola decisamente verso una caratterizzazione *criminale*. Se è vero che, in generale, l'obbligo di apprestare una tutela *adeguata* ad una prescrizione comunitaria non significa necessariamente che questa debba essere *penale*, l'obbligo funzionale di adeguatezza conduce alla

spendita della sanzione criminale *con specifico riferimento all'interazione tra la disciplina comunitaria della manipolazione del mercato e la situazione normativa nazionale italiana*.

### 3.1. Il condizionamento relativo: *simmetria punitiva ed impiego del diritto penale*.

La scelta del controllo penale del mercato può essere imposta, o meglio suggerita, da un primo fattore, esclusivamente *normativo* e non correlato all'*enforcement* delle norme punitive dell'ordinamento finanziario. Si tratta di un profilo tutto interno al nostro ordinamento, attinente alla 'simmetria' del sistema di intervento punitivo sui mercati.

Prima della recezione e della stessa predisposizione della direttiva in materia di abusi di mercato esistevano, infatti, diverse norme suscettibili di applicazione in caso di aggio, ma tutte aventi carattere *penale*: senza considerare le norme abrogate nel 2002, venivano in rilievo gli artt. 501 e 501-*bis* c.p. *intra moenia codicis*, e l'art. 2637 c.c., nella legislazione extracodicistica.

Se la legge 62/2005, che ha recepito la direttiva sugli abusi di mercato, avesse optato per il ricorso esclusivo alla sanzione amministrativa per condotte manipolative aventi ad oggetto strumenti quotati, questa scelta avrebbe determinato un'irragionevole disparità di trattamento per condotte omogenee, con profili di favore rispetto a comportamenti maggiormente pericolosi per il pubblico risparmio, cioè per pratiche distorsive tenute su mercati quotati. Il ricorso alla sola sanzione amministrativa non avrebbe potuto giustificarsi al cospetto dell'impiego dello strumento penale verso condotte manipolative aventi ad oggetto strumenti finanziari *non quotati* e quindi *tendenzialmente* meno aggressive della stabilità degli investimenti.

Questa esigenza di simmetria tra la sanzione impiegata per presidiare un interesse protetto da un precetto comunitario e quella utilizzata, per tutelare un bene analogo, dalla legislazione nazionale già vigente, è espressa da alcune direttive comunitarie ed è stato classificato come un *obbligo di tutela per assimilazione* (40), che impone comunque allo Stato

(40) Il *leading case* sugli obblighi di tutela per assimilazione è la sentenza della Corte di Giustizia sul 'mais greco', cfr. Corte di giustizia, sent. 21 settembre 1989, causa 68/88,

membro di prestare una sanzione non solo analoga a quella già prestata ad analogo bene, ma ugualmente efficace.

Si noti bene: nel caso della direttiva 2003/6/CE, l'atto comunitario imponeva l'adozione di sanzioni a tutela del mercato, ma nel sistema nazionale italiano l'obbligo di tutela adeguata poteva essere soddisfatto ricorrendo, se non agli artt. 501 e 501-bis c.p., la cui ineffettività è nota, all'art. 2637 c.c., già vigente al momento in cui il legislatore si accingeva a recepire la direttiva. Il legislatore nazionale ha, invece, provveduto a riformulare una nuova incriminazione in materia di turbative del mercato: non si trattava, pertanto, di prestare una tutela assimilabile a quella prevista dal diritto interno *per un bene analogo*, ma di duplicare la tutela penale *per il medesimo bene*. Questa irragionevolezza di sistema, consistente nella moltiplicazione di fattispecie penali in tema di fenomeni manipolativi, può essere spiegata solo ricorrendo alla strategia, ben conosciuta dal sistema sanzionatorio italiano, del *'more of the same'*: poiché il legislatore non conosce quale potrebbe essere l'esito di una scelta diversa da quella già compiuta negli anni precedenti, egli ripercorre, quasi irrazionalmente, le opzioni già effettuate in passato, incrementando il numero di fattispecie penali preposte alla repressione dell'agiotaggio (41).

Il condizionamento prodotto dalla presenza di fattispecie a tutela dei mercati prima della ricezione della direttiva sugli abusi di mercato è, si noti, solo *relativo*. Al legislatore si presentavano, infatti due strategie alterative, di cui solo una conduceva alla scelta della repressione penale delle turbative dolose dei mercati finanziari: l'asimmetria sistematica poteva, infatti, essere scongiurata o mediante la *penalizzazione*, come avvenuto, di *tutte* le condotte di agiotaggio, oppure attraverso la *depenalizzazione* dei reati di cui agli artt. 501, 501-bis e 2637 c.c., con conseguente impiego *generalizzato* della sanzione amministrativa.

Commissione vs. Grecia, in Racc., 1989, 2965 ss. Sulla tutela per assimilazione, SOTIS C., *Il diritto*, cit., 49.

(41) Sul paradigma del *'more of the same'* o della rigidità delle risposte, cfr. PALIERO C.E., *Metodologie de lege ferenda: per una riforma non improbabile del sistema sanzionatorio*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 1992, 538.

### 3.2. Il condizionamento assoluto: lo standard di tutela adeguata e l'opzione penalistica nel controllo dei mercati finanziari.

Il condizionamento che induce irresistibilmente a ritenere che l'obbligo di tutela adeguata, inscritto nell'art. 14 della direttiva 2003/6/CE, sia, di fatto, per l'ordinamento italiano, un obbligo di tutela penale attiene senz'altro al giudizio di effettività della tutela discendente dall'obbligo di predisporre sanzioni efficaci, proporzionate e dissuasive per la violazione dei precetti emanati in attuazione della direttiva.

Il giudizio di adeguatezza della tutela impone al legislatore nazionale di confrontarsi con un vincolo di realtà e lo costringe ad accettare come un dato di fatto, ribelle ad ogni considerazione alternativa, che lo strumento amministrativo in materia di mercato mobiliare possiede ancora un'effettività *limitata*.

L'art. 14 della direttiva non effettua, come detto, la scelta di prevedere un obbligo di tutela penale, ma neppure prevede il consueto obbligo generico di adottare sanzioni adeguate; appropriandosi di quella valutazione di adeguatezza funzionale che dovrebbe appartenere al legislatore nazionale, la direttiva *impone l'utilizzo della sanzione amministrativa*, cui si aggiunge il riconoscimento di una facoltà di impiego della sanzione penale, se il legislatore riterrà opportuno farlo.

Nel sistema italiano un obbligo di tutela adeguata, come quello contenuto all'art. 14 della direttiva, è, a nostro parere, in concreto un obbligo di tutela penale, allo stato attuale della legislazione e, soprattutto, dell'*enforcement* sui mercati finanziari.

A dispetto delle condivisibili invocazioni della dottrina alla riscoperta della sanzione amministrativa in diversi settori del diritto penale dell'economia, ed in particolare nel campo dei mercati finanziari, lo *status* dei controlli e dell'*enforcement* extrapenale è carente dal punto di vista dell'*effettività*.

Non si tratta di una carenza di effettività *normativa*, intesa come capacità della fattispecie amministrativa di ottenere l'osservanza dei propri precetti comportamentali da parte dei consociati (42): non ci

(42) Sulla distinzione tra effettività della norma ed effettività degli apparati, PALIERO C.E., *Il principio di effettività del diritto penale*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 1990, 508 ss.

sono ragioni per imputare tale difetto alla norma amministrativa piuttosto che a quella penale, anche perché, come detto, si tratta di formulazioni normative molto simili. Viene, invece, in rilievo una strutturale carenza di efficienza degli apparati preposti all'applicazione delle sanzioni amministrative in tema di illeciti finanziari.

Precisamente, la bassa qualità dell'intervento delle agenzie amministrative sul mercato nel nostro ordinamento finanziario (principalmente: la Consob) può essere apprezzata – seppure approssimativamente, a causa dell'assenza di studi di impatto – attraverso la scarsa capacità di 'chiarire' i comportamenti manipolativi tenuti nel sistema oggetto di controllo.

Come notato da attenta dottrina, nessuno dei più recenti e significativi casi di manipolazione del mercato, sia prima sia dopo l'introduzione degli artt. 185 e 187-ter t.u.f., è stato identificato mediante l'attività di *detection* della Consob, ma solo grazie all'operatività delle Procure della Repubblica, che hanno agito *in via proattiva*, cioè di propria iniziativa, ma anche *reattivamente*, a seguito di denunce di casi di manipolazione del mercato (43). Peraltro, l'inefficienza dei soli strumenti amministrativi di controllo del mercato, in particolare degli apparati preposti alla sorveglianza sulla borsa, parrebbe un dato generale, o comunque ricorrente nei sistemi finanziari attuali, come comprovato dalle doglianze sull'inettitudine della SEC nel contesto statunitense (44).

Il dato dell'inefficienza degli organismi indipendenti preposti al controllo del mercato è fondamentale per formulare, in relazione alla situazione italiana, un giudizio di inadeguatezza, *rebus sic stantibus*, della repressione amministrativa rispetto ai fenomeni di abusi di mercato. È

(43) La constatazione è di ORSI L., *Gli "artifici" costitutivi dell'elemento oggettivo del delitto di agiotaggio (art. 2637 c.c.) e di manipolazione del mercato (art. 185 t.u.f.)*, in *La responsabilità amministrativa delle società e degli enti*, 2008, 94.

(44) Sulla scarsa efficacia dei controlli operati dalla SEC, cfr. WEISMANN M.M., *Corporate Transparency or Congressional Window-Dressing? The Case against Sarbanes-Oxley as a Mean to Avoid Another Corporate Debacle: the Failed Attempt to Revive Meaningful Regulator Oversight*, in 10 *Stan. J.L. Bus. & Fin.*, 2004, 98, in particolare 103 e 112, dove l'A. afferma: «the problem [...] is that the SEC does not look for fraud and therefore does not uncover fraud». Si vedano, inoltre, le percentuali di casi scoperti dalla SEC (5,8% delle fattispecie totali scoperte), alla luce della ricerca di DICK A.-MORSE A.-ZINGALES L., *Who Blows the Whistle on Corporate Frauds?*, Working Paper 12882, National Bureau of Economic Research, 2007, 40 ss.

da notare che l'inefficienza degli apparati potrebbe indurre l'inefficienza normativa della fattispecie amministrativa: l'insuccesso della repressione potrebbe, infatti, rendere meno credibile la minaccia contenuta nell'art. 187-ter t.u.f. Ciò, però, non accade per un paradossale effetto collaterale della previsione di una fattispecie amministrativa sovrappontesi a quella penale: il maggiore tasso di chiarimento del reato di manipolazione trascina con sé la contestazione anche dell'illecito amministrativo e ciò 'ravviva' la altrimenti pallida capacità precettiva dell'art. 187-ter t.u.f.

Il giudizio sull'idoneità ed efficacia della sanzione attiene all'adeguatezza funzionale della sanzione amministrativa, *per come strutturalmente conformata entro un concreto ordinamento* e sulla base dei dati relativi all'effettiva operatività in dato momento storico. Si tratta, insomma, di una valutazione orientata al fatto, insensibile alla simmetria astratta di un sistema giuridico: per quanto un sistema di tutela amministrativa contro la manipolazione sia costruito con sapienza 'sulla carta', la sua adeguatezza funzionale è sottoposta ad un ferreo vincolo di realtà che consegna sempre l'ultima parola alla effettività della disciplina. Lo scenario attuale dei mercati finanziari nostrani pare, pertanto, condurre ad un giudizio di necessità della tutela penale, a causa dell'inadeguatezza funzionale dei meccanismi amministrativi di intervento sul mercato; si tratta di un'idoneità delle misure amministrative tanto censurabile alla luce dei noti principio di sussidiarietà dell'intervento penale, quanto incontrovertibilmente esistente.

Un'ultima breve considerazione sull'impiego della sanzione amministrativa, che è l'unico strumento punitivo la cui previsione è obbligata ai sensi dell'art. 14 della direttiva 2003/6/CE e che è anch'essa sottoposta al vincolo comunitario di adeguatezza ed efficacia.

L'impiego congiunto, nella disciplina italiana, della sanzione penale e di quella amministrativa è l'unica soluzione giuridica che permette alla sanzione amministrativa stessa di rispettare il vincolo di adeguatezza che la direttiva 2003/6/CE le impone, nel momento stesso in cui la definisce, all'art. 14, come strumento obbligatorio e privilegiato di intervento punitivo nel mercato. Nel nostro ordinamento si assiste ad una eterogeneità dei fini della sanzione penale: il ricorso alla pena, mera *facoltà* per i legislatori nazionali nel contesto della direttiva 2003/6/CE,

è, nello scenario italiano, *condizione indispensabile* per l'effettività dell'illecito amministrativo e della relativa sanzione.

L'unica sanzione amministrativa adeguata e dissuasiva è, allo stato attuale del sistema punitivo italiano, *quella che agisce in sinergia con la sanzione criminale e viene sostenuta dagli apparati giudiziari penali.*

### CAPITOLO III

#### LA CONCRETIZZAZIONE DEI MODELLI NORMATIVI NELL'ORDINAMENTO ITALIANO

SOMMARIO: 1. Alla ricerca delle matrici culturali della fattispecie penale di manipolazione del mercato. – 2. La manipolazione del mercato in Italia. Tre tipologie di condotte, un unico fulcro: l'artificio 'innominato'. – 3. La definizione dell'*artificio* in ambito finanziario. – 4. La problematica dell'omissione. Le capacità tipizzanti dell'artificio innominato rispetto al c.d. aggio/aggio omissivo. – 4.1. L'omissione di informazioni e la forma 'nominata' di aggio/aggio/manipolazione attuata mediante diffusione di informazioni false. – 4.2. L'omissione come possibile esempio di impiego di «altri artifici». – 5. La manipolazione del mercato come fattispecie ad analogia esplicita. – 6. Ai confini dell'artificio punibile: le esenzioni di cui all'art. 187-ter, co. 4 t.u.f. ed i *safe harbours* di cui all'art. 183 t.u.f. – 6.1. Le condotte manipolative conformi a prassi di mercato ed eseguite per motivi legittimi. – 6.1.1. Inquadramento dogmatico ed efficacia pratica dell'esenzione di responsabilità di cui all'art. 187-ter, co. 4, t.u.f. – 6.2. I c.d. *safe harbours* di cui all'art. 183 t.u.f.: la dimensione scriminante delle procedure finanziarie. – 7. La manipolazione del mercato come esempio di 'americanizzazione' del diritto penale. – 7.1. Gli aspetti del sistema repressivo degli abusi di mercato che manifestano la scelta dell'*American approach*. – 7.2. Le ragioni della circolazione del modello statunitense di contrasto agli abusi di mercato.

#### 1. *Alla ricerca delle matrici culturali della fattispecie penale di manipolazione del mercato.*

Nel nostro sistema esistono, da lungo tempo, incriminazioni preposte alla criminalizzazione dell'aggio (si pensi, per tutte,

all'art. 501 (1): si tratta di fattispecie molto simili quanto a *struttura*, come comprovato dal fatto che il problema esegetico più interessante è per tutte l'identificazione dell'area semantica del termine *artificio* (2). Rispetto ai vari delitti di aggioaggio presenti nel nostro ordinamento, e a quelli che storicamente li hanno preceduti, l'art. 185 t.u.f. presenta fondamentali caratteri di originalità.

Ciò dipende dal fatto che l'attuale assetto della normativa nazionale in tema di manipolazione del mercato rappresenta la concretizzazione/trasposizione di un disegno normativo *comunitario*, il quale, a sua volta, risponde ad un'esigenza di regolazione dei mercati che ha la propria genesi a livello globale. Le figure giuridiche incastonate agli artt. 180 ss. del t.u.f., non sono 'autoctone' rispetto al nostro ordinamento nazionale, ma risalgono a scelte compiute dal legislatore europeo che, a sua volta, ha ripercorso alcune opzioni di politica di diritto prettamente statunitensi.

Viceversa si può dire che un *modello normativo*, inteso come un insieme di soluzioni giuridiche preposto alla soluzione di un problema sociale, è proprio di un Paese se nel suo *ordinamento* nasce l'ispirazione di politica del diritto che lo sostiene, si sviluppano le scelte di fondo concernenti la conformazione delle fattispecie che lo compongono e viene razionalizzato l'inquadramento di queste ultime tra le norme preesistenti (3).

(1) Lo stesso codice Zanardelli e ai codici preunitari criminalizzavano fenomeni di aggioaggio. In particolare, il primo, per la verità, contemplava due forme delittuose: l'aggioaggio *annonario* (all'art. 326 c.p., che compariva tra i delitti contro la sanità e l'alimentazione pubblica ed evidentemente era un'incriminazione avente un scopo di tutela eterodosso rispetto agli interessi del corretto funzionamento degli scambi) e quello *generico* (art. 293). Si veda la ricostruzione di SVAMPA A., *La repressione del delitto di aggioaggio dalla rivoluzione francese al codice Rocco*, in *Giust. pen.*, 1992, 368 ss.

(2) Si pensi alle note pagine dedicate all'artificio in ambito da parte di PEDRAZZI C., *Problemi del delitto di aggioaggio* (1958), ora in *Diritto penale*, IV, Milano, 2003, 58 ss. Sostiene che la nuova terminologia impiegata per riferirsi ai fenomeni di aggioaggio – l'espressione *manipolazione del mercato* – attenga più a un'operazione di immagine che a una rivisitazione approfondita della struttura della fattispecie MAGRO M.B., *Manipolazioni di mercato e strumenti derivati*, in *Diritto della Banca e dei mercati finanziari*, 2007, 60.

(3) La recezione della direttiva sugli abusi di mercato non è stata, sotto alcuni profili, una mera opera di 'ricopiatura' delle disposizioni comunitarie in norme nazionali: ad esempio, il nostro legislatore non ha riproposto la fattispecie di manipolazione informativa colposa prevista invece all'art. 1, co. 2, lett. c) della direttiva, che prevedeva come manipolativa anche «la diffusione di informazioni tramite i mezzi di informazione, compreso internet, o tramite ogni altro mezzo, che forniscano, o siano suscettibili di

A dispetto della *formulazione* dell'art. 185 t.u.f., identica *nella forma* all'incriminazione di cui all'art. 2637 c.c., tanto l'*impostazione politico-criminale* sottesa all'incriminazione di manipolazione del mercato, quanto l'*inquadratura della stessa nella disciplina di settore* sono costruiti su 'linee di forza' di tipo prettamente comunitario, originali rispetto al precedente scenario nazionale.

La recezione della direttiva comunitaria sugli abusi di mercato, mediante la l. 62/2005, non ha quindi comportato mere modifiche di 'cosmesi legislativa'. Tre i fattori differenziali, che costituiscono elementi di marcata discontinuità sia rispetto alle impostazioni pubblicistico-nazionalistiche dell'art. 501 c.p., sia alla più moderna fattispecie – identica sotto il profilo della tipicità all'art. 185 t.u.f. – dell'art. 2637 c.c.:

- i) la profonda *integrazione tra la norma penale e il sistema degli illeciti amministrativi*;
  - ii) la *severità* della risposta sanzionatoria;
- e soprattutto
- iii) la *costruzione 'casistica'* che è sottesa *alla conformazione legale dell'incriminazione* e che emerge nitidamente *nell'applicazione giurisprudenziale della fattispecie*.

Le incriminazioni di aggioaggio sono tutte 'auto-sussistenti', in sé concluse: per la definizione dell'ambito del penalmente rilevante è sufficiente riferirsi al tipo legale descritto dalla singola norma; ciò, da una parte, semplifica l'oggetto dell'interpretazione, perché riduce il numero di disposizioni normative a cui è necessario riferirsi per ricostruire il tipo legale, ma, dall'altra parte, rende estremamente difficile l'identificazione di un preciso significato per alcuni termini dal contenuto alquanto complesso. La difficoltà di individuare il senso del termine *artificio* è riconducibile proprio all'impossibilità di un ampio confronto 'di sistema' con altre norme, al di fuori di un parallelismo con la truffa di cui all'art. 640 c.p. (per la verità molto rischioso, data

fornire, indicazioni false ovvero fuorvianti in merito agli strumenti finanziari, compresa la diffusione di notizie incontrollate o di informazioni false ovvero fuorvianti, se la persona che le ha diffuse sapeva o avrebbe dovuto sapere che le informazioni erano false o fuorvianti. Anche con riferimento al tema dei *safe harbours* si segnala un ambito di applicazione dell'esenzione di cui all'art. 183 lett. a) t.u.f. più ristretto rispetto a quello che sarebbe disceso dalla piana trasposizione dell'art. 7 della direttiva del 2003.

l'eterogeneità degli interessi protetti e dei referenti empirico-criminologici sottesi alle due fattispecie incriminatrici).

La disposizione *penale* di manipolazione del mercato è, invece, strutturalmente collegata con l'illecito *amministrativo* di manipolazione del mercato di cui all'art. 187-ter t.u.f. e ciò non è privo di conseguenze dal punto di vista della tassatività della fattispecie incriminatrice. Quest'ultima è, infatti, una 'norma casistica': non solo, al co. 3, contiene un'elencazione di condotte punite, ma, al co. 6, espressamente rinvia ad un potere integrativo della fattispecie da parte del Ministero dell'Economia e delle Finanze, sentita la Consob. La disposizione penale viene completata, subisce un processo di sistematica integrazione da parte della norma amministrativa 'gemella'.

Questa costruzione 'per sommatoria' del tipo penale è il riflesso più evidente dell'approccio comunitario alla manipolazione del mercato e, al contempo, rende l'art. 185 t.u.f. differente, fin dalle radici, rispetto alle norme che l'ordinamento nazionale aveva predisposto sino al 2005 in tema di agiotaggio. Si replica così, a livello nazionale ed in scala ridotta, l'attuale modello comunitario di produzione normativa: si tratta della già citata 'Procedura *Lamfalussy*' (4), che presuppone una costruzione della norma giuridica 'per fasi e stadi', in cui la *precisione* e *tecnicità* della normativa crescono progressivamente, via via che al precetto principale – di rango primario – si affianca un reticolo di disposizioni secondarie che lo precisano, passando dall'organo *rappresentativo* all'autorità *tecnica* di settore.

È agevole esemplificare quanto appena detto, riferendosi al concetto di *artifici* contenuto nell'incriminazione di manipolazione del mercato. L'elencazione delle tecniche manipolative formalizzata nella fattispecie amministrativa e l'interpretazione, ad opera della Consob, delle varie tipologie di manipolazione sul mercato ivi elencate, costituiscono passaggi esegetici imprescindibili per l'interprete che cerchi di trovare il significato tipizzante dell'espressione «altri artifici» impiegata dal legislatore nella disposizione penale.

È, infatti, evidente che, per la definizione dell'indeterminata formula di cui all'art. 185 t.u.f., occorra riferirsi all'elencazione di cui all'art. 187-ter oltre che agli orientamenti espressi, in atti normativi secondari, dalle

(4) Cfr. *supra*, Parte II, cap. II, § 1.

autorità amministrative di settore. Il concetto di *condotta manipolativa* subisce, in seno alla norma *penale*, solo una *tipizzazione iniziale*, per poi ricevere dal confronto con quella *amministrativa* e dall'elaborazione delle autorità tecniche di settore una *tipizzazione definitiva*, basata su un metodo topico, casistico, di *definizione* delle forme artificiose di interferenza rispetto al mercato.

Vi è in dottrina chi ritiene che, per giungere alla decifrazione del termine *artifici* presente nella fattispecie di cui all'art. 185 t.u.f., debba aversi riguardo esclusivamente alla disposizione legale stessa (5) e che, pertanto, i regolamenti e gli altri provvedimenti normativi della Consob e del Comitato delle agenzie di controllo sul mercato a livello comunitario (Cest) non svolgerebbero una funzione integratrice della norma (6). Non vi è infatti alcun referente normativo che attribuisca formalmente un potere giuridico di tal fatta alla Consob, che la renda in grado di concorrere alla definizione del penalmente rilevante: l'autorità avrebbe solo il compito di individuare delle *classi di condotte di mercato* che *potrebbero* essere ricondotte all'incriminazione (7). La Consob avrebbe insomma una sorta di 'supremazia interpretativa' delle fattispecie concrete, per individuare la presenza in esse di quelle note di frodolenzza e decettività che solo un organo tecnico può a volte rinvenire.

Tale ricostruzione può essere ritenuta corretta nella parte in cui riconduce il ruolo della Consob entro il paradigma della riserva di legge, precludendole ogni *competenza ad integrare* la norma legale dal punto di vista *formale*, ma non altrettanto nella parte in cui impone che il termine artificio possa essere ricostruito all'interno della norma legale di cui all'art. 185 t.u.f.

Dal punto di vista *applicativo*, se la Consob non possiede alcun potere inerente alla definizione della *tipicità*, intesa come *descrizione astratta di una condotta illecita*, la sua attività di elencazione delle tecniche manipolative costituisce un passaggio obbligato nella formulazione di un giudizio di *tipicità*, inteso come *giudizio di*

(5) ORSI L., *Gli "artifici" costitutivi dell'elemento oggettivo dei delitti di agiotaggio (art. 2637) e di manipolazione del mercato (art. 185 TUF)*, in *La responsabilità amministrativa delle società e degli enti*, 2008, 94, sottolinea come l'unica norma che parrebbe affidare tale compito alla Consob – l'art. 187-*nonies* t.u.f. – non si occupi, in realtà, di attribuire un potere normativo in relazione alla tipicità del reato di manipolazione, ma solo con riguardo alle regole di segnalazione delle operazioni sospette.

(6) In questo senso, invece, in giurisprudenza, Cass., sez. V, 19 luglio 2007, n. 28944 in CED 240155, che afferma che «[l'] indeterminatazza descrittiva del comportamento di "artifici" [è] integrabile soltanto in via extra-penale, dalle direttive Consob»; in dottrina, VIZZARDI M., *La manipolazione del mercato: un doppio binario da ripensare?*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 2006, 731.

(7) Ricostruisce in questo modo il ruolo della Consob ORSI L., *Gli "artifici"*, cit., 94, nt. 5.

conformità tra fatto concreto e fattispecie astratta (8): l'applicatore della norma è per larga parte dipendente dalle conoscenze tecniche del mercato che la Consob esprime in via generale attraverso i propri regolamenti, raccomandazioni e pareri. L'impostazione sottesa alla direttiva comunitaria ha determinato una profonda integrazione, fino alla fusione, tra il piano dei precetti e delle sanzioni penali e quello dei comandi e delle violazioni amministrativamente sanzionate: ne deriva che l'identificazione del termine *artificio* non può essere determinata dal solo riferimento alla disposizione penale, ma alla definizione del termine concorra l'art. 187-ter (9).

La norma incriminatrice nazionale riproduce, dunque, pedissequamente un tratto che è caratteristico principalmente della produzione normativa comunitaria, senza però che ne ricorrano i medesimi motivi giustificativi. Il ricorso a concetti generali, a *standards* normativi, che vengono concretizzati, elaborati e precisati tramite una *case law* elaborata da autorità tecnico-amministrative, ha una precisa ragion d'essere rispetto ai precetti comunitari: lo scopo di una direttiva o di una decisione quadro, infatti, è di produrre una disciplina programmatica ed 'anfibia', adatta cioè tanto per i paesi continentali di *civil law* che per quelli anglosassoni. La disciplina comunitaria, tranne nei casi in cui è direttamente applicabile (cioè quando si tratti di regolamenti), è 'meta-normativa', cioè composta da enunciazioni giuridiche che sollecitano la creazione di norme nazionali e ne indirizzano i contenuti.

La fattispecie penale nazionale ha, invece, tutt'altri scopi, poiché non disciplina la produzione di altre norme, ma punisce persone concrete. L'indeterminatezza non è, per la norma penale, uno strumento di azione, ma un costo inaccettabile che rischia di far prevalere, sulle garanzie di predeterminazione del comportamento sanzionato, una capacità punitiva imprevedibile.

(8) Sulle due accezioni di tipicità, v. GARGANI A., *Dal corpus delicti al Tatbestand*, Milano, 1997, 516 ss.

(9) A conferma si veda Trib. Milano, 23 novembre 2006, in *dejure.giuffre.it*, che afferma: «La norma amministrativa, per quello che interessa in questa sede, assume particolare rilevanza anche ai fini di quella penale in quanto enuclea quelle condotte che suscitano allarme già come fattispecie di pericolo astratto e, quindi, a maggior ragione valgono a tipizzare il reato di aggioaggio nell'ipotesi in cui le suddette condotte cagionino un pericolo concreto».

A dispetto di una *formulazione normativa identica* tra l'art. 185 t.u.f. e le precedenti incriminazioni di aggioaggio (si pensi al disposto dell'art. 2637 c.c.), la *pluralità di piani descrittivi dell'illecito* di manipolazione dei mercati, che si dipana tra diritto penale e diritto amministrativo punitivo, veicola un profondo *mutamento di approccio* della repressione delle turbative degli scambi mobiliari, non privo di connotati problematici dal punto di vista delle garanzie.

## 2. La manipolazione del mercato in Italia. Tre tipologie di condotte, un unico fulcro: l'artificio 'innominato'.

Sia l'art. 2637 c.c. sia l'art. 185 t.u.f. si articolano su tre modalità di condotta, due delle quali 'nominate' – la *diffusione di notizie false* e la *conclusione di operazioni simulate* – ed una 'innominata', il *compimento di altri artifici* non definiti (10), che già *prima facie* sembra esprimere un concetto di genere cui ricondurre, come *species*, la condotta simulatoria e la manipolazione informativa (11).

La tipologia nominata di *diffusione di notizie false* incrimina la *pubblicazione o divulgazione*, in qualsiasi forma, di *informazioni* attinenti ad avvenimenti o circostanze *di fatto, presenti o future*, seppure, in quest'ultimo caso, sia necessario un significativo collegamento a situazioni attuali (12). Definire così la manipolazione informativa significa estromettere da questa forma nominata sia le *comunicazioni dirette*

(10) La natura vaga di tale ultimo stilema comportamentale ha indotto gli interpreti a definirne i caratteri a partire dalle due forme di condotta maggiormente delineate dalla norma incriminatrice; così vi è chi vi ha visto la necessità di rinvenire un minimo comun denominatore tra le tre componenti dell'incriminazione, cfr., ad esempio, VIZZARDI M., *Manipolazione*, cit., 704 ss.

(11) Affronta il problema del rapporto di genere a specie tra artificio e simulazione. C. App. Milano, II, 31 marzo 2004, in *Banca, Borsa tit. cred.*, 2006, 269 ss. in particolare 278.

(12) Sulla necessità di un collegamento al presente per poter considerare penalmente rilevante la diffusione di informazioni false riguardo a situazioni e fatti futuri si vedano, tra gli altri, PEDRAZZI C., *Aggioaggio bancario*, in Ferro Luzzi P.-Castaldi G. (a cura di), *La nuova legge bancaria*, Milano, 1966, 2045 s.; MUCCIARELLI F., *Aggioaggio*, in Alessandri A. (a cura di), *I nuovi reati societari*, Milano, 2002, 424; cfr. anche MUSCO E., *I nuovi reati societari*, Milano, 2007, 277. Sulla manipolazione informativa come archetipo dell'aggioaggio, in quanto, storicamente e nella percezione comune, l'aggioaggio è disinformazione mediante la propalazione di notizie false, cfr. ORSI L., *La manipolazione del mercato mediante la diffusione di false notizie*, in *La responsabilità amministrativa delle società e degli enti (parte prima)*, 2009, 75 s.



ad un destinatario determinato, sia la divulgazione che si limiti a diffondere voci, apprezzamenti, opinioni (13).

Quest'ultima affermazione necessita però di alcune precisazioni: non basta esprimere nei confronti del pubblico una valutazione per ritenere di essere al di fuori della divulgazione di notizie false. Bisogna infatti analizzare se quelle valutazioni non intendano in realtà veicolare informazioni false, precisamente quelle impiegate come premessa del ragionamento valutativo. L'affermazione, per quanto rivestita della forma di opinione, costituisce la trasmissione di notizie false, se poggia su fondamenta che si rivelino incoerenti con la realtà e quindi false (14).

Ciò non implica affatto che la pubblicazione di valutazioni, la diffusione di voci sapientemente fatte circolare e le comunicazioni di notizie false a destinatari individuali siano categorie prive di rilevanza penale, perché, espunte dal modello comportamentale della manipolazione informativa, esse potrebbero, infatti, agevolmente rientrare nella sottofattispecie residuale del *compimento di altri artifici*, se comunque idonee a fornire una rappresentazione alterata della realtà fattuale (15).

(13) Sull'estromissione di voci e valutazioni dal tipo dell'art. 2637 c.c. a seguito della riforma del 2002, SEMINARA S., *L'aggiotaggio (art. 2637 c.c.)*, in Giarda A.-Seminarà S. (a cura di), *I nuovi reati societari: diritto e processo*, Padova, 2002, 553 s. Peraltro, occorre ricordare come l'art. 2637 c.c. e l'art. 185 t.u.f. non contemplino più i requisiti dell'esagerazione e della tendenziosità della notizia non perché la diffusione di notizie che abbiano quei caratteri sia stata depenalizzata, ma semplicemente perché si trattava di qualificazioni sovrabbondanti rispetto alla falsità dell'informazione diffusa; in questo senso, SEMINARA S., *L'aggiotaggio*, cit., 555 s. Già rispetto all'art. 2628 c.c. previgente, che non contemplava le notizie esagerate e tendenziose, la dottrina aveva ritenuto che si trattasse di specificazioni del termine falsità, v. PEDRAZZI C., voce *Turbativa dei mercati*, in *Dig. disc. pen.*, XIV, Torino, 1999, ora in *Diritto penale*, IV, Milano, 2003, 126; AZZALI G.P., *Lineamenti del delitto di aggiotaggio*, in *Ind. pen.*, 1990, 265. Sostiene, invece, che la mancata inserzione dei due aggettivi nell'art. 2637 c.c. implichi una riduzione dell'ambito del penalmente rilevante, MUCCIARELLI F., *Aggiotaggio*, cit., 425; della stessa opinione, rispetto all'art. 185 t.u.f., Amati (*La manipolazione del mercato: il reato*, in *Le nuove leggi civili commentate*, 2007, 1060), che ritiene che le notizie esagerate e tendenziose siano da ricondurre all'art. 187-ter. Ritengono, infine, che la diffusione di notizie esagerate e tendenziose, fuoriuscita dalla manipolazione informativa, rientri nella locuzione *altri artifici*, SANDRELLI G.G., *I reati di market abuse*, in *La responsabilità amministrativa delle società e degli enti*, 2006, 75; MACCARI A.L., *Sub Art. 2637 c.c.*, in Giunta F. (a cura di), *I nuovi illeciti penali ed amministrativi riguardanti le società commerciali*, Torino, 2002, 197.

(14) Nello stesso senso si veda ORSI L., *La manipolazione*, cit., 85.

(15) È questa la posizione di ROSSI A., *Le fattispecie penali di aggiotaggio e manipolazione del mercato (artt. 2637 c.c. e 185 d. lgs. 24 febbraio 1998, n. 58): problemi e prospettive*, in Dolcini E.-

È evidente che la capacità incriminatrice della sottofattispecie della diffusione di notizie false sia alquanto scarsa. Da una parte, la clausola generale del compimento di *«altri artifici»* è idonea già da sola a comprendere le condotte di pubblicazione di informazioni non corrispondenti al vero (16); dall'altra parte, la frequenza della manipolazione *puramente informativa* non è elevata: come già evidenziato (17), la fenomenologia della manipolazione mostra come la diffusione di informazioni false possa avvenire, e di fatti avviene, più spesso mediante l'ostensione al mercato di un'operazione effettiva, da cui gli operatori traggono un'indicazione fallace.

L'altro modello di condotta nominato è costituito dalla *realizzazione di operazioni simulate*. La simulazione, termine da intendere in senso tecnico, può essere distinta in *relativa* o *assoluta* (18): simulate sono sia le operazioni in cui il tipo di negozio finanziario compiuto ne cela un altro e solo quest'ultimo è realmente voluto dalle parti (simulazione *relativa*), sia le transazioni che vengono compiute solo formalmente, poiché non producono alcun effetto pratico, cioè non modificano l'assetto dei rapporti giuridici tra le parti (simulazione *assoluta*).

Le operazioni simulate compaiono, più frequentemente, nella versione assoluta e, infatti, anche la Consob, nell'elencazione degli esempi di operazioni fittizie contenuta nella comunicazione del novembre 2005, si riferisce ad ipotesi di questo tipo (19). È paradigmatico il caso degli *improper matched orders*, in cui due o più operatori si scambiano in contemporanea le medesime quantità di un

Paliero C.E. (a cura di), *Studi in onore di G. Marinucci*, III, Milano, 2006, 2658; nello stesso senso, FOFFANI L., voce *Borsa*, in Palazzo F.C.-Paliero C.E. (a cura di), *Commentario breve alle leggi penali complementari*, Padova, 2007, 2547; BONINI S., *La repressione delle turbative del mercato*, in Mayer A.-Stortoni L. (coord.), *Diritto penale della banca, del mercato mobiliare e finanziario*, Torino, 2002, 227 ss.; contra ORSI L., *La manipolazione*, cit., 86, che ravvisa un'intima contraddizione tra il ritenere estranea alla manipolazione, in quanto forma di manifestazione del pensiero, la condotta di chi veicola una rappresentazione distorta della realtà vestendola da opinione e la qualificazione dello stesso comportamento come artificio penalmente rilevante.

(16) Come colto già da CARACCIOLI I., *Reati di mendacio e valutazioni*, Milano, 1962, 112, che sottolinea come, nei vari delitti di aggiotaggio, anche la diffusione di notizie false costituisca in sostanza un artificio.

(17) Cfr. *supra*, Parte I, cap. II, § 4.1.

(18) Sulla necessità di intendere in senso tecnico l'espressione manipolazione, FOFFANI L., voce *Borsa*, in Palazzo F.C.-Paliero C.E. (a cura di), *Commentario*, cit., 725.

(19) Cfr. Consob, Comunicazione n. DME/5078692 del 29-11-2005.

dato strumento finanziario, per cui, a dispetto della movimentazione di titoli percepita dal mercato, le situazioni possessorie degli autori delle transazioni rimangono quelle di partenza.

La capacità selettiva di questa seconda forma di condotta è scarsa. Non stupisce, pertanto, che la dottrina ritenga che la menzione delle operazioni simulate sia inserita nella fattispecie a mero scopo esemplificativo, per introdurre la clausola generale di chiusura degli «altri artifici» (20).

Un discorso ben più ampio merita la forma di manipolazione incentrata sull'impiego di artifici non altrimenti specificati. Le tre tipologie di azione manipolativa – diffusione di notizie false, compimento di operazioni simulate o altri artifici – hanno una comune nota di disvalore che deve animare i tre tipi di condotta, riconducibile alla *distorsione della percezione del mercato*, ma certamente l'artificio, non altrimenti specificato, non deve possedere tutti i caratteri tipici della simulazione e della diffusione di notizie false, e, per converso, ne deve avere altri, perché altrimenti ne risulterebbe un 'doppione' privo di autonoma capacità selettiva (21).

L'incertezza circa la portata semantica del termine *artificio* è molto rischiosa, perché può condurre all'indeterminatezza della fattispecie penale: ne è lampante testimonianza la disputa in ordine alla punibilità o meno delle pratiche di manipolazione incentrate sul compimento di operazioni effettive (22).

Per raggiungere un approdo interpretativo più stabile, occorre, innanzitutto, abbandonare la nozione di artificio come *comportamento intrinsecamente illecito*, che ricorre all'impiego di mezzi disvolti dall'ordinamento (23): questa interpretazione non coglie, infatti, la

(20) Sulla natura esemplificativa delle operazioni simulate SEMINARA S., *L'aggiotaggio*, cit., 555; sul rapporto di genere a specie tra gli artifici e le operazioni simulate cfr. ROSSI A., *Le fattispecie*, cit., 2662; v. anche MUCCIARELLI F., *Aggiotaggio*, cit., 427.

(21) Sull'insostenibilità logica di tale conclusione cfr. ORSI L., *Gli "artifici"*, cit., 109.

(22) Ad esempio, sostiene l'estromissione dalla fattispecie penale delle pratiche di manipolazione incentrate sull'abuso di un potere di mercato, con contemporanea riconduzione delle stesse alla fattispecie amministrativa di cui all'art. 187-ter t.u.f., MAGRO M. B., *Manipolazioni*, cit., 62 ss.

(23) Sulla necessità di superare il concetto di artificio come comportamento intrinsecamente illecito, v. FONDAROLI D., *Aggiotaggio mediante "altri artifici": disvalore del fatto e disvalore del contesto*, in *Riv. trim. dir. pen. ec.*, 2003, 747 ss.; nota come anche la giurisprudenza abbia abbandonato questa posizione ORSI L., *Gli "artifici" costitutivi dell'elemento oggettivo dei delitti di aggiotaggio (art. 2637) e di manipolazione del mercato (art. 185 TUF)*, 90.

sostanza più autentica dell'artificio che consiste nell'essere una condotta mutevole e capace di aggirare il disposto della norma giuridica, di modo che questa non riesca mai a descriverlo esattamente, se non quando la condotta artificiosa sia stata abbandonata dalla prassi criminale.

Dopo avere definito che cosa *non* è l'artificio in materia finanziaria, è necessario procedere, in positivo, ad identificare che cosa esso significhi nel contesto dell'art. 185 t.u.f. (e, *par ricochet*, nella fattispecie di cui all'art. 2637 c.c.).

È possibile fin d'ora dire che la ripetizione, come in un passo ostinato, della tripartizione dell'aggiotaggio tra diffusione di informazioni false, effettuazione di operazioni simulate e compimento di altri artifici tradisca la realtà fenomenica della manipolazione del mercato. Come affermato in precedenza, questo illecito pare il *risultato della commistione di varie moduli comportamentali*, composti da fasi operative e fasi comunicative. Se si volesse ridurre la complessità del fenomeno criminoso potremmo rifarci a quanto detto in precedenza (24): *la manipolazione* si articola su due modelli fondamentali, l'*inganno del mercato* attraverso il compimento di operazioni finanziarie (reali o fittizie) e la costrizione delle controparti contrattuali mediante l'*abuso di un potere di mercato*.

### 3. La definizione dell'artificio in ambito finanziario.

Quello di *artificio* è un concetto 'modulare', i cui connotati cambiano a seconda dell'ambiente in cui compare.

In primo luogo, il significato del termine *artificio* può variare a seconda del *contesto linguistico* in cui è inserito. Da tempo la semiotica insegna che la decodificazione del segno, nel nostro caso del segno 'artificio', avviene attraverso il riferimento all'ambiente comunicativo: come gli elementi che formano un codice linguistico non possono funzionare isolatamente considerati, ma costituiscono un sistema di interazioni con gli altri segni che compongono il codice stesso, così

(24) Cfr. *supra*, Parte I, cap. II, § 4.1.

l'elemento dell'artificio può acquisire un significato differente a seconda della proposizione in cui compare (25).

In secondo luogo, la portata semantica del lemma *artificio* può variare a seconda del *contesto fattuale* in cui esso si trova ad operare; artificiosa può quindi essere ogni condotta, anche in sé lecita, se la *situazione concreta* entro cui viene compiuta la rende *ingannevole* (26).

In terzo luogo, per un giurista, il fattore più importante che può produrre una mutazione dell'ambito semantico di un termine è il *contesto normativo*. Nel settore dei reati contro il patrimonio individuale – il pensiero corre immediatamente alla truffa – il concetto di artificio è dipendente dal contesto empirico-criminologico in cui l'artificio ed il raggiro prendono vita: l'incriminazione ha come riferimento il rapporto tra persone fisiche presenti o comunque individuabili e, da tale 'humus', l'artificio assorbe 'per osmosi' una connotazione naturalistica e fattuale. Conseguentemente, la dottrina da tempo sottolinea che l'insidiosità dell'inganno varia sempre *in rapporto alla situazione*, all'ambiente ed al momento in cui essa è stata tenuta (27) e che la propensione ingannatoria di una dichiarazione o comportamento non deriva dalla natura intrinseca della condotta; l'attitudine fraudolenta varia e cresce in funzione della *definitività* dell'affermazione dell'ingannatore (se la sua dichiarazione o il suo comportamento vengono, cioè, intesi oggettivamente come tesi a fissare una volta per tutte un assetto di interessi), della *possibilità*, per il destinatario, di *verificarne la fondatezza*, fino al massimo grado di pericolosità nell'ipotesi in cui l'ingannatore si impegna per frustrare le possibilità di controllo della vittima dell'inganno mediante prove, documenti, pareri di terzi, idonei a respingere ogni forma di dubbio da parte delle vittime (28).

L'ampiezza del concetto di artificio dipende dalla predilezione per una *lettura estensiva* del termine, che ritenga artificiosa ogni condotta che

(25) Sul ruolo del contesto linguistico nella determinazione del significato di un termine, GENISINI S., *Elementi di semiotica*, Roma, 2002, 44 ss.

(26) In questo senso si esprimono MUSCO E., *I nuovi*, cit., 277; SEMINARA S., *Aggiornamento su strumenti finanziari*, in Campobasso G.F. (a cura di), *Testo unico della finanza*, III, Torino, 2002, 1453 ss.

(27) Valgano per tutti le parole spese da Pedrazzi sul concetto di artificio in seno alla fattispecie di truffa, cfr. PEDRAZZI C., *Inganno ed errore nei delitti contro il patrimonio* (1955), ora in *Diritto penale*, II, Milano, 2003, 236 s.

(28) In questo senso, PEDRAZZI C., *Inganno*, cit., 247.

causi un errore da parte dei soggetti passivi, o, viceversa, per un'interpretazione restrittiva, che elevi alla rilevanza penale solo le *forme più qualificate di inganno*, incentrate su un'attività positiva di alterazione della realtà. La scelta in questione rappresenta un problema squisitamente *politico* (29), risolto dal legislatore in modo differente a seconda della branca del sistema penale che venga in considerazione.

A nostro parere, con riferimento al mercato finanziario, il termine 'artificio' deve essere interpretato alla luce di due coordinate:

- i) il *sistema normativo* di cui l'art. 185 t.u.f. fa parte
- e
- ii) il *referente empirico-criminologico* con cui la norma si confronta.

Tali coordinate sono, nel settore finanziario, così peculiari da imporre un parziale mutamento del significato del termine artificio: in un contesto composto da relazioni de-individualizzate e mediate da norme e procedure di registrazione elettroniche tese a disciplinare ordini e transazioni seriali, l'inganno incide su negozi giuridici conclusi automaticamente tramite sistemi informatici. La connotazione dell'artificio non è più *fattuale*, ma esclusivamente *normativa*: l'ampiezza dell'artificio punibile diviene una funzione delle esigenze di *correttezza* e *trasparenza* sottese alle norme ed alle procedure che regolano il mercato finanziario. Per tale motivo, ad esempio, rileva come condotta manipolativa il compimento di un'operazione negoziale in una situazione di monopolio occulto sulla domanda o offerta di un titolo, oppure una comunicazione al mercato che celi la conclusione di un patto parasociale: tale nascondimento induce in errore gli altri operatori del mercato sulla situazione dell'emittente, il cui assetto proprietario viene percepito dal mercato come *differente* da quello *reale* (30).

(29) PEDRAZZI C., *Inganno*, cit., 175 ss.

(30) Si pensi, ancora, alla violazione dell'art. 106 t.u.f., che, prevede l'obbligo di lanciare un'offerta pubblica d'acquisto a tutti i possessori di titoli di quella data società, qualora abbia un operatore giunga a detenere più del 30% degli stessi (co. 1), e dispone che il prezzo del titolo che verrà offerto agli azionisti non potrà essere inferiore a quello più elevato pagato dallo stesso offerente e da persone che agiscano di concerto con lui, nei dodici mesi anteriori alla comunicazione dell'offerta al pubblico e alla Consob, ovvero ad un prezzo non inferiore a quello medio ponderato di mercato degli ultimi dodici mesi. Chi omette di comunicare il superamento della quota di capitale prevista dalla norma può così comprare acquistare titoli della società a un prezzo di mercato, che per lo più sarà diverso da quello che avrebbe dovuto pagare ai sensi della disposizione violata. Un ulteriore esempio può essere costituita dal lancio di un'offerta da parte di un operatore che, rispettando le

La rilevanza collettiva degli interessi coinvolti dalla manipolazione e la natura impersonale della vittimizzazione inducono il legislatore (in questo caso quello comunitario più che quello nazionale) all'impiego di una nozione più estensiva di artificio rispetto a quella utilizzata nel contesto della fattispecie codicistica di truffa. Gli interessi marcatamente sovra-individuali implicano che le operazioni finanziarie debbano adeguarsi a precise procedure e, in assenza di queste, a standard di correttezza volti a mantenere trasparenti i contatti di mercato, anche in mancanza di una relazione fiduciaria tra il manipolatore e altri soggetti (31); è, pertanto, a tali standards e procedure che occorre guardare per cogliere 'a tutto tondo' il significato del concetto di artificio in ambito finanziario.

Lo standard fondamentale che implementa e, al contempo, riassume tutte le regole di comportamento degli operatori finanziari è contenuto all'art. 21 co. 1, lett. a) t.u.f., che impone di comportarsi, nella prestazione dei servizi e delle attività di investimento, «con diligenza, correttezza e trasparenza, per servire al meglio l'interesse dei clienti e per l'integrità dei mercati» (32).

condizioni previste degli artt. 106 e 109 t.u.f., si proponga di acquistare una società in cui esista un patto parasociale occulto o un socio che detenga più del 30% dei titoli senza che lo abbia comunicato al mercato; in conseguenza il compratore che ha rispettato le procedure di acquisto si trova di fronte una società, il cui assetto e il cui valore non corrispondono all'apparenza fornita al mercato. È logico arguire che se l'acquirente rispettoso delle regole avesse conosciuto la realtà dei fatti non avrebbe proceduto all'acquisto, poiché egli non potrà acquisire ed esercitare il controllo sulla società. Sulla valenza manipolativa di una serie di violazioni in tema di o.p.a. si veda ACCINNI G.P., *OPA obbligatoria e condotta "artificiosa" nel reato di aggiogaggio cd. "manipolativo"*, in *Riv. soc.*, 2006, 63.

(31) Questo dato emerge proprio con riferimento alla possibilità di interpretare questo estremo del tipo con riferimento alle norme civilistiche che regolano il corretto funzionamento del mercato, ad esempio con riferimento ai patti parasociali (art. 122 t.u.f.), agli acquisti di concerto (art. 109 t.u.f.) e alla disciplina delle offerte pubbliche d'acquisto (O.P.A.) (art. 106 t.u.f.), come proposto recentemente da ACCINNI, G.P., *OPA*, cit., 59 ss. Le condizioni ritenute necessarie per poter interpretare gli artifici come contrarietà alla norma extrapenale che disciplini questi argomenti sono state ritenute: a) l'omogeneità delle finalità di tutela delle disposizioni extrapenali e della fattispecie incriminatrice; b) la sussistenza di una condotta tipica ai sensi della norma penale. Sulla manipolazione informativa mediante omissione, v. anche MAGRO M.B., *Manipolazioni*, cit., 63 s.; contrario alla configurabilità della manipolazione mediante omissione di una comunicazione doverosa PREZIOSI S., *La manipolazione di mercato nella cornice dell'ordinamento comunitario e del diritto penale italiano*, Bari, 2008, 213 s.

(32) Il peso specifico della trasparenza delle condotte finanziarie come obiettivo di politica del diritto è sempre più rilevante negli ordinamenti finanziari europei, soprattutto per effetto del diritto comunitario. Rispetto allo specifico tema della trasparenza dei mercati, sono state emanate di recente due importanti direttive, una in materia di prospetti

Questa regola di condotta dimostra come, nel contesto finanziario, il dovere di trasparenza sia più stringente e, per converso, la sfera dei comportamenti scorretti e opachi, quindi disvoluti dall'ordinamento, proporzionalmente più ampia che in altri settori del traffico giuridico. Gli interessi in gioco sul mercato hanno natura sovra-individuale e patiscono un alto grado di vulnerabilità: quelli che circolano nel sistema finanziario sono investimenti effettuati da una pluralità non facilmente determinabile di soggetti, i quali affidano il proprio denaro a operatori professionali, perdendo su di esso ogni potere di gestione.

Lo 'statuto rafforzato' del binomio 'trasparenza e correttezza' influisce necessariamente sulla conformazione, ed in particolare sull'ampiezza, dell'elemento, speculare a tale binomio, costituito dall'artificio'.

I principi di trasparenza e di efficienza che informano l'ordinamento finanziario impongono di considerare artificiose condotte che, nelle relazioni patrimoniali tra privati, non sarebbero penalmente tipiche.

L'espansione dell'artificio penalmente rilevante consegue anche ad una particolare tipizzazione dell'illecito di cui all'art. 185 t.u.f.: il legislatore ha evitato di costruire un'incriminazione che imponga accertamenti sui meccanismi psicologici di produzione dell'errore dei singoli operatori del mercato. Nell'ambito dell'art. 185 t.u.f., l'artificio rappresenta una condotta che, in qualsiasi modo, invia un segnale fuorviante al mercato, sulla base di un progetto di alterazione delle quotazioni, come mezzo per una captazione di una decisione collettiva di investimento che, diversamente, non vi sarebbe stata (33).

L'artificio costituisce una 'scintilla' che innesca un processo causale di induzione in errore di un numero indeterminato di soggetti, che la norma 'fotografa' prima che questi ultimi compiano l'operazione finanziaria carpita con l'inganno, in anticipo rispetto alla realizzazione dell'effettiva alterazione del mercato: l'idoneità ad alterare il prezzo degli

informativi (n. 2003/71/CE) e la c.d. direttiva *transparency*, volta a implementare scambi di informazioni periodici e continuativi tra le società emittenti quotate e i propri partecipanti al capitale (n. 2004/109/CE).

(33) Nel senso dell'artificio come strumento per determinare una decisione di investimento sulla base di una rappresentazione fuorviata dalla situazione di mercato, PEDRAZZI C., voce *Turbativa*, cit., 117. Accomuna artifici e notizie false in quanto mezzi per l'induzione di altrui comportamenti sul mercato tramite una rappresentazione della realtà diversa da quella reale, ORSI L., *La manipolazione*, cit., 96.

strumenti finanziari» non è altro che una rappresentazione oggettivata di una pluralità di operatori in procinto di compiere un'operazione sulla base di informazioni false, guardati dal punto di vista di un osservatore esterno al mercato.

Nell'art. 185 la fattispecie retrocede, quanto a soglia della consumazione, non solo perché omette di considerare qualsiasi profilo dannoso, ma soprattutto perché, rispetto alla truffa, è reciso l'estremo dell'induzione in errore, che, nell'ambito dell'art. 640 c.p., svolge la funzione di limitare la capacità incriminatrice del concetto di artificio. L'induzione in errore consente, infatti, di ritenere che integrino una truffa solo le condotte che influenzino *effettivamente* il convincimento di un altro soggetto, attraverso la somministrazione di documenti, notizie e dichiarazioni, intervenendo in un processo psicologico cosciente della vittima, fino a determinarne un atto di *disposizione consapevole*. Ulteriormente, l'induzione in errore esclude che possa rilevare, ai sensi dell'art. 640 c.p., quell'atto di disposizione per sé pregiudizievole che un soggetto compia in uno stato di ignoranza che la controparte contrattuale si sia limitata a mantenere (34). L'assenza dell'estremo dell'induzione rende invece rilevante, nell'ambito della manipolazione del mercato, anche il *mero sfruttamento consapevole di un errore*, che inizialmente sia stato prodotto inconsapevolmente. Il disvalore del fatto si condensa qui nella dolosa astensione dal correggere un errore determinato da una propria condotta, in violazione dei principi di trasparenza e lealtà delle contrattazioni finanziarie: nel preciso momento in cui si astiene dolosamente dal rimediare ad una rappresentazione alterata della realtà oggettivamente causata da un suo comportamento, l'*operatore* la rende *stabile* e si trasforma così in *manipolatore*. Occorre ora comprendere più da vicino se il significato del termine *artificio*, così come da noi inteso in relazione ai mercati finanziari, sia in grado di determinare la rilevanza penale di comportamenti naturalisticamente omissivi *in via diretta*, cioè a prescindere da eventuali posizioni di garanzia *ex art. 40 cpv. c.p.*, che non ci sembrano ipotizzabili nell'ambito delle contrattazioni mobiliari.

(34) Sull'irrelevanza del mantenimento della situazione di ignoranza in cui versa la controparte contrattuale, cfr. PEDRAZZI C., *Inganno*, cit., 186 ss.

4. *La problematica dell'omissione. Le capacità tipizzanti dell'artificio innominato rispetto al c.d. aggio omissivo.*

Definiti i caratteri tipizzanti dell'espressione artificio e la dimensione concettuale di tale espressione, occorre mettere alla prova i risultati interpretativi raggiunti rispetto ad una particolare tematica, quella della realizzabilità della *manipolazione mediante un contegno omissivo*.

La preminenza applicativa dell'aggio omissivo in questi ultimi anni, correlata all'indisponibilità di altri strumenti penalistici di aggressione agli illeciti finanziari, se non forse la fattispecie di ostacolo al funzionamento delle autorità di vigilanza sui mercati (artt. 2638 c.c., 170 *bis* t.u.f.), ha finalmente posto in chiaro le capacità incriminatrici delle formule impiegate fin dal 1930 per reprimere gli abusi del mercato (falsità, simulazione, impiego di artifici non altrimenti specificati), 'scoperchiando il vaso di Pandora' dei labili contenuti selettivi dei termini ora impiegati dall'art. 185 t.u.f.

Occorre ora indagare brevemente se la labilità dei confini dell'art. 185 t.u.f. permette all'incriminazione di raggiungere e punire anche una peculiare forma di aggio omissivo, incentrata sull'*omissione di informazioni dovute al mercato sulla base di una fonte legale*: si tratta insomma di addentrarsi entro il tema dell'*aggio omissivo* e verificare le capacità selettive del concetto di artificio per come ridefinito al paragrafo precedente.

La problematica configurabilità dell'aggio omissivo *cd. omissivo* va letta alla luce dei paradigmi comportamentali espressi dall'art. 185 t.u.f. (ed anche dall'art. 2637 c.c.), senza sovrapporre ad essi le varie e mutevoli classificazioni economiche come quella, ad esempio, ben nota in Italia, che distingue tra *manipulation trade-based*, *action-based*, *information-based* (35). Queste ultime valgono per comprendere il fenomeno *dal punto di vista criminologico*, ma non aiutano ad inquadrare il problema della *rilevanza penale* dell'aggio omissivo: l'omissione di informazioni *economicamente* rilevanti, *giuridicamente* dovute al mercato, a seconda della

(35) Si riferiscono alla classificazione elaborata da Allen F. e Gale D. (*Stock-Price Manipulation*, in 5 *Rev. Fin. Stud.*, 1992, 503 ss.), FABRIZIO S.-TROVATORE G., *Art. 181*, in Rabitti-Bedogni C. (a cura di), *Il testo unico dell'intermediazione finanziaria: commentario al d. lgs. 24 febbraio 1998, n. 58*, Milano, 1998, 1001 ss.; MUSCO E., *I nuovi*, cit., 273 ss.; BONINI S., *La repressione*, cit., 240 ss.

norma da cui sorge l'obbligo di comunicazione, può manifestarsi come *information based manipulation*, cioè una forma di manipolazione realizzata tramite la diffusione di informazioni non veritiere, ovvero comparire quale strumento di copertura di un'operazione negoziale effettiva che il mercato avrebbe diritto a conoscere, vale a dire nell'ambito di una *trade based manipulation*.

Se il punto di partenza deve essere la norma penale, ci pare che l'omissione di informazioni rilevanti sia 'doppiamente tipizzata' dall'art. 185 t.u.f., poiché può implicare la *diffusione di notizie false al mercato*, a condizione che ci si trovi nel contesto di una comunicazione al pubblico (ad esempio, in sede di pubblicazione del bilancio): l'omissione di informazione rappresenta una mancanza di completezza della comunicazione, che ne può determinare la complessiva falsità (peraltro, l'omissione in sede di comunicazioni al pubblico può verificarsi anche per società non quotate e quindi costituire la premessa per l'applicazione dell'art. 2637 c.c.).

Alternativamente, qualora l'omissione si manifesti come *mancato disvelamento al mercato di un'operazione* che si aveva l'obbligo di portare a conoscenza di tutti gli operatori, in base a specifiche disposizioni legali – ad esempio l'omessa comunicazione dell'acquisto di un numero di azioni di una società tale da innescare l'obbligo di un'OPA totalitaria sugli altri titoli dell'emittente, ai sensi dell'art. 106 t.u.f. (36) – ci trova in presenza di una condotta che rifluisce nella clausola finale, onnicomprensiva e residuale, dell'*aggiotaggio innominato*, cioè nell'*«impiego di altri artifici»*.

Da quanto fin qui detto, derivano due conclusioni intermedie:

- a) la tematica del cosiddetto aggiotaggio omissivo, non considera in realtà quasi mai *mere omissioni*, bensì il frammento omissivo di condotte attive: sulla falsa riga di quanto accaduto per il tema della componente omissiva della colpa, si deve evitare di cadere nell'equivoco di trasformare in un comportamento omissivo quella che, invece, è propriamente un'azione positiva, connotata dall'inadempimento di un obbligo giuridico di comunicazione;

(36) Sulle intersezioni tra gli artt. 106 e 109 t.u.f. e l'art. 185 t.u.f., ACCINNI G.P., *OPA*, cit., 66 ss.

- b) discende logicamente da quanto detto *sub a)*, che occorre sgombrare nella tematica dell'aggiotaggio cd. omissivo il problema dell'individuazione di posizioni di garanzia in capo al supposto manipolatore. Rispetto alla fattispecie di cui all'art. 185 t.u.f., difettano, infatti, tutti i requisiti del reato omissivo: sia la condotta realmente omissiva, sia l'evento di cui il garante dovrebbe impedire la verifica, trattandosi infatti di un reato di pericolo.

#### 4.1. L'omissione di informazioni e la forma 'nominata' di aggiotaggio/manipolazione, attuata mediante diffusione di informazioni false.

L'omissione di un'informazione rilevante per il mercato può generare una responsabilità penale ai sensi dell'art. 185 t.u.f. (37) quando sia contenuta in un documento che debba essere veritiero, completo e trasparente, in forza di un *obbligo di portata generale* oppure di un *obbligo di portata specifica*.

Un obbligo *generale* è quello che emerge, implicitamente, dalla presenza di norme che puniscono la redazione di un bilancio falso (artt. 2621 e 2622 c.c.). L'esistenza dell'obbligo di veridicità del bilancio non è smentita dal fatto che alcune falsità ed omissioni siano *penalmente irrilevanti* ai sensi degli artt. 2621 e 2622 c.c.: l'irrelevanza penale del falso 'infra-soglia' non attiene all'*esistenza* dell'obbligo giuridico di redigere un bilancio veritiero e completo, bensì *al suo enforcement*, poiché la sanzione diviene da *criminale, amministrativa* (peraltro ineffettiva, stante la configurazione di una sanzione 'per quote' negli ultimi comma degli artt. 2621 e 2622 c.c.). La pregnanza di tale obbligo si apprezza anche a livello comunitario, nella direttiva 68/151/CEE, all'art. 6, in materia di omessa pubblicazione dei bilanci, e all'art. 2 della direttiva 78/660/CEE, che prescrive che i conti annuali devono dare un *quadro fedele* della situazione patrimoniale finanziaria e del risultato economico della società (38).

(37) Discorso simile vale per le società non quotate, con riferimento all'art. 2637 c.c., seppure si tratta di una possibilità meno frequente, dato che per esse non rilevano gli obblighi di comunicazione sanciti dal t.u.f.

(38) Sulla normativa comunitaria in materia di falsificazione dei bilanci, per tutti, SOTTIS C., *Il diritto senza codice*, Milano, 2007, 111.

Carattere *specifico* ha, ad esempio, l'obbligo di redigere una comunicazione veritiera e fedele contemplato dall'art. 114, co. 5, t.u.f., secondo il quale *la Consob può richiedere* agli emittenti quotati, ai soggetti che li controllano, ai componenti degli organi di amministrazione e controllo, ai dirigenti ed ai soggetti che detengono una partecipazione rilevante o partecipano ad un patto parasociale, *notizie e documenti necessari per l'informazione al pubblico*.

Siamo in questi casi nell'ambito del falso per omissione (39)? Come già anticipato, l'omessa dichiarazione di un'informazione va inserita nel complesso di una dichiarazione attiva, la cui componente di falsità si manifesta nel celare un dato o un elemento significativo per il mercato. La falsità costituisce sempre un'omissione della verità o di parte di essa (40): è però scorretto ritenere che questo momento omissivo del falso renda *tout court* omissiva la condotta illecita (41).

In presenza dell'inadempimento delle pretese informative rivolte dall'ordinamento all'emittente titoli quotati, nel caso di cui all'art. 185 t.u.f., o non quotati, nel caso dell'art. 2637 c.c., rimangono pertanto pienamente integrati gli estremi dell'aggiotaggio 'nominato', cioè realizzato mediante una delle due forme di manipolazione espressamente descritte dal tipo legale (accanto al compimento di *operazioni simulate*): la *diffusione di informazioni false*, suscettibile di creare il pericolo di alterazione dei prezzi di titoli mobiliari. L'obbligo di rappresentazione fedele della situazione dell'emittente nell'ambito di una comunicazione al pubblico impone infatti di considerare *false* le

(39) Sulla tematica del falso per omissione cfr., ampiamente, BARTOLI R., *Il falso per omissione e il falso c.d. implicito tra legalità ed esigenze di tutela*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 2004, 521 ss. e in particolare 534 ss.; ID., *Falsità documentali*, in Cassese S. (diretto da), *Dizionario di diritto pubblico*, Milano, 2006, 2395 s.

(40) Così, efficacemente, BARTOLI R., *Il falso*, cit., 536.

(41) Esclude la configurabilità dell'aggiotaggio omissivo, in relazione a falsità commesse nell'ambito della divulgazione di notizie, anche Trib. Milano, g.u.p., ord. 25 giugno 2005, in *Foro ambr.*, 2005, 208. In un recente scritto, la rilevanza penale e amministrativa di un comunicato reticente è ancorata all'effettivo contenuto del dolo, cfr. CRESPI A., *Manipolazione del mercato e manipolazione di norme incriminatrici*, in *Banca, Borsa tit. cred.*, 2009, 107 ss. Secondo l'A., se il mendacio è diretto semplicemente a tenere riservata una notizia che determinerebbe, se comunicata, un'oscillazione delle quotazioni e non a *interferire con i meccanismi di determinazione dei prezzi* e neppure a *fornire al mercato una rappresentazione fuorviante dello strumento finanziario*, sarebbe esclusa, rispettivamente, la rilevanza penale e quella amministrativa della condotta reticente.

comunicazioni ogniqualvolta in esse *manchi un'informazione rilevante per gli investitori* (42).

#### 4.2. L'omissione come possibile esempio di impiego di «altri artifici».

L'omissione di un'informazione 'dovuta' al mercato può anche entrare a fare parte di uno schema manipolativo di tipo *operativo*, cioè basato sul compimento di transazioni finanziarie effettive. La mancata comunicazione di un dato economico significativo può servire a mantenere all'oscuro il mercato circa la realizzazione di un'operazione speculativa in corso, che invece la legge imporrebbe di condurre alla luce del sole. In questi casi viene integrato un *artificio*, quale risultante dell'omissione di informazioni e del compimento di un'operazione finanziaria effettiva. Come detto, la *rilevanza collettiva degli interessi coinvolti* dalla manipolazione e la *natura impersonale della vittimizzazione*, che passa attraverso relazioni contabili anonime, inducono ad una lettura differente dell'artificio nell'art. 185 t.u.f., rispetto a quella affermatasi tra gli interpreti dell'art. 640 c.p.: i principi di trasparenza e di efficienza che informano l'ordinamento finanziario impongono pertanto di considerare artificiose condotte che, *nelle relazioni patrimoniali tra privati*, non sarebbero penalmente tipiche e che si concretizzano nella sottrazione al mercato di un dato significativo che il pubblico degli operatori avrebbe diritto a conoscere.

Quando l'omissione non rientra nel contesto di una più ampia comunicazione al mercato, ma accede ad un'operazione di cui è obbligatorio dare notizia agli altri operatori, la mancata diffusione dell'informazione non ricade entro l'ambito di una forma di aggiotaggio 'nominata', cioè della *diffusione di notizie false*, bensì – fondendosi con

(42) Peraltro, sia detto per inciso, l'inadempimento della corretta informazione al mercato quando richiesta dalla Consob, trasforma l'aggiotaggio in un esempio di *modello ingiuriale* di tutela penale del mercato, come presidio punitivo alle richieste dell'autorità di settore. Per una recente pronuncia di merito sulla rilevanza ai sensi dell'art. 187-ter t.u.f. dell'occultamento di un'informazione economicamente rilevante su richiesta della Consob ex art. 114, co. 5, d. lgs. 58/1998, cfr. Corte App. Torino, 23 gennaio 2008, Pres. Troiano, Rel. Patti, in *Società*, 2008, 1103, con nota di SPORTA CAPUTI F., *La manipolazione del mercato nella forma di comunicato stampa deceptivo su iniziative societarie*. La Corte ha, peraltro, qualificato la fattispecie concreta ai sensi del solo art. 187-ter t.u.f., come illecito amministrativo di manipolazione del mercato, sulla base della 'carica' di idoneità decettiva della condotta di falsità posta in essere.

l'operazione effettiva – 'reagisce' generando un *artificio*, che ricade nella clausola generale di chiusura di cui all'art. 185 t.u.f., cioè il *compimento di altri artifici* idonei ad alterare il prezzo di strumenti finanziari.

La conclusione appare allora demistificante: le condotte di omissione di informazioni che si vorrebbe ricondurre alla fuorviante etichetta 'aggiotaggio omissivo', lungi dal costituire delle manipolazioni *omissive*, vanno correttamente inquadrare nel contesto della comunicazione *in cui non compaiono* o dell'operazione *che non comunicano* al mercato, dando luogo, rispettivamente, alla *falsità della comunicazione al pubblico* e all'*artificiosità dell'operazione effettiva di borsa*.

Più a monte, si può quindi mettere in discussione l'utilità della ricerca sulla natura attiva o omissiva della condotta che viola un obbligo di informazione al mercato: ciò che rileva, infatti, per l'ordinamento finanziario, anche alla luce dei principi comunitari ed internazionali in tema di trasparenza e veridicità dell'informazione societaria e finanziaria (43), è che gli operatori *assicurino un quadro fedele della propria situazione economico-finanziaria* (44). La veridicità dell'informazione finanziaria è un'obbligazione *di risultato* e non *di mezzi*: ricorrere a dichiarazioni in sé veritiere è solo un primo passo, poiché occorre che il complessivo quadro rappresentativo fornito al mercato sia corrispondente alla realtà, cioè non contenga reticenze o incompletezze. L'ordinamento finanziario è ben conscio che, anche in tema di informazione finanziaria, la 'moneta cattiva' – l'informazione carente e lacunosa – scaccia 'la moneta buona' – l'efficacia rappresentativa delle dichiarazioni veridiche –, cioè priva di capacità informativa i dati, pur veritieri, che compaiano correttamente nel documento di bilancio o nelle varie comunicazioni trasmesse al mercato.

(43) L'evoluzione della normativa europea si è arricchita recentemente, oltre alla Direttiva sugli abusi di mercato, della Direttiva in materia di prospetti informativi (n. 2003/71/CE) e della cosiddetta Direttiva *transparency* (n. 2004/109/CE).

(44) Cfr. la testuale espressione impiegata dall'art. 2 della c.d. quarta direttiva societaria del 1978, prima citata.

##### 5. *La manipolazione del mercato come fattispecie ad analogia esplicita.*

Ritenere artificioso *ogni comportamento che conduca dolosamente il pubblico degli investitori all'erronea rappresentazione della situazione del mercato* significa ammettere che la fattispecie penale di cui all'art. 185 t.u.f. non fornisce specificamente i tratti di tutte le condotte disvolte. L'estremo della realizzazione di 'altri artifici' è, in effetti, privo di capacità immediatamente descrittive: si tratta di uno *standard*, ovvero di un *criterio generale di scelta* (45), in base al quale viene attribuita una *qualifica di artificiosità* a condotte che, isolatamente considerate, possono anche essere *lecite*.

Lo *standard* non definisce tutte le circostanze che sono rilevanti per l'attribuzione della qualifica alla condotta, ma è piuttosto il *criterio* per individuare quali connotati del caso concreto debbano essere considerati e, al contempo, il *parametro* per valutarli. La norma legale non si occupa di definire il ruolo giocato dalla tipologia del titolo oggetto di manipolazione, dalla competenza delle controparti contrattuali, dalla profondità del mercato, dai volumi di scambio, dalle circostanze di tempo in cui la condotta viene tenuta, dall'ammontare e dalla conformazione degli ordini impartiti agli intermediari dal presunto manipolatore. Tali dati vengono riassunti in una formulazione di carattere generale, che esprime, però, la nota di disvalore che deve essere rinvenuta nell'operazione speculativa per giustificarne la punibilità: in relazione alla situazione concreta in cui viene tenuta la condotta, questa deve essere stata *in grado di trarre in inganno gli operatori che compongono il mercato* (46).

Evidentemente, la 'flessibilità' dell'incriminazione impone una 'contropartita' in termini di *determinatezza* della fattispecie: il grado di precisione della norma è inversamente proporzionale al tasso di generalità della disposizione normativa; peraltro, la dicotomia tra regola

(45) Sullo *standard* come strumento normativo, è d'obbligo il rinvio al pionieristico saggio di EHRLICH I.-POSNER R.A., *An Economic Analysis of Legal Rulemaking*, in 3 *J. Legal Stud.*, 1974, 258, i quali definiscono lo *standard* «a general criterion of social choice».

(46) Lo *standard* si sottrae all'obsolescenza determinata dal passare del tempo, poiché non definisce il tipo di circostanze che devono condurre all'infrazione della sanzione, né il peso che devono avere nella formulazione del giudizio, ma si limita a identificare i caratteri generali che il fatto concreto deve presentare per determinare l'applicabilità della norma incriminatrice; cfr. EHRLICH I.-POSNER R.A., *An Economic*, cit., 277.



(*rule*) – intesa come norma che identifichi direttamente tutti i presupposti per la propria applicazione – e *standard* (47) non possiede un carattere definitivo ed i due estremi rappresentano le *species* estreme di un *continuum* (48), tanto che una commistione o incontro tra essi può essere concepito e, forse, auspicato (49).

La formulazione dell'art. 185 t.u.f. impone di chiarire un dubbio: a prescindere da ogni considerazione di legittimità costituzionale, il riferimento a generici «altri artifici», dopo l'enucleazione di due precisi moduli comportamentali come la diffusione di notizie false e il compimento di operazioni simulate, permette al giudice di integrare in via analogica la norma?

Secondo un noto orientamento dottrinale, l'analogia sarebbe un *modo di interpretare*, non la norma, ma l'*ordinamento giuridico* (50): l'art. 12 delle pre-leggi, autorizzando l'interprete a ricorrere all'analogia, ricolleggerebbe a tutte le ipotesi concrete, che presentino un connotato di similitudine rispetto a fattispecie astratte esistenti, *identiche conseguenze giuridiche*; ad ogni disposizione legale espressa dell'ordinamento corrisponderebbero ulteriori norme che si applicano a casi simili a quelli previsti dalle prime, sinteticamente raggruppati nella locuzione 'casi

(47) La dicotomia 'regola vs. *standard*' non deve essere confusa con la dicotomia 'regola vs. principio'. Nell'impostazione di Ehrlich e Posner, infatti, il principio non è altro che l'insieme delle considerazioni di politica del diritto che precedono e riempiono di contenuto una regola (cfr. EHRlich I. - POSNER R.A., *An Economic*, cit., 260). Sulla distinzione tra regola e principio v. anche, di recente, SOTIS C., *Il diritto*, cit., 251 ss.

(48) Sulla gradualità della distinzione tra *rules* e *standards*, EHRlich I. - POSNER R.A., *An Economic*, cit., 258.

(49) Solitamente l'introduzione di un regola comporta un rilevante tasso di rigidità del campo applicativo della stessa, generando problemi di imperfetta sovrapposizione – sia per eccesso (*overinclusion*) che difetto (*underinclusion*) – tra condotte *effettivamente regolate* e quelle che *dovrebbero essere regolate*, tra campo applicativo della norma e scopi da essa perseguiti. Da tempo si consiglia, perciò, di accompagnare la regola con uno *standard*; è quello che accade, ad esempio, nel campo delle norme cautelari, nei rapporti tra colpa specifica e colpa generica: la posizione di un limite di velocità ben preciso è accompagnato dalla presenza dello *standard* della velocità ragionevolmente più bassa in caso di particolari condizioni del manto stradale; allo stesso modo la presenza di una regola rigida è accompagnata dalla possibilità di derogarvi in presenza di particolari circostanze (si pensi ai casi in cui l'eccesso di velocità sia determinato da un'emergenza): in questa ipotesi, alla violazione della *regola* cautelare avente un contenuto preciso, viene apportata una deroga tramite una disposizione che presenta i caratteri di uno *standard* (*in primis* viene in considerazione l'art. 54 c.p.).

(50) Sull'analogia come modo di interpretare l'ordinamento, cfr. GALLO M., *Appunti di diritto penale*, Torino, I, 1999, 103 ss.

simili'. All'ordinamento 'visibile', composto da norme espresse, finirebbe perciò per sovrapporsi una sorta di 'ordinamento parallelo' (51). Questo fenomeno di '*sdoppiamento delle norme giuridiche* emergerebbe episodicamente in forma esplicita, nelle disposizioni, anche penali, denominate ad *analogia esplicita* (il cui paradigma è generalmente individuato nell'art. 121 t.u.l.p.s. (52)); esse contengono un'elencazione di ipotesi e si chiudono con un solo elemento elastico, una locuzione di sintesi in cui si fa riferimento ai casi simili a quelli previsti espressamente (53). Come noto, il discrimine tra ipotesi in cui l'allusione a casi simili effettuata dal legislatore chiami il giudice a

(51) Come notato da Vassalli (*Analogia nel diritto penale*, in *Dig. disc. pen.*, I, Torino, 1987, 159), risulta improduttivo di sicure definizioni il tentativo di segnare una discontinuità tra analogia e interpretazione estensiva, nel senso che la prima scoprirebbe una norma nuova generata ricorrendo a un principio elaborato a partire da una norma espressa, mentre la seconda sarebbe la mera scoperta, da parte dell'interprete, di un contenuto più ampio non chiaramente enunciato, che riposa al di sotto del contenuto letterale della norma (differenza sostenuta da GIANNINI M.S., *L'analogia giuridica*, in *Jur.*, 1941, 519 ss.). La distinzione tra analogia e interpretazione estensiva è, come noto, graduale e quantitativa, non qualitativa: posto che «l'interpretazione estensiva è un'analogia "facile", ritenuta (o pretestuosamente fatta passare per) accettabile dal senso comune dei giuristi; l'analogia è un'estensione che richiede giustificazione» (GIANFORMAGGIO L., *Analogia*, in *Dig. disc. priv.*, I, Torino, 1987, 327), tale distinzione non garantisce la tassatività della norma penale, anche perché è facilmente aggirabile da un legislatore pigro, cui basta ricorrere a clausole generali e *standard*, come notato da ZACCARIA G., *L'ermeneutica e la filosofia del diritto*, in *L'arte dell'interpretazione*, Padova, 1990, 61. Scettica sulla distinzione tra analogia e interpretazione estensiva anche DI GIOVINE O., *L'interpretazione nel diritto penale*, Milano, 2006, 268 ss. Si deve, quindi, concordare con chi ritiene che, al di fuori dai casi in cui non sia possibile associare un dato significato all'area semantica di una parola, ogni opzione interpretativa sia astrattamente consentita e la sua plausibilità dipende dal confronto tra l'ipotesi interpretativa e il contesto di riferimento, discendendo questa conseguenza dalla drammatica insufficienza del linguaggio umano a descrivere la molteplicità del reale; su quest'ultima notazione v. VIOLI P., *Significato ed esperienza*, 2001, Milano, 353.

(52) Il co. 1 della disposizione, ora abrogato dall'art. 6, D.P.R. 28 maggio 2001, n. 311, così recitava: «Salve le disposizioni di questo testo unico circa la vendita ambulante delle armi, degli strumenti atti a offendere e delle bevande alcoliche, non può essere esercitato il mestiere ambulante di venditore o distributore di merci, generi alimentari o bevande, di scritti o disegni, di cencio, saltimbanco, cantante, suonatore, servitore di piazza, facchino, cocchiere, conduttore di autoveicoli di piazza, barcaiolo, lustrascarpe e mestieri analoghi, senza previa iscrizione in un registro apposito presso l'autorità locale di pubblica sicurezza. Questa rilascia certificato della avvenuta iscrizione».

(53) Per una riflessione in chiave problematica sulle fattispecie ad analogia esplicita, BRICOLA F., *La discrezionalità nel diritto penale. Nozione e aspetti costituzionali*, ora in Canestrari S.-Melchionda A. (a cura di), *Scritti di diritto penale. Opere monografiche*, Milano, 2000, 211 e GROSSO C.F., *L'art. 121 Testo Unico delle leggi di pubblica sicurezza 18-6-1931 n. 1772 e il divieto di analogia in diritto penale*, in *Giur. it.*, 1961, 13 ss.

compiere un *mero giudizio di natura interpretativa* – consentito – ovvero un *integrazione di natura creativa* – vietata – consiste nella possibilità di inquadrare i comportamenti espressamente descritti in un *genere ben definito*, entro cui poi ricercare i comportamenti simili a quelli esplicitamente considerati. Se i comportamenti descritti dal legislatore sono omogenei, l'elencazione avrebbe un carattere *esemplificativo*, espressivo di un *genere di condotte dai contorni precisi*, cui la formulazione 'casi simili', 'casi analoghi' non farebbe che rinviare. Nel caso in cui, invece, le esemplificazioni fornite dal legislatore siano eterogenee o numericamente insufficienti (ad esempio: un solo tipo di comportamento seguito dal riferimento a casi simili non altrimenti definiti) il rinvio a 'casi simili' darebbe ingresso ad un inaccettabile esercizio di *discrezionalità da parte del giudice* (54).

In presenza di un'elencazione eterogenea di ipotesi, o dell'indicazione di una sola situazione, ovvero ancora qualora la disposizione esaurisca nell'elencazione tutti i possibili elementi del *genus* e, nonostante ciò, richiami ulteriori 'casi simili', il giudice sarebbe legittimato a procedere analogicamente *dalla disposizione* oggetto di interpretazione, ma *non dall'ordinamento* (55).

Rispetto alla formulazione dell'art. 185 t.u.f., eventuali rilievi sulla natura di fattispecie ad analogia esplicita della disposizione parrebbero da respingere: sono infatti indicate *due condotte* precisamente descritte, mentre il sintetico riferimento agli «altri artifici» rappresenta l'esplicitazione di un *genere di azioni* che i primi due moduli comportamentali si limitano ad esemplificare (56). L'accostamento tra la descrizione di due specifiche pratiche manipolative e la formula degli

(54) Nel senso indicato nel testo, BRICOLA F., *La discrezionalità*, cit., 299 ss. Per questa impostazione del problema v. anche MARINUCCI G.-DOLCINI E., *Corso di diritto penale*, Milano, 2001, 181 ss. Anche la Corte costituzionale (C. cost. 9 luglio 1963 n. 120, in *Giur. cost.*, 1963, 1363 ss.) ha ritenuto conformi, rispetto al principio di tassatività, elencazioni di situazioni aventi caratteri omogenei e, invece, difformi rispetto allo stesso principio gli elenchi di situazioni eterogenee seguite da riferimento ad altri casi simili.

(55) Questa la nozione di analogia di GIANNINI M.S., *L'analogia*, cit., 519 ss.

(56) Con riferimento all'art. 2637 c.c., ritiene che la sola espressione operazioni simulate introduca a scopo esemplificativo il concetto di altri artifici SEMINARA S., *L'aggiotaggio*, cit., 555.

«altri artifici» illumina un carattere indefettibile che deve possedere qualsiasi condotta per essere ritenuta tipica: la *nota di fraudolenza* (57).

Il modello descrittivo proprio dell'art. 185 t.u.f. ricalca, peraltro, precedenti codicistici ben noti, anche se attinenti a fattispecie poste a tutela di interessi differenti: si pensi alla locuzione «fatto diretto a cagionare il crollo di una costruzione o parte di essa *ovvero un altro disastro*» che compare all'art. 434 c.p. In entrambi i casi, il vero fulcro della norma non risiede nelle ipotesi 'nominate', ma in quelle 'innominate' racchiuse entro la clausola generale '*artificio*' o '*disastro*': sono queste ultime espressioni ad evidenziarsi come minimo comune denominatore rispetto alle ipotesi precisamente descritte, che vengono anzi reinterpretate alla luce del concetto di portata generale. Rispetto all'art. 434 c.p., solo il crollo che tocchi le proporzioni del disastro sarà considerato tipico (58), mentre, per quanto attiene alla manipolazione del mercato, anche entro la diffusione di notizie false ed il compimento di operazioni simulate devono essere rinvenute note modali *autenticamente artificiose* (59), cioè *effettivamente capaci di produrre una rappresentazione infedele della realtà*.

Proseguiamo nel parallelismo con la fattispecie di cui all'art. 434 c.p.: in entrambe le ipotesi, il reato si caratterizza per una *propensione causale*, nell'un caso alla produzione *di pericoli per l'incolumità pubblica*, qualunque percorso eziologico venga in concreto in considerazione, nell'altro alla

(57) Sulla fraudolenza come carattere tipizzante delle condotte descritte dall'art. 2637 c.c., SEMINARA S., *L'aggiotaggio*, cit., 556. Di qui, la sostanziale superfluità dell'enucleazione legislativa della diffusione di notizie false e della conclusione di negozi simulati posto che la *causa* della punizione di queste condotte consiste nella loro natura artificiosa; d'altra parte l'artificio mostra da tempo di potere reggere, in endiadi con il raggio (sul concetto, v. MANTOVANI F., *Diritto penale, P.te spec., Delitti contro il patrimonio*<sup>19</sup>, Padova, 2009, 183), una intera incriminazione: è infatti il caso dell'art. 640 c.p., in cui infatti la dilatazione della fattispecie dipende direttamente da una interpretazione lata del concetto di artificio e raggio, fino a includere la menzogna. FIANDACA G.-MUSCO E., (*Diritto penale, P.te spec., Delitti contro il patrimonio*<sup>5</sup>, Bologna, 2007, 176), al fine di limitare l'ambito applicativo della truffa entro limiti ragionevoli, appuntano la loro attenzione sulla giustificabilità dell'affidamento riposto dalla vittima nel presunto truffatore, ritenendo legittima solo la fiducia sorretta da elementi di verosimiglianza ovvero quella necessitata dalla disparità di competenze o dalla impossibilità di controllo sulla condotta del truffatore.

(58) Sulla tipicità del crollo disastroso, MARINUCCI G., *Crollo di costruzioni*, in *Enc. dir.*, XI, Milano, 1962, 411; di recente, GARGANI A., *Il danno qualificato dal pericolo*, Torino, 2005, 311 ss.

(59) Sulla necessità dell'artificiosità di tutte le condotte di cui alle norme incriminatrici dell'aggiotaggio, MUCCIARELLI F., *Aggiotaggio*, cit., 427; ROSSI A., *Le fattispecie*, cit., 2662.

determinazione di pericoli per gli investimenti collettivi; in particolare, l'attitudine causale della condotta si manifesta come idoneità ingannatoria per gli operatori del mercato, indipendentemente dal tipo di espediente che venga in concreto prescelto dal manipolatore. Anche se l'evento di danno all'incolumità pubblica o agli investimenti esorbita dalla considerazione della fattispecie, e forse neppure è ipotizzabile, il reato rimane comunque una fattispecie causalmente orientata, rispetto ad un evento intermedio – il disastro o l'inganno del mercato – precedenti alla lesione degli interessi protetti, che non è necessario si realizzino per l'integrazione del tipo.

Da questa visuale emerge anche il motivo per cui, recentemente, alcuni interpreti della norma abbiano spesso indugiato sull'intenzione e, in generale, sull'elemento soggettivo per qualificare una data pratica di mercato come manipolativa (60). L'art. 185 è una fattispecie causale e, come in tutte le fattispecie causali, la condotta tipica si determina in funzione dell'elemento soggettivo (61). Non che l'intenzionalità 'prava' costituisca il motivo dell'incriminazione ed esaurisca il disvalore della fattispecie, tutt'altro: il dolo costituisce il punto di riferimento per l'individuazione della condotta oggettivamente pericolosa per il mercato. La manipolazione è, in un certo senso, un reato a forma libera (62), in cui la condotta illecita si determina in funzione della scelta del tipo di tecnica manipolativa utilizzata, del progetto speculativo perseguito dall'intenzione del manipolatore. Rispetto all'185, t.u.f., l'azione dolosa di manipolazione del mercato viene delimitata in ragione della scelta del mezzo ingannatorio da parte del manipolatore e la tipicità troverà il proprio esordio nell'uso di quel mezzo (63).

Per evitare che il mercato sia dominato da un intervento penale sconfinato, idoneo a reprimere qualsiasi operazione commerciale in cui

(60) Ci pare vadano in questo senso le riflessioni di Gilotta rispetto alle condotte di manipolazione basate sul compimento di operazioni effettive, cfr. GILOTTA S., *Manipolazione*, cit., 1312 ss.

(61) Sulla capacità tipizzante dell'elemento soggettivo rispetto alle fattispecie causali, MARINUCCI G., *Crollo*, cit., 420; GALLO M., *Colpa penale*, VII, Milano, 1960, 633.

(62) Nel senso della sostanziale libertà delle forme di perpetrazione dell'aggitaggio e della manipolazione, ROSSI A., *Le fattispecie*, cit., 2661.

(63) La capacità tipizzante della scelta del mezzo concretamente impiegato per manipolare il mercato si pone in totale parallelismo con quanto accade nell'ipotesi del disastro innominato, come chiarito da MARINUCCI G., *Crollo*, cit., 420.

sia, come naturale, insita una nota di dissimulazione ed azzardo (64), occorre interpretare l'artificio come un'azione oggettivamente ingannatoria, nutrita di un progetto speculativo illecito, di un'intenzione programmatrice che sfrutti e potenzi i caratteri destabilizzanti dell'operazione a rispetto al mercato: solo dalla 'simbiosi' tra intenzione e condotta emerge la reale cifra tipizzante dell'illecito (65).

È, pertanto, da segnalare quando ed a quali condizioni gli artifici possono aprire la porta ad un'integrazione analogica della fattispecie: ciò può accadere ogni volta che l'intervento ermeneutico del giudice si arresti al significato linguistico del termine.

È, infatti, il senso del disvalore espresso dal termine artificio – la capacità di creare una realtà di mercato apparente e perciò fuorviante – e non il confine semantico della parola a costituire il limite invalicabile per l'interprete: alla luce di ciò, è scorretto applicare la fattispecie della manipolazione del mercato a fatti privi dei connotati della rappresentazione fuorviante, mentre è legittimo, in quanto mera applicazione della norma, attribuire rilevanza penale alle condotte che, pur lecite in sé, siano capaci, in relazione al contesto, di dipingere una situazione di mercato differente da quella reale.

Riferendosi all'artificio, e non piuttosto ad un comportamento puntualmente descritto, il legislatore ha cristallizzato una qualità negativa, un elemento espressivo di un giudizio di disvalore: l'interpretazione consiste nell'applicazione della fattispecie a comportamenti dotati di un disvalore omogeneo a quello espresso dal lemma artificio; l'analogia comincia con l'estensione della norma incriminatrice a fatti espressivi di un disvalore – oggettivo e soggettivo – eterogeneo (66).

(64) Sul rischio di un intervento penale eccessivo sui mercati finanziari v. già PEDRAZZI C., *Problemi*, cit., 94, che attribuisce una qualità selettiva all'elemento soggettivo del reato di aggitaggio, al fine di limitare entro limiti ragionevoli l'ampiezza della fattispecie.

(65) Proprio prendendo le mosse da questa considerazione è possibile neutralizzare il rischio nozione di artificio eccessivamente estesa. Non a caso, quindi, la fattispecie codicistica di aggitaggio contemplava il dolo specifico. Il rischio di un'eccessiva capacità incriminatrice dell'aggitaggio è sottolineato, rispetto all'art. 2637 c.c., da SEMINARA S., *L'aggitaggio*, cit., 364 s., che, infatti, sottolinea la necessità di un'interpretazione rigorosa mirata a individuare l'intrinseca e oggettiva idoneità ingannatoria della condotta concreta.

(66) Per un'impostazione generale dell'analogia in diritto penale come procedimento interpretativo in cui l'omogeneità valutativa dei fatti da sanzionare costituisce il reale riferimento e risponde alla reale esigenza garantista sottesa al divieto dell'analogia stessa, cfr.

6. *Ai confini dell'artificio punibile: le esenzioni di cui all'art. 187-ter, co. 4 t.u.f. ed i safe harbours di cui all'art. 183 t.u.f.*

Dopo avere indagato il fulcro della fattispecie penale di manipolazione del mercato, è indispensabile perimetrarne i confini, guardando ad una serie di esenzioni che ritagliano, estromettendole dal tipo, variegata tipologie di condotte che pure interagiscono con il funzionamento degli scambi e sono idonee a modificarne artificialmente l'andamento.

Il fatto che comportamenti differenti, ma dotati della medesima capacità di alterare il prezzo degli strumenti finanziari, siano ora puniti ora esentati dalla sanzione criminale testimonia come, nel contesto finanziario, l'artificio e la fraudolenza siano *qualifiche normative* non connotate naturalisticamente in termini di azione o omissione. Definire un'operazione come artificiosa, e quindi manipolativa, è un processo frutto di un bilanciamento tra esigenze di flessibilità del tipo penale, espresse dal contesto fattuale di riferimento, cioè il mercato, e garanzia degli interessi tutelati dal reato di cui all'art. 185: nelle ipotesi di cui agli artt. 183 e 187-ter t.u.f., l'ordinamento tollera una parziale alterazione del corretto funzionamento del mercato, per tutelare interessi più direttamente esposti a pericolo (ad esempio, la liquidità di un emittente) o bisognosi di implementazione (si pensi al raggiungimento di finalità di politica valutaria o alla stabilizzazione di un titolo).

6.1. *Le condotte manipolative conformi a prassi di mercato ed eseguite per motivi legittimi.*

L'art. 187-ter, co. 4 t.u.f. inibisce la responsabilità amministrativa – e, a fortiori, quella penale – per coloro che abbiano tenuto condotte astrattamente considerabili come manipolative, ma che dimostrino «di aver agito per motivi legittimi e in conformità alle prassi di mercato ammesse nel mercato interessato».

PALAZZO F.C., *Regole e prassi dell'interpretazione penalistica nell'attuale momento storico*, in AA.VV., *Dir. priv.*, 2001-2002, VII-VIII, *L'interpretazione e il giurista*, Padova, 2003, 520 ss.

La presenza di un motivo legittimo e di una prassi di mercato (67) rende dunque non sanzionabili le operazioni idonee a fornire indicazioni false o fuorvianti e le transazioni che, anche per il tramite dell'intervento di più persone – fissano il prezzo di uno o più strumenti finanziari ad un livello anomalo o artificiale (68).

È bene sottolineare come questa disposizione, benché potenzialmente dirompente dal punto di vista dell'inquadramento teorico, sia attualmente 'muta', ovvero senza possibilità di pratica applicazione.

Quanto ai motivi legittimi, non vi è; infatti, alcuna definizione normativa, né di livello primario, né secondario, né si possono individuare nella prassi dei criteri per rintracciarla. I motivi legittimi che

(67) Sottolinea come non sia sufficiente a garantire l'esenzione dalla responsabilità penale il mero operare in conformità alla prassi di mercato, poiché l'esenzione richiede anche il motivo legittimo dell'azione, AMATI E., *La disciplina degli abusi di mercato*, in Insolera G. (a cura di), *La legislazione penale compulsiva*, Padova, 2006, 221.

(68) Identica, a questo proposito, la situazione dell'ordinamento inglese, in cui la section 130A(3) del FSMA e l'attività regolatoria della autorità di governo del mercato di quello stesso ordinamento, precisamente il *Code of Market Conduct 1* (MAR 1) Annex 2G, esplicitano solo i criteri per l'ammissione di una prassi: «MAR 1 ANNEX 2 – Accepted market Practices: Table: Part 1 – General – 1. G – An accepted market practice features in section 118 in the following ways: (1) it is an element in deciding what is inside information in the commodity markets (and see MAR 1.2.17 G to MAR 1.2.19 UK); (2) it provides a defence for market abuse (manipulating transactions). 2. G – The FSA will take the following non-exhaustive factors into account when assessing whether to accept a particular market practice: (1) the level of transparency of the relevant market practice to the whole market; (2) the need to safeguard the operation of market forces and the proper interplay of the forces of supply and demand (taking into account the impact of the relevant market practice against the main market parameters, such as the specific market conditions before carrying out the relevant market practice, the weighted average price of a single session or the daily closing price); (3) the degree to which the relevant market practice has an impact on market liquidity and efficiency; (4) the degree to which the relevant practice takes into account the trading mechanism of the relevant market and enables market participants to react properly and in a timely manner to the new market situation created by that practice; (5) the risk inherent in the relevant practice for the integrity of, directly or indirectly, related markets, whether regulated or not, in the relevant financial instrument within the whole Community; (6) the outcome of any investigation of the relevant market practice by any competent authority or other authority mentioned in Article 12(1) of the Market Abuse Directive, in particular whether the relevant market practice breached rules or regulations designed to prevent market abuse, or codes of conduct, be it on the market in question or on directly or indirectly related markets within the Community; and (7) the structural characteristics of the relevant market including whether it is regulated or not, the types of financial instruments traded and the type of market participants, including the extent of retail investors participation in the relevant market».

giustificano la commissione di una pratica di alterazione del mercato vanno intesi sempre in combinazione con la presenza di una *prassi ammessa*, poiché altrimenti si rischia di distogliere la repressione dal piano *oggettivo* del fatto per concentrarla su un piano *soggettivo*. Limitare l'efficacia della norma penale mediante eccezioni applicative incentrate su *motivi soggettivi* è altrettanto pericoloso che fondare l'incriminazione sullo *scopo fraudolento*: a ben vedere si tratta solo di un differente punto di vista, perché la punizione viene a dipendere in entrambi i casi dal riscontro della *presenza* o dell'*assenza* di una *finalità legittima* alla base dell'operazione finanziaria.

In alcuni ordinamenti europei sono già stati formalizzati dei motivi legittimi che escludano la responsabilità dell'operatore: ad esempio, l'autorità del mercato inglese (la FSA) ha fornito, nel *Code of Market Conduct*, una serie di parametri indicativi della natura illegittima dei motivi dell'azione (69), ma anche un elenco di fattori da tenere in considerazione per concludere che la condotta sia ispirata da motivi legittimi (70). Tendenzialmente il motivo è illegittimo in una serie di casi lapalissiani: 1) lo scopo dell'agente è di indurre altri ad acquistare, scambiare o muovere il prezzo di un dato titolo; 2) l'agente ha un'altra illegittima (sic!) ragione nascosta dietro la transazione o l'ordine; 3) la transazione è stata eseguita con modalità tali da creare impressioni false o fuorvianti rispetto agli altri operatori. Più utili appaiono le indicazioni di un presumibile motivo legittimo che determini la liceità dell'operazione:

- 1) la transazione persegue lo scopo di adempiere un obbligo legale o derivante dalla normativa secondaria rispetto ad un terzo soggetto;
- 2) la transazione è eseguita con modalità che tengano conto della necessità del mercato che le operazioni siano eseguite in maniera efficiente ed onesto;
- 3) la misura in cui la transazione apra una nuova posizione così creando un'esposizione ai rischi del mercato, piuttosto che chiuda una posizione e così rimuova un rischio di mercato;
- 4) la conformità della transazione con le regole del mercato di riferimento ad esempio con riguardo agli oneri di informazione e alle modalità con cui deve essere eseguita la transazione.

Recentemente, una pronuncia del Tribunale di Milano ha ritenuto che l'assenza di definizione normativa autorizzi il giudice «a scandagliare il campo dei motivi» per giungere all'identificazione della reale

(69) Cfr. *Code of market conduct*, 1.6.2.

(70) Cfr. *Code of market conduct*, 1.6.6., E.

motivazione sottesa all'operazione: qualora il manipolatore determini in modo forzato, in prima persona, un prezzo che dovrebbe essere invece la domanda e l'offerta tra i diversi operatori a definire, la motivazione del suo agire non può essere considerata legittima (71).

Con specifico riferimento alle *prassi di mercato*, a livello *comunitario*, la direttiva 2004/72/CE della Commissione, ulteriormente specificata dal documento CESR/04-505b (sezioni II e III) (72), stabilisce una serie di principi rispetto a cui le prassi devono essere congruenti al fine di essere riconosciute da un'autorità di controllo sul mercato.

Sul sito *web* del Cestr sono ad oggi stati pubblicati solo sei provvedimenti di riconoscimento di prassi di mercato, emanati dalle autorità di controllo del mercato di Grecia, Austria, Francia, Portogallo e Spagna (73) e tale riconoscimento verte, peraltro, su pratiche eterogenee.

(71) Trib. Milano, 26 febbraio 2007, in *Corr. Merito*, 2007, cit., 917. La motivazione, almeno secondo il Tribunale milanese, non può essere considerata legittima, quando l'operatore non miri semplicemente all'acquisto di un dato ammontare di azioni a un prezzo che non deve superare un valore limite, non è cioè un 'obiettivo-quantità', ma un 'obiettivo-prezzo', cioè si cerchi di fare raggiungere un determinato valore al prezzo del titolo bersaglio. La distinzione, agevole concettualmente, può essere di arduo riscontro pratico, poiché l'acquisto di un dato quantitativo di azioni è spesso in grado di determinare una variazione significativa del prezzo: determinare se l'obiettivo del manipolatore fosse l'acquisto di azioni, oppure l'effetto derivato, non può che dipendere dalle risultanze fattuali concrete o, in assenza di queste, da un'improbabile indagine psicologica.

(72) In particolare, il documento del Cestr fissa un *format* che le autorità nazionali di controllo sul mercato dovranno seguire per stilare i provvedimenti di riconoscimento di una prassi di mercato. Queste verranno progressivamente pubblicate sul sito *web* del Cestr. La situazione in tema di prassi di mercato ammesse a livello europeo è ripercorsa da SIEMS M.M., *The EU Market Abuse Directive: a Case-Based Analysis*, disponibile alla seguente URL: <http://ssrn.com/abstract=1066603>, 21, reperibile anche in 2 *L. Fin. Mkt. Rev.*, 2008, 39 ss. Sulle prassi di mercato ammesse, anche alla luce delle *guidelines* del Cestr, cfr. ROMIOTTI T.E., *Ricepimento della direttiva "Market abuse" e nuove linee guida del Cestr*, in *Società*, 2005, 1309 ss.

(73) Di recente, la *Hellenic Capital Market Commission*, con provvedimento del 2 gennaio 2009, ha considerato ammissibile la pratica di acquisire azioni proprie da parte di un emittente al fine di detenerle per una futura acquisizione di azioni di un'altra compagnia. L'autorità portoghese e quella spagnola hanno ammesso, nel rispetto di precisi obblighi e procedure, la pratica dei *liquidity contracts*, con cui un emittente consegna danaro o proprie azioni a un intermediario, affinché compia operazioni di vendita o acquisto di azioni dell'emittente stesso, in modo da assicurare liquidità agli scambi e garantire una maggiore stabilità delle quotazioni. Il 22 marzo 2005, l'*Autorité des Marchés Financiers* francese ha ammesso i *liquidity contracts* e le operazioni di acquisto, da parte di emittenti quotati, di propri titoli, come strumento di pagamento nel contesto di futuri programmi acquisizione di altre società. Il 4 gennaio 2005, la *Financial Market Authority* austriaca ha accettato la pratica delle

Ne deriva uno scenario frastagliato, in cui una condotta viene accettata in alcuni mercati, mentre continua ad essere punibile, almeno astrattamente, in altri, perché le autorità competenti in questi ultimi ritengono quel tipo di operazione una pratica dannosa o, perché, semplicemente, gli organismi di sorveglianza agiscono con maggiore lentezza nell'applicazione della normativa in tema di *market abuse*.

Più in generale, è impossibile aspirare ad una completa uniformità tra le prassi ammesse nei diversi Stati della Comunità, perché una serie di fattori 'locali' influiscono sull'ammissibilità di una stessa tipologia di condotta finanziaria: vengono in considerazione, soprattutto, le differenze di profondità, dimensioni e liquidità tra i mercati mobiliari dei vari Paesi membri, che possono rendere una medesima operazione ora utile ora dannosa, a seconda dei contesti in cui è compiuta (74).

La disomogeneità può essere, in sostanza, una conseguenza obbligata delle diversità di *struttura economica* dei mercati europei; ciò, però, può comportare delle difficoltà di qualificazione *giuridica* per quelle condotte che possiedano requisiti di collegamento con più Stati membri, in alcuni dei quali la condotta sia legittima, in quanto riconducibile ad una prassi ammessa, mentre in altri permanga illecita (75).

A nostro avviso, in mancanza di indicazioni diverse da parte dell'art. 187-ter co. 4 t.u.f., è irrilevante che la prassi sia stata ammessa dalla Consob o da un altro regolatore europeo: ciò che conta è che il comportamento tenuto in concreto ricada tra le tipologie di operazioni che siano state ammesse dall'autorità competente sul mercato in cui si producono gli effetti della condotta, anche se questa è stata integrata 'a cavallo' di più ordinamenti. Deve pertanto considerarsi lecita, ad esempio,

*valuation transactions*, con cui un operatore finanziario può agire contemporaneamente come venditore e acquirente di propri *bonds* (titoli di debito) o di *bonds* pubblici al fine di fornire al mercato un prezzo di riferimento. Per più precisi riferimenti, cfr. la seguente URL: <http://www.cesr-eu.org/index.php?page=groups&mac=0&id=51>.

(74) L'inevitabilità delle asimmetrie rispetto alle prassi ammesse è constatata da SIEMS M.M., *The EU*, cit., 21.

(75) L'evenienza potrebbe essere frequente quando sia coinvolto il nostro ordinamento: ai sensi dell'art. 182 t.u.f., infatti, la legge italiana è applicabile ai fatti che coinvolgono titoli quotati su mercati italiani, anche se commessi all'estero ed anche (cfr. art. 182, co. 2 t.u.f.) qualora la manipolazione abbia a oggetto titoli quotati su mercati di altri Paesi membri dell'Unione.

l'operazione, non ammessa in Italia dalla Consob, che sia stata, invece, accettata dall'AMF (*Autorité des Marchés Financiers*) in Francia se la transazione è destinata ad avere efficacia sul mercato mobiliare francese. Questa soluzione è congruente con il fatto che l'accettazione di un tipo di condotta, a dispetto dei suoi tratti manipolativi, dipende dai caratteri del mercato in cui viene tenuta e dalle regole tecnico-operative predisposte dall'autorità di settore: se quest'ultima ritiene una tipologia di condotte manipolative *legittima*, perché coerente con il mercato di competenza, l'intervento del potere punitivo di un altro Stato membro, sulla base di un bagaglio di conoscenza sicuramente limitato, varrebbe a sanzionare un fatto privo di qualsiasi effetto destabilizzante per gli investimenti.

Fino al 2009, nel nostro ordinamento, è mancato un provvedimento della Consob atto a definire quali fossero le prassi di mercato ammesse; erano noti solo i criteri e le procedure di ammissione delle prassi che l'autorità intendeva seguire (cfr. rispettivamente artt. 40 e 41 Regolamento in materia di mercati) (76). Per avere effetto esimente, ai sensi dell'art. 187-ter co. 4, le prassi devono essere state, infatti, previamente riconosciute da parte dell'autorità di controllo.

Così, le prassi devono incrementare l'efficienza e l'integrità dei mercati, non contravvenendo a nessuna delle norme legali e regolamentari dirette a prevenire gli abusi di mercato (I e III considerando) e devono, inoltre, essere trasparenti (II considerando). Alla luce di quanto afferma l'ultimo periodo del I considerando – «dato che le prassi di mercato mutano rapidamente per soddisfare le esigenze degli investitori, le autorità competenti devono prestare attenzione all'emergere di nuove prassi di mercato» – è evidente anche la *ratio* funzionale di tali prassi: si tratta di modelli comportamentali standardizzati ed in perenne mutamento aventi lo scopo di velocizzare e rendere più agevoli i negozi finanziari tra gli investitori, al contempo garantendo la liceità e vincolatività delle transazioni concluse.

Con delibera 16839 del 19 marzo 2009, la Consob ha finalmente provveduto ad ammettere le prime due prassi, rispettivamente inerenti all'attività di sostegno della liquidità di un mercato e all'acquisto di azioni proprie per la costituzione di un c.d. magazzino titoli (77).

(76) «Regolamento recante norme di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 in materia di mercati», adottato con delibera n. 16191 del 29 ottobre 2007.

(77) Il testo completo del provvedimento è disponibile alla seguente URL: [www.consob.it/documenti/bollettino2009/d16839.pdf](http://www.consob.it/documenti/bollettino2009/d16839.pdf)

Leggendo i criteri stabiliti dalla Consob per l'ammissione delle prassi di mercato, si evince che l'art. 187-ter co. 4 prevede un'*esenzione da confini mobili*, da calibrare diversamente:

- a) *ratione mercatus*, ovvero a seconda del mercato interessato dalla prassi, in particolare con riferimento alla liquidità (art. 40, co. 1, lett. c Regolamento mercati), alla struttura del mercato stesso, al tipo di operatori e di strumenti oggetto di negoziazione, al peso degli operatori *retail*, vale a dire di piccoli investitori (art. 40, co. 1, lett. g Regolamento mercati);
- b) *ratione temporis*, posto che permane in capo all'autorità di vigilanza il potere normativo di rivedere in ogni tempo la liceità ed ammissibilità delle prassi di mercato (art. 40, co. 4 Regolamento Mercati); vi è, cioè, il potere amministrativo di restringere o ampliare l'ambito di liceità amministrativa e penale di certe condotte ai sensi degli artt. 185 e 187-ter t.u.f. Ovvi i problemi di riserva di legge e irretroattività che tale potere porta con sé, oltre ad un problematico inquadramento dogmatico di tale clausole di 'esenzione tramite ammissione', esplicitamente orientate dalla 'praxis'.

#### 6.1.1. *Inquadramento dogmatico ed efficacia pratica dell'esenzione di responsabilità di cui all'art. 187-ter, co. 4, t.u.f.*

L'art. 187-ter, co. 4, t.u.f. pone una serie di problemi interpretativi di non facile soluzione: in primo luogo, occorre capire quale sia l'*ambito di applicazione* dell'esenzione di responsabilità, ovvero per quali tecniche di manipolazione di mercato la presenza di un motivo legittimo che accompagni la conformità ad una prassi di mercato possa assumere efficacia esimente (in senso lato). In secondo luogo, si rende necessario definire l'*efficacia* della esenzione da responsabilità, se cioè essa, espressamente riferita alla sola illiceità amministrativa della condotta, si estenda alla responsabilità *penale*.

Subordinatamente al chiarimento in ordine all'efficacia dell'art. 187-ter, co. 4 t.u.f. anche rispetto alla responsabilità penale, occorre in terzo luogo prendere posizione in ordine alla *natura giuridica* della causa di

esenzione dalla pena: le opzioni variano dalla classificazione come *causa di esclusione della tipicità, scusante* ovvero come *causa di giustificazione*.

L'inquadramento dell'esenzione contenuta all'art. 187, co. 4 t.u.f. determina una serie di conseguenze, principalmente attinenti all'operatività oggettiva dell'esclusione della responsabilità, alla necessità che l'agente se ne rappresenti i presupposti, all'estendibilità di essa a tutti i concorrenti (nel caso non infrequente in cui la manipolazione sia attuata tramite un concerto tra più soggetti), alla rilevanza dell'erronea supposizione dell'esistenza della circostanza esimente (78).

Riguardo alla *definizione dell'ambito di applicazione* dell'esenzione, possiamo affermare che la limitazione dell'applicabilità dell'esenzione da responsabilità alle sole lett. a) e b) dell'art. 187-ter è priva di efficacia selettiva, posto che le descrizioni delle condotte sono formulate in termini così generali da ricomprendere *tutte le forme operative* in cui può concretizzarsi una manipolazione del mercato: possiamo, quindi, ritenere che la conformità alle prassi di mercato, assistita da un motivo legittimo, può così elidere la responsabilità dell'autore di *ogni possibile condotta manipolativa*.

Con riferimento all'*efficacia dell'esenzione rispetto alla responsabilità penale*, il disposto dell'art. 187-ter, co. 4, dettato con riferimento all'illecito amministrativo di manipolazione, vale *a fortiori* per l'illecito penale. Da un punto di vista di *coerenza di sistema*, non sarebbe, infatti, possibile che una condotta fosse priva di conseguenze *in relazione alla sanzione di minore contenuto afflittivo*, perché non ritenuta meritevole di reazione, mentre continuasse ad esigere la punizione più grave (79). D'altra parte, dal punto di vista *sostanziale*, risulterebbe incongruo sottoporre alla sanzione penale una condotta che risulta *rispettosa delle regole di mercato riconosciute* dalla Consob, intrapresa per un motivo *legittimo*, cioè che

(78) La classificazione influisce su molti altri aspetti di disciplina come, ad esempio, in materia di risarcibilità del danno non patrimoniale, o di sopravvivenza delle pene accessorie e degli effetti penali.

(79) L'applicabilità della disposizione anche alla fattispecie penale è sostenuta da LUNGHINI G., *La manipolazione del mercato*, in *Dir. pen. proc.*, 2005, 1480 ss. L'A. esclude che possa ritenersi intergrato il reato nel caso in cui vengano impiegati mezzi leciti e il motivo che sorregge l'impiego di tali mezzi non sia quello di ottenere un risultato illecito. Analoga la posizione di AMATI E., *La disciplina*, cit., 222; e di GARGANI A., *Artt. 187-bis - 187 septies*, in *Leg. pen.*, 2006, 108. In giurisprudenza Trib. Milano, 26 febbraio 2007, in *Corr. Merito*, 2007, 916.

oggettivamente risulta conforme all'ordinamento giuridico: ciò che verrebbe a mancare sarebbero due dei disvalori fondamentali del reato, nel primo caso il disvalore di *azione*, nel secondo, quello di *intenzione*.

Infine, occorre *qualificare dal punto di vista tecnico-dogmatico* questa clausola di esenzione della responsabilità.

Ne va preliminarmente esclusa la natura di mera *causa di non punibilità*: la *legittimità dei motivi* che spingono alla condotta l'agente e la *conformità a prassi di mercato* attengono alla ragione stessa del punire la manipolazione, rendono cioè *non meritevole di sanzione* un comportamento di alterazione del mercato, in considerazione di un *valore positivo* che il comportamento stesso esprime. I concetti di *conformità* e *legittimità* vanno al di là dell'espressione di ragioni di *opportunità occasionale* della punizione, bensì identificano una condizione *stabile e oggettiva* della condotta, indipendente dal riscontro di qualità *personali* del reo (o del soggetto passivo) o *situazionali*, che di solito, invece, costituiscono il presupposto di operatività delle cause di non punibilità in senso stretto (80).

L'art. 187-ter co. 4 t.u.f. potrebbe, in prima approssimazione, rappresentare una *causa di esclusione del fatto*, categoria concettuale di non recente elaborazione (81) — che ha assunto anche la denominazione di *limite esegetico della norma* (82) — cui si è recentemente fatto ricorso per qualificare la clausola di esonero dalla responsabilità contemplata dalla fattispecie di infedeltà patrimoniale nell'ambito di gruppi di società (83)

(80) Per una recente ricognizione, occasionata dall'avvento delle soglie di punibilità nei falsi contabili, dei tratti distintivi tra circostanze attinenti alle punibilità di un fatto tipico e circostanze attinenti alla offensività della condotta, v. ROMANO M., *Teoria del reato, punibilità, soglie espresse di offensività (e cause di esclusione del tipo)*, in Dolcini E.-Paliero C.E. (a cura di), *Studi in onore di G. Marinucci*, II, Milano, 2006, 1729.

(81) Sulle cause di esclusione del fatto si vedano VASSALLI G., *Cause di non punibilità*, in *Enc. dir.*, VI, Milano, 1960, 618 ss. e, più di recente, ANGIONI F., *Condizioni di punibilità e principio di colpevolezza*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 1989, 1519. Da ultimo, torna sul tema ROMANO M., *Teoria*, cit., 1721, il quale ritiene (1736) che la nozione di 'causa di esclusione del tipo' sia più precisa di quella di 'limite esegetico', in quanto ciò che viene delimitato da questo genere di disposizioni è l'ampiezza del tipo originario.

(82) Di limite esegetico della norma parlano NUVOLONE P., *I limiti taciti della norma penale*, Palermo, 1947, 22 e BRICOLA F., *Limite esegetico, elementi normativi e dolo nel delitto di pubblicazioni e spettacoli osceni*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 1960, 752.

(83) In questo senso BENUSSI C., *Vantaggi compensativi e infedeltà patrimoniale nei gruppi di società: limite scriminante o "esegetico"?*, in Dolcini E.-Paliero C.E. (a cura di), *Studi in onore di G. Marinucci*, III, Milano, 2006, 2207.

e le soglie di non punibilità dei falsi contabili di cui agli artt. 2621 e 2622 c.c. (84). In effetti, sembra ricorrere nell'art. 187-ter co. 4 un tratto proprio delle cause di esclusione del fatto (85): la relazione formale intercorrente tra norma incriminatrice e fattispecie di esclusione della responsabilità. Anche nella formulazione dell'incriminazione di manipolazione del mercato, vi è infatti una disposizione *principale* che *descrive* il fatto ed una *secondaria*, di carattere 'eccezzuativo', che ritaglia, entro la prima, una o più tipologie di condotte da sottrarre alla punizione (86).

Per la dottrina, la ragione per cui il legislatore ricorre a siffatta tecnica di redazione della fattispecie sarebbe tutta politico-criminale: escludere la disposizione secondaria dal fuoco del dolo (87), per evitare che l'oggetto della necessaria rappresentazione colpevole 'lieviti' fino a raggiungere un livello eccessivamente specifico. Va, però, ricordato che, se la fattispecie esimente non fa parte del dolo, essa rileva comunque, seppur indirettamente, ai fini dell'elemento soggettivo, in quanto l'erronea supposizione dell'agente circa l'esistenza dell'esenzione

(84) La qualifica delle soglie di cui agli artt. 2621 e 2622 c.c. in termini di cause di esclusione del tipo è di ROMANO M., *Teoria*, cit., 1735 ss.

(85) Questo assetto dell'incriminazione è stato ritenuto tipico della causa di esclusione del fatto, con riferimento ad esempio, agli artt. 361 cpv. e 529 c.p., art. 4 u.c., l. 110/1975; cfr. ANGIONI F., *Condizioni*, cit., 1519.

(86) Qualifica la causa di esenzione in parola come un elemento negativo di fattispecie, la cui sussistenza esclude la tipicità, PREZIOSI S., *La manipolazione*, cit., 119. Precisamente, l'A. parla di una «causa di esenzione da responsabilità a carattere settoriale, costruita in chiave di elemento negativo del fatto tipico di un insieme di fattispecie punitive» e sottolinea anche come il disposto dell'art. 187-ter t.u.f. non valga a tutelare un interesse contrapposto rispetto a quello tutelato dalle norme sulla manipolazione, bensì il medesimo bene. A nostro parere, invece, il comportamento riconducibile a una prassi ammessa non mira semplicemente a preservare l'integrità del mercato, bensì, per lo più, a tutelare un interesse di un'organizzazione *particolare*, ad esempio un emittente o un investitore istituzionale, che, contrapponendosi all'interesse *generale* dell'integrità del mercato, rischia di subire un danno così intenso da giustificare una momentanea compressione del regolare funzionamento degli scambi: si ha pertanto un contemperamento tra l'interesse microeconomico e quello macroeconomico, *tipico della causa di esclusione dell'antigiuridicità*. Che la logica dell'art. 187-ter possa essere questa è implicitamente provato dal fatto che anche chi non ritiene che si tratti di una causa di giustificazione ammette, però, che la disposizione in analisi ne dovrebbe seguire la disciplina (cfr. PREZIOSI S., *La manipolazione*, cit., 119) e dal fatto che, per contrapporsi alla linearità logica della ricostruzione della norma come causa di giustificazione, si deve ricorrere a una qualificazione eccessivamente articolata.

(87) ANGIONI F., *Condizioni*, cit., 1521.



esclude il rimprovero soggettivo ai sensi dell'art. 59, ultimo co., ovvero ai sensi dell'art. 47 c.p. (88).

Uno dei caratteri di una causa di esclusione del tipo è la sua estraneità all'oggetto della rappresentazione dell'agente. Questo tratto non ricorre, però, all'art. 187-ter, co. 4 t.u.f.: la conformità ad una prassi di mercato, infatti, non solo deve essere *addotta dall'imputato*, ma deve essere assistita da un motivo legittimo. Ciò significa che l'imputato non solo deve essere *attualmente a conoscenza dei presupposti* per l'applicazione della disposizione di favore, ma, prima ancora, la conoscenza di tali elementi deve aver rappresentato la 'molla' che lo ha spinto alla condotta.

La *causa di esclusione del fatto tipico* priva degli effetti sanzionatori una precisa tipologia di condotte, ma senza integrare una fattispecie *permissiva*, quale è, invece, il tipico *modus operandi* di una *causa di giustificazione*; mentre quest'ultima risolve un contrasto tra interessi configgenti nel senso della *non punibilità* di un fatto *tipico* che rimane *offensivo* per il bene protetto, la causa di esclusione del fatto tipico esclude dall'ambito della fattispecie incriminatrice una serie di condotte *per mancanza di offensività* (89).

A nostro parere, la soluzione deve essere diversa: la *conformità alle prassi di mercato riconosciute* dalla Consob e la *legittimità dei motivi*, già nella conformazione linguistica, inducono a definire l'art. 187-ter, co. 4 come una *causa di giustificazione*, di origine *'prasseologico-consuetudinaria'*, che acquisisce concreta efficacia esimente solo una volta che le prassi vengano *formalizzate* attraverso un *riconoscimento* da parte di un'autorità istituzionale.

I motivi legittimi costituirebbero l'elemento soggettivo della causa di giustificazione, o meglio designerebbero, sulla falsa riga di quanto accade rispetto alla scriminante dell'uso legittimo delle armi di cui all'art. 53 c.p. (che si riferisce alla finalità dell'adempimento del dovere), il *movente socialmente accettato* che ha spinto il soggetto economico a tenere la condotta conforme alle prassi di mercato. I motivi in questione

(88) ANGIONI F., *Condizioni*, cit., 1522; nello stesso senso cfr. ROMANO M., *Teoria*, cit., 1737 s.

(89) Sulla permanenza dell'offensività della condotta come criterio distintivo della causa di giustificazione rispetto alla causa di esclusione del tipo, ANGIONI F., *Condizioni*, cit., 1520.

esprimerebbero un *valore di intenzione* che prende il posto del disvalore soggettivo che deve sostenere il fatto di manipolazione. In assenza di ogni definizione normativa, il motivo legittimo appare un rinvio in bianco a *qualsiasi motivazione giuridica incompatibile con la finalità di manipolazione del mercato*: si pensi alla società che compia operazioni per reagire ad una manovra speculativa a danno dei propri titoli, o ancora ad un intermediario o un investitore istituzionale che agiscano per tutelare un gruppo di clienti, di cui abbiano la rappresentanza, rispetto ad una manipolazione volta a deprimere ingiustificatamente il prezzo di un titolo che i risparmiatori o il fondo di investimento stesso abbiano acquistato. Benché tra le prassi finora ammesse non vi sia nulla di simile, per questa via potrebbe finire per rientrare nell'ambito della liceità l'*aggiotaggio difensivo*, ovvero la reazione, da parte dell'emittente del titolo o di uno o più azionisti di riferimento, ad un tentativo di manipolazione operato da terzi (90). Si potrebbe pensare che l'espressione «motivi legittimi» alluda anche a questa pratica, recuperando, sotto un diverso profilo, quanto sul piano dell'antigiuridicità obbiettiva non può essere ammesso, ovvero *la legittima difesa finanziaria* (91).

Un'ulteriore notazione: è significativo sottolineare come l'onere della prova incomba sull'imputato, a testimoniare ulteriormente un processo imitativo rispetto agli ordinamenti anglosassoni, dove le esimenti (cause di giustificazione o scusanti che siano) vengono costruite in termini processuali e perciò chi voglia *addurre a sua difesa* un fatto o una

(90) Si ricordi che l'aggiotaggio difensivo era stato considerato in chiave estremamente problematica da Pedrazzi, poiché, a parere dell'A., gli interessi pubblicitici coinvolti da condotte di alterazione del funzionamento del mercato non dovrebbero essere sacrificati per la tutela di un interesse privato, cfr. PEDRAZZI C., *Problemi*, cit., 56. L'A. lascia solo uno spiraglio per la configurabilità dello *stato di necessità*, inteso molto largamente. Per un caso di manipolazione condotta (secondo l'accusato) per contrastare il tentativo di altri operatori di deprimere il prezzo di una società durante le procedure di quotazione v., nell'esperienza statunitense, *Sec v. Lewis*, SEC Litigation Rel. N. 12,569, 1990 SEC LEXIS 2834 (6-8-1990); in re *Lewis*, Exchange Act Rel. N. 28333, 1990 SEC LEXIS 2886 (13-8-1990).

(91) Sulla possibile rilevanza esimente dell'aggiotaggio difensivo, LUNGHINI G., *La manipolazione*, cit., 1478; VIZZARDI M., *Manipolazione*, cit., 720. Contrario, invece, PREZIOSI S., *La manipolazione*, cit., 114, in quanto non congruente con i criteri che presiedono all'ammissione di una prassi.

situazione che incida sulla illiceità della condotta o sulla integrazione dell'elemento soggettivo deve, al contempo, *provarlo* (92).

Non si può rinunciare, in questa sede, a svolgere una sia pur breve riflessione di politica del diritto sulla legalità della giustificazione accordata dal quarto comma dell'art. 187-ter t.u.f.

Abbiamo detto che la previsione porta in sé i segni inequivocabili di quel giudizio di bilanciamento tra interessi confliggenti che è *tipico* delle *cause di giustificazione*: al bilanciamento infatti le scriminanti non possono rinunciare, poiché sono strumenti normativi volti a mantenere la coerenza dell'ordinamento al proprio interno (93). Ciò che contrasta con una piana riconduzione dell'art. 187-ter, co. 4 t.u.f. alla categoria delle scriminanti è la disponibilità del *potere di giustificare* singole tipologie di condotte in capo alla stessa autorità che ha la *competenza a punirle* amministrativamente e può costituirsi parte civile nel procedimento penale relativo ad esse.

Per quanto sia dibattuta la necessità di una previsione legale per le scriminanti (94), ciò che è certo è che la giustificazione non sorge mai dall'attività dell'applicatore del diritto, giudice o organo amministrativo che sia, ma preesiste all'intervento dell'interprete.

Nel caso degli abusi di mercato il riferimento alle prassi ammesse delinea una causa di giustificazione *topica*, perché si riferisce di volta in volta a singole e specifiche tipologie comportamentali ammesse con appositi provvedimenti amministrativi, e *circolare*, poiché un medesimo soggetto provvede all'*enforcement* delle norme punitive penali ed amministrative e, al contempo, può giustificarle.

(92) Sulla prova delle *defences*, si rimanda a GRANDE E., *Imitazione e diritto: ipotesi sulla circolazione dei modelli*, Torino, 2000, 10 ss. Per una tassonomia delle *defences* di tipo sincretistico tra l'impostazione *processuale* di *common law* e quella *sostanziale*, adottata dai giuristi continentali (i quali collegano l'esenzione della responsabilità all'assenza di uno degli elementi della sistematica del reato), ROBINSON P., *Criminal Law Defences: A Systematic Analysis*, in 82 *Col. L. Rev.*, 1982, 199 ss., ora reperibile anche alla seguente URL: <http://ssrn.com/abstract=662043>.

(93) Il collegamento tra bilanciamento di interessi e funzione di coerenza interordinamentale come compito tipico delle scriminanti è di recente sviluppato da PALAZZO F.C., *Costituzione e scriminanti*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 2009, 1037.

(94) Per un'approfondita analisi del problema della legalità della giustificazione si rimanda a due recenti contributi, il primo di PALAZZO F.C., *Costituzione*, cit., 1039 ss.; il secondo di BARTOLI R., *Incriminatione e giustificazione: una diversa legalità?*, relazione al Convegno *Il primato della legge penale alla prova della "modernità"*, Teramo, 16-17 gennaio 2009, 7 ss. del dattiloscritto.

Il corto circuito, nella forma di un 'conflitto di interessi istituzionale', non potrebbe essere più palese: anche chi ritenga che la previsione di una causa di giustificazione non debba essere riservata alla legge, non può trascurare quella cautela, un vero e proprio *vincolo di sistema* emergente dalle maglie dell'ordinamento, in base alla quale la *previsione* di norme *scriminanti* è generalmente sottratta agli organi che sono preposti all'*applicazione* delle fattispecie *punitiva*. I rischi derivanti dall'abbandono di questa garanzia di sistema sono presto detti: da una parte il pericolo che l'autorità amministrativa si abbandoni ad una *giustificazione arbitraria* di comportamenti meritevoli di *sanzione*; dall'altra parte, la '*tentazione*', per l'autorità stessa, di *non esercitare il potere di scriminare* condotte meritevoli di *giustificazione*, per *massimizzare la propria capacità punitiva*.

#### 6.2. *I c.d. safe harbours di cui all'art. 183 t.u.f.: la dimensione scriminante delle procedure finanziarie.*

A limitare il campo di applicazione della manipolazione del mercato interviene, oltre all'art. 187-ter co. 4 t.u.f., anche il disposto dell'art. 183 t.u.f. che introduce due *safe harbours*. Quest'ultima espressione è traducibile come '*porti sicuri*' e definisce ogni previsione legale che attenua o elimina la responsabilità dell'autore di un fatto illecito se vi è prova della sua buona fede. Nel caso della disciplina sugli abusi di mercato i *safe harbours* si concretizzano in due esenzioni valide rispetto alla manipolazione del mercato, ma anche relativamente all'abuso di informazioni privilegiate (intesi tanto come reati, quanto come illeciti amministrativi).

L'art. 183 si riferisce, alla lett. a), ad operazioni attinenti alla politica valutaria o monetaria e alla gestione del debito pubblico di Stati membri dell'Unione (95), mentre, alla lett. b), alle *negozziazioni condotte sulla base di*

(95) Si noti che l'art. 7 della direttiva 2003/6/CE, tra i soggetti che potevano beneficiare di tale esenzione, includeva le banche centrali nazionali, senza altra specificazione; l'art. 183, lett. a) t.u.f., invece, si riferisce solo alla banca centrale di uno Stato membro dell'Unione europea. Inoltre, la disposizione della direttiva prevedeva che gli Stati membri potessero estendere l'esonero dalla responsabilità anche alle operazioni compiute da Stati federati e autorità locali analoghe per quanto attiene alla gestione del proprio debito pubblico.

un programma di riacquisto ed alle operazioni di stabilizzazione di strumenti finanziari (96).

Si tratta di operazioni che vengono, alla lettera, esentate dalla disciplina sugli abusi di mercato e, quindi, anche dall'applicabilità della fattispecie di manipolazione del mercato: la lett. a) (97) contempla un'esenzione *ratione subiecti*, nel senso che tale disposizione di favore trova applicazione solo rispetto ad operazioni effettuate da un'autorità pubblica (Stati membri, Sistema europeo di banche centrali, banca centrale nazionali o altro organismo ufficialmente designato), o da privati delegati da essa (98); la lett. b) dell'art. 183 considera, invece, un'esclusione della responsabilità basata sul tipo di operazione compiuta.

Le figure contemplate dall'art. 183 rientrerebbero a pieno titolo nella fattispecie di cui all'art. 185 t.u.f., se non venissero, invece, estromesse dall'ambito applicativo dell'incriminazione per la presenza di alcuni peculiari connotati che le caratterizzano. Ad esempio, le operazioni di riacquisto e stabilizzazione, di cui alla lett. b) dell'art. 183, sono una vera e propria forma di manipolazione (99), che può determinare una serie di conseguenze dannose per i risparmiatori (100): esse sono espunte dal tipo penale, alla condizione che siano rispettate precise procedure definite dal

(96) Per programma di riacquisto si intende la negoziazione di azioni proprie, regolata dagli artt. 2357, 2357-bis, 2357-ter c.c. e 132 t.u.f. Il regolamento CE n. 2273/2003 distingue tra programma di riacquisto semplice e programma di riacquisto predeterminato: la differenza consiste nella fissazione, già al momento della comunicazione al pubblico del programma, sia delle date delle operazioni, che dei quantitativi di titoli da negoziare.

(97) L'art. 183, lett. a) recepisce l'art. 7 della direttiva sugli abusi di mercato che prevede l'esclusione della responsabilità per le operazioni attinenti alla politica monetaria, ai cambi e alla gestione del debito pubblico.

(98) Questa particolare esenzione da responsabilità è stata qualificata anche in termini di immunità da AMATI E., *La disciplina*, cit., 223. Per un'approfondita riflessione in ordine alle operazioni di gestione del debito pubblico degli enti locali e alla applicabilità a esse dell'art. 183, lett. a) t.u.f., cfr. PREZIOSI S., *La manipolazione*, cit., 146 ss.

(99) Con riferimento alla pratica della stabilizzazione, cfr. *Statement of the SEC on the Regulation of PEGGING, Fixing and Stabilizing of Securities Prices*, in *Sec. Ex. Act. Release 2446* (1940), 2; la pratica è stata definita dalla SEC come un processo con il quale il prezzo di un titolo viene fissato a un determinato livello allo scopo di prevenire o ritardare il deprezzamento di quello strumento finanziario durante l'offerta al pubblico.

(100) Ad esempio, può accadere che al termine dell'operazione di stabilizzazione, i prezzi del titolo calino bruscamente, con evidente danno per gli investitori che avevano comprato in precedenza, mentre il titolo veniva sostenuto, cfr. *Statement of the SEC on the Regulation of PEGGING, Fixing and Stabilizing of Securities Prices*, SEC Rel. No. 34-2446, 3-6 (March 18, 1940), 6 s.

reg. CE n. 2273/2003 (101) e da una serie di norme contenute nel regolamento emittenti (102).

Dal punto di vista dell'inquadramento dogmatico, il disposto dell'art. 183 integra pienamente i caratteri della *causa di giustificazione*, esprimendo un bilanciamento tra interessi oggettivamente configgenti (103). Alla stabilità ed al regolare funzionamento del mercato come condizione di integrità degli investimenti collettivi si contrappongono, nelle ipotesi considerate dall'art. 183 t.u.f., contro-interessi sovraindividuali, la cui tutela consente all'operatore un'intromissione nel normale funzionamento del mercato.

Alla lett. a) dell'art. 183, la rilevanza collettiva dei contro-interessi è più evidente, perché la norma si riferisce ad interessi di *politica valutaria, monetaria* o di *gestione del debito pubblico* di Stati membri dell'Unione (104). A ben guardare, però, vi è una dimensione sovra-individuale anche alla base delle operazioni di cui alla lett. b). Le operazioni di riacquisto o di stabilizzazione di strumenti finanziari rispondono allo scopo di salvaguardare, nel breve periodo, la *stabilità di un emittente*. Sarebbe scorretto ritenere che la disposizione faccia prevalere l'interesse privatistico di un ristretto numero di privilegiati sul valore collettivo del corretto funzionamento di un mercato: l'equilibrio del singolo emittente è

(101) Per il riacquisto di azioni proprie, cfr. capo II, artt. 3-6; per la stabilizzazione di strumenti finanziari, si veda il capo III, artt. 7-11.

(102) Riguardo all'acquisto di azioni proprie, si tratta degli artt. 73 (Acquisto e alienazione di azioni proprie); 87 (Comunicazioni delle operazioni di compravendita degli strumenti finanziari); 87-bis (Informazioni su acquisti di azioni proprie); 93 (Acquisto e alienazione di azioni proprie); 144 bis (Acquisto di azioni proprie e della società controllante); per la stabilizzazione, dell'art. 15 (Operazioni di stabilizzazione degli strumenti finanziari oggetto della sollecitazione o a essi collegati).

(103) Qualifica le situazioni descritte dall'art. 183 t.u.f. come cause di esclusione dell'antigiuridicità obiettiva MARTINI A., *Art. 9 co.2 lett. a*, in *L.p.*, 2006, 63. Sottolinea come la ratio delle esenzioni vada ricercata nella natura intrinseca delle operazioni, così che anche il disposto dell'art. 183 non configura, come parrebbe a prima vista, un'immunità *ratione subiecti*, ma una causa di giustificazione, in considerazione della presenza di un interesse pubblico superiore DI AMATO A., *Gli abusi di mercato*, in Id. (a cura di), *I reati del mercato finanziario*, in Id. (diretto da), *Trattato di diritto penale dell'impresa*, IX, Padova, 2007, 96.

(104) Ritiene che l'esenzione di cui alla lett. a) dell'art. 183 debba essere ricollegata non alla qualifica soggettiva di chi agisce, ma al bene tutelato dalle operazioni descritte dalla norma, cioè l'economia pubblica, SGUBBI F., *Le disposizioni generali*, in SGUBBI F.-FONDAROLI D.-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, Padova, 2008, 21.

tutelato in quanto *condizione per la tutela della collettività di risparmiatori e stakeholders che interagiscono con la società quotata*. Si appresta un presidio per gli interessi patrimoniali di un gruppo determinabile di soggetti contro un *pericolo immediato*, facendo retrocedere momentaneamente la protezione del macro bene 'mercato', in quanto esposto dalla manovra liceizzata solo ad un *pericolo indiretto ed eventuale* (105).

Quanto alle *operazioni di stabilizzazione*, esse oggettivamente manipolano il mercato in una fase delicata della vita di un emittente, quella di una nuova emissione di azioni, poiché alterano il rapporto tra domanda ed offerta, modificando il risultato di tale interazione nella direzione della stabilità del valore numerico del prezzo. In assenza della stabilizzazione, però, l'incrocio tra domanda ed offerta determinerebbe una diminuzione quantitativamente significativa del prezzo del titolo in un ristretto lasso temporale, vale a dire uno squilibrio del mercato, con riflessi sul costo del capitale per gli emittenti.

Con riferimento alle *operazioni di riacquisto*, esse fungono da adattatori della struttura finanziaria di un emittente ad un nuovo scenario di mercato o, in alternativa, assicurano ai lavoratori l'effettività della loro remunerazione, qualora essi vengano in parte retribuiti tramite azioni, in base a piani di *stock options* (106).

(105) La presenza di contro interessi che giustifichino la liceizzazione di queste pratiche emerge espressamente dal Regolamento 2273/2003 della Commissione, che stabilisce, fin dalle proprie premesse, come benefico dell'esenzione rispetto alle norme sugli abusi di mercato le operazioni miranti a ridurre il capitale, ad adempiere le obbligazioni derivanti da strumento di debito convertibili o scambiabili con strumenti azionari e le obbligazioni conseguenti all'assegnazione di azioni ai dipendenti (art. 3 Reg. CE n. 2273/2003). La presenza di contro interessi che giustifichino l'esenzione da responsabilità è evidente anche per quanto attiene alle operazioni di stabilizzazione, che lo stesso regolamento, all'art. 11, giustifica in quanto abbiano principalmente l'effetto di sostenere, per un limitato periodo di tempo, il prezzo di offerta di un dato titolo, qualora siano esposti a una pressione alla vendita. La finalità è, quindi, di allentare la pressione alla vendita, stabilizzando il mercato e questo risponde «all'interesse degli investitori che hanno sottoscritto o acquistato i valori mobiliari nel quadro di una distribuzione significativa, nonché degli emittenti»: così si esprime testualmente proprio il considerando n. 11 del Reg. CE n. 2273/2003. Le pratiche di stabilizzazione sono lecite sia negli Stati Uniti, cfr. la *rule 10b-7*, emanata dalla SEC, 17 CFR § 240.110b-7 (1991); sia nel Regno Unito, cfr. FSMA 2000, *section 397(4)*, (5)(b) e le regole emanate dalla FSA e contenute nel COMAC, in particolare nel MAR 2. Nel nostro ordinamento, la recezione del regolamento n. 2273/2003, attuativo della direttiva 2003/6/CE, ha implicato la modifica dell'art. 15 del Regolamento Emittenti n. 11971 in tema di «compravendita degli strumenti finanziari oggetto della sollecitazione o ad essi collegati», attuata con la delibera CONSOB n. 14743.

(106) Sulla funzione dei programmi di riacquisto, si veda FERRARINI G., *La nuova disciplina europea dell'abuso di mercato*, in *Riv. Soc.*, 2004, 69. In particolare, l'art. 3 del Reg. CE n. 2273/2003 specifica che l'esenzione è possibile solo se il programma di riacquisto di azioni proprie abbia come esclusivo obiettivo la riduzione del capitale dell'emittente ovvero l'adempimento di obbligazioni derivanti a) da strumenti di debito convertibili o scambiabili

Si potrebbe pensare che l'art. 183 t.u.f. contempli cause di giustificazione di carattere peculiare, poiché l'esenzione dalla pena non dipende semplicemente dalla capacità della condotta tipica di tutelare, nel caso concreto, *un interesse ugualmente degno rispetto a quello protetto dalla norma penale*, ma discende dal *rispetto di una precisa procedura* (107).

Ad esempio, per i *programmi di riacquisto di azioni proprie*, prima dell'inizio delle negoziazioni devono essere comunicati al pubblico i dettagli del programma di riacquisto, l'obiettivo e la durata dell'operazione, il controvalore ed il quantitativo massimo di azioni da acquistare (art. 4 Reg. CE 2273/2003). Le negoziazioni di azioni proprie devono, inoltre, rispettare altre condizioni relative ai prezzi ed ai quantitativi giornalieri di strumenti scambiati (art. 5 Reg. CE 2273/2003) (108) e non possono comunque essere effettuate una serie di operazioni, descritte all'art. 6 del citato regolamento comunitario, come, ad esempio, la vendita delle proprie azioni. A questi vincoli procedurali si aggiungono le discipline regolamentari previste dalla Consob, ad esempio attinenti alle modalità di comunicazione delle operazioni di acquisto di azioni proprie.

Per quanto attiene alle *operazioni di stabilizzazione* di strumenti finanziari, invece, il regolamento comunitario del 2003 dedica un intero capo alle condizioni procedurali che devono essere rispettate in materia di durata delle operazioni (art. 8), comunicazioni al pubblico del progetto di stabilizzazione (art. 9), prezzo dei titoli oggetto di stabilizzazione (art. 10) e condizioni concernenti le attività accessorie all'operazione.

Occorre chiedersi a questo punto quale significato abbiano per il diritto penale queste procedure (109). Parrebbe riproporsi, in un campo

con strumenti azionari o b) da programmi di assegnazione di opzioni su azioni o da altri programmi di assegnazione di azioni a favore dei dipendenti dell'emittente o di società collegate.

(107) Ciò non equivale a ritenere illecita l'operazione che non rispetti i vincoli procedurali appena detti, posto che essa potrebbe essere comunque considerata dalla Consob come epifenomeno di una prassi consolidata e ammessa su un mercato e, quindi, potrebbe escludere l'illiceità penale e amministrativa della condotta, anche alla luce del secondo considerando della direttiva del 2003; in argomento, si veda RONDINELLI M., *Sub art. 183*, in *Le nuove leggi civili commentate*, 2007, 1042.

(108) Ai sensi dell'art. 5 del regolamento, l'emittente non può riacquistare azioni proprie a un prezzo superiore al prezzo più alto tra quello fatto segnare dall'ultima operazione di acquisto (indipendente dal programma di riacquisto) e quello più alto fatto segnare in assoluto da un'operazione indipendente dal programma di riacquisto; per quanto attiene al volume del riacquisto, non si può acquistare, salve le eccezioni di cui all'art. 5, co. 3 del regolamento, più del 25% del volume medio giornaliero di azioni negoziato nel mercato regolamentato.

(109) Spesso il diritto penale riconduce l'esenzione dalla responsabilità a una procedura amministrativa finalizzata alla concessione di un'autorizzazione da parte di una qualche

non connotato eticamente e di natura strettamente tecnica, un'antinomia deontologica e di tutela, tipica di situazioni di ben altro tipo, in cui un contrasto di valutazioni etico-sociali determina un'impasse nella regolamentazione normativa di un fenomeno comportamentale (dall'aborto, all'eutanasia, al trattamento degli embrioni).

In queste ultime situazioni, l'efficacia giustificatrice della procedura può risultare spesso un appiglio valido per un ordinamento alla ricerca di una 'via d'uscita': una condotta che lede un interesse fondamentale ed al contempo tutela un bene di pari valore, viene legittimata non a seguito di un giudizio di bilanciamento degli interessi che assegni ad uno dei due – in via definitiva ed in astratto – una posizione sovraordinata all'altro, come per le consuete cause di giustificazione, bensì *in base al rispetto di una procedura* che, partendo dal riconoscimento della *pari e contemporanea inviolabilità degli interessi in gioco*, razionalizzi la prevalenza, *limitata al caso di specie*, di uno dei due beni.

Rispetto alla manipolazione del mercato, sembrerebbe presentarsi un conflitto della medesima tipologia, dal punto di vista della struttura, anche se diverso quanto al contenuto degli interessi confliggenti (110) e identica sembrerebbe essere la procedura per risolverlo. L'art. 183 t.u.f. non vieta, né consente, cioè, *in assoluto* la stabilizzazione di un titolo o un programma di riacquisto, bensì si affida ad una procedura – concernente oneri di comunicazione al pubblico, vincoli di durata e limiti quantitativi di controvalore scambiato – come *condizione di legittimità della pratica di mercato* (111). Il singolo, partecipando alla

autorità, che vale quale *elemento negativo del tipo*, perché l'assenza del provvedimento pubblico attualizza un rischio disvoluto dall'ordinamento, oppure quale *causa di giustificazione* di una condotta che è originariamente considerata illecita. In quest'ultimo caso perciò la fattispecie penale non contempla, al proprio interno, possibili autorizzazioni, che intervengono solo in un fase successiva al giudizio di tipicità, cioè al momento di valutare l'antigiuridicità del fatto. In entrambe le ipotesi però l'autorizzazione ha valore di accertamento di presupposti della situazione giustificante preesistenti rispetto alla autorizzazione. Sul punto, v. DONINI M., *Il caso Walby e le tentazioni di uno spazio libero dal diritto*, in *Cass. pen.*, 2007, 902 ss.

(110) Si badi che, però, tale schema procedurale di giustificazione può adattarsi a ogni materia la cui soluzione sia particolarmente problematica, cfr. ROMANO M., *Cause di giustificazione procedurali? Interruzione della gravidanza e norme penali, tra esclusioni del tipo e cause di giustificazione*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 2007, 1274.

(111) Sulla legittimazione procedurale, DONINI M., *Il caso*, cit., 907 ss. Sulle cause di giustificazione procedurali v. MAGRO M. B., *Eutanasia e diritto penale*, Torino, 2001, 253 ss. Nella letteratura tedesca, HASSEMER W., *Prozedurale Rechtfertigung*, in *Festschrift für Mahrenholz*, Baden-Baden, 1994, 731 ss.

procedura con comportamenti attivi – ad esempio definendo il contenuto delle comunicazioni al mercato, la durata e l'obiettivo delle proprie operazioni – co-deciderebbe con l'ordinamento il limite tecnico del lecito nell'ambito del mercato.

Dal nostro punto di vista, non pare che l'inquadramento tra le cause di giustificazione procedurali possa cogliere la sostanza del fenomeno, poiché in realtà, l'art. 183 t.u.f. rappresenta una causa di giustificazione di tipo tradizionale; la disposizione contiene una liceizzazione *esplicita*, in via *astratta e definitiva*, delle condotte di stabilizzazione e riacquisto: l'ordinamento afferma la prevalenza ai diritti che tali operazioni garantiscono, consentendo, al contempo, ad una 'compressione' dell'interesse a che il funzionamento del mercato di un determinato titolo non sia influenzato dall'emittente del titolo. Il singolo operatore, se desidera effettuare un riacquisto di azioni proprie o una stabilizzazione, pur seguendo una data procedura, lo può fare senza alcuna conseguenza giuridica negativa: ne deriva che egli risulta titolare di un *diritto*, pur se variamente limitato, di *alterare il mercato dei propri titoli*. La procedura rimane servente agli interessi sottesi alla negoziazione di azioni proprie ed alle pratiche di stabilizzazione, che emergono come superiori rispetto a quello del regolare incrocio di domanda ed offerta sul mercato (112). Le norme secondarie e quelle del regolamento comunitario intervengono solamente ad assicurare una garanzia di *controllabilità* di una condotta *oggettivamente modifica i meccanismi di formazione dei prezzi* (113): disciplinano, insomma, le forme di esercizio di un *diritto prevalente*.

#### 7. La manipolazione del mercato come esempio di 'americanizzazione' del diritto penale.

È stato recentemente sostenuto che la progressiva convergenza delle norme che compongono il diritto penale economico in ambito

(112) Nega l'autonomia e l'identità dogmatica delle cause di giustificazione procedurali, ROMANO M., *Cause*, cit., 1283.

(113) Mutati i termini del bilanciamento e gli interessi in gioco, le stesse considerazioni valgono per le discipline normative a proposito delle quali si è cominciato a parlare di giustificazione procedurale, come sottolineato da ROMANO M., *Cause*, cit., 1277.

comunitario costituisca la *rezezione di direttive di politica* del diritto nate e sviluppate nel sistema giuridico nordamericano, piuttosto che l'esito di una *maturazione di scelte politico-criminali comuni a livello europeo*: gli Stati Uniti si profilano, infatti, sulla scena mondiale come l'ordinamento più innovativo ed influente, con riferimento al diritto penale (114). Tra i diversi sistemi normativi perciò non intercorrerebbe più uno *scambio di soluzioni giuridiche*, ma la *circolazione di un unico modello*, quello statunitense, che sopravanzerebbe tutti gli altri, per motivazioni che vanno al di là della semplicistica constatazione del ruolo di guida che gli Stati Uniti esercitano sul piano economico.

7.1. *Gli aspetti del sistema repressivo degli abusi di mercato che manifestano la scelta dell' 'American approach'.*

Per quanto specificamente riguarda l'oggetto di questo lavoro, l'avvicinamento al diritto dei mercati statunitense si percepisce innanzitutto rispetto alle *strategie di politica criminale* che sorreggono le fattispecie di abuso di mercato, imperniate sulla *responsabilizzazione dei soggetti economici collettivi*, su un *crescente potere normativo* — accanto a quello di *controllo e sanzionatorio* — delle amministrazioni indipendenti specializzate per settore ed ancora su un *generalizzato coinvolgimento di soggetti economici privati nell'enforcement* delle norme penali in tema di abusi di mercato (115). Più in generale, la stessa emersione di beni sovra-

(114) Sull'imitazione di impostazioni e strategie politico-criminali statunitensi nell'edificazione di nuovi corpi normativi a livello comunitario e nei singoli Stati membri della Comunità, VOGEL J., *Politica criminal y dogmática penal europeas*, in *Rev. pen.*, 2003, 139; NIETO MARTIN A., *Americanisation ou europeanisation du droit penal économique?*, in *Rev. sc. crim. dr. pen. comp.*, 2006, 767.

(115) Si pensi al disposto dell'art. 187-*nonies* t.u.f. che dispone che «I soggetti abilitati, gli agenti di cambio iscritti nel ruolo unico nazionale e le società di gestione del mercato devono segnalare senza indugio alla Consob le operazioni che, in base a ragionevoli motivi, possono ritenersi configurare una violazione delle disposizioni di cui al presente titolo. La Consob stabilisce, con regolamento, le categorie di soggetti tenuti a tale obbligo, gli elementi e le circostanze da prendere in considerazione per la valutazione dei comportamenti idonei a costituire operazioni sospette, nonché le modalità e i termini di tali segnalazioni». Si tratta, peraltro, di un fenomeno frequente anche con riferimento ad altri illeciti economici, in cui soggetti privati, in quanto posti in una posizione di controllo rispetto a una procedura, ne devono garantire la correttezza ed eventualmente denunciare le patologie: il riferimento corre immediatamente alle crescenti responsabilità delle società di revisione e con particolare riferimento al riciclaggio, dei professionisti in genere.

individuali, impalpabili, quali il mercato o la trasparenza dell'informazione societaria (116) esprime l'abbandono di concetti propri della dogmatica continentale e l'importazione in sede *giuridico-criminale* di nozioni di carattere *economico* la cui spendibilità per il controllo critico delle scelte legislative è estremamente ridotta; anzi, il ricorso ad entità sovra-individuali ed inoffendibili, lungi dal frenare un'espansione del diritto penale, ne fomenta e giustifica l'ampliamento, in un'ottica in cui il fine primario della norma penale non è la *tutela di interessi*, ma l'*ottimizzazione del law enforcement* (117), per garantire la migliore efficacia alle strategie normative di controllo dei comportamenti economici. La *crisi del concetto di bene giuridico*, elaborato dalla scienza penalistica di estrazione tedesca ed utilizzato dagli studiosi italiani, spagnoli e portoghesi, come il più importante strumento di critica alle scelte del legislatore storico, è il portato della globalizzazione del diritto, e testimonia forse il progressivo abbandono di canoni di politica criminale di valenza 'regionale' a favore di criteri di azione normativa determinati a livello globale.

L'imitazione delle soluzioni statunitensi in materia di manipolazione si evidenzia anche rispetto ad aspetti più specifici del *nostro* sistema normativo: si pensi alla previsione di una risposta sanzionatoria di *particolare severità* (118) e *integrata*, nel senso che la sanzione penale non è

(116) Collega all'americanizzazione dei diritti europei la presenza di entità economiche sovraindividuali tra i beni giuridici protetti nel vecchio continente, NIETO MARTIN A., *Americanisation*, cit., 774, che sottolinea come il falso societario, elaborato in Europa, come parte del diritto delle società, si è poi evoluto avvicinandosi al modello della *securities fraud*, non verso la protezione degli azionisti, ma del mercato e dell'informazione alle autorità di controllo.

(117) Sul rapporto tra inoffendibilità del bene protetto e ottimizzazione dell'*enforcement*, NIETO MARTIN A., *Americanisation*, cit., 784 s.

(118) Nei campi in cui si può intravedere l'importazione di modelli politico-criminali americani vi è, ad esempio, il trattamento del recidivo, rispetto al quale la legge cd. ex Cirielli (l. 5 dicembre 2005, n. 251) ha previsto un forte inasprimento della risposta sanzionatoria, sulla base di logiche non molto dissimili dal paradigma della *three strikes law* nord-americana, sulle radici culturali della quale v. FEBBLEY M., *Le origini e le conseguenze del panico morale: gli effetti sulle corti americane delle leggi "tre volte e sei eliminato"*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 2000, 417. Di recente, sulla *three strikes law*, GRANDE E., *Il terzo strike*, Palermo, 2007, *passim*; per un parallelo con il nostro sistema, v. anche DELLA BELLA A., *Three Strikes and you're out. La Guerra al recidivo in California ed i suoi echi in Italia*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 2007, 860. Questo fenomeno imitativo deve essere inserito in un processo più ampio, di progressiva convergenza tra *civil law* e *common law*, tale da offuscare la stessa capacità esplicativa di queste due ultime espressioni; si pensi ai progetti codificatori nel panorama giuridico statunitense e

più esclusiva, ma *si affianca* e spesso *si cumula* con quella inflitta dall'autorità di settore, con conseguente moltiplicazione di procedimenti di accertamento degli illeciti. L'instaurazione di procedimenti paralleli, uno penale ed uno amministrativo, risponde ad una logica in parte *imitativa* rispetto alle soluzioni normative statunitensi, in parte *ottativa*, nel senso che esprime il desiderio del legislatore che almeno una tra le due sanzioni giunga ad essere irrogata (119). Quest'ultimo aspetto riflette la crisi di effettività che il diritto penale e quello punitivo scontano in ambito economico, mentre l'emulazione delle soluzioni americane testimonia l'insipienza con cui la disciplina del *market abuse* è stata recepita nel nostro ordinamento: la presenza di procedimenti paralleli – civili, penali ed amministrativi – è congruente rispetto ai sistemi anglosassoni, poiché in essi non vige il principio di obbligatorietà dell'azione penale, né la sanzione 'amministrativa' è di indefettibile applicazione (120); nel nostro ordinamento, in cui l'azione penale è costituzionalmente obbligatoria ed anche l'applicazione della sanzione amministrativa è sottratta ad ogni forma di discrezionalità, il cumularsi di procedimenti e sanzioni determina semplicemente un impiego inefficiente delle scarse risorse disponibili per l'*enforcement* delle norme sugli abusi di mercato (121).

Anche sul piano della *ultranazionalità del diritto statale* si nota un avvicinamento tra gli approcci dei sistemi americano e italiano: se il *Sarbanes-Oxley Act* prevede l'applicabilità delle proprie norme in materia di trasparenza anche alle società straniere in quanto controllate da società statunitensi (122), la nostrana legge sul risparmio (l. 262/2005)

alla recezione, ideologica più che pratica, del modello *adversary* nel sistema processuale penale italiano (cfr. GRANDE E., *Imitazione*, cit., 113 ss.). In generale, sulla convergenza tra *civil law* e *common law*, di recente, MATTEI U.-PES L.G., *Civil Law and Common Law Toward Convergence?*, in Whittington K.E.-Kelemen R.D.-Caldeira G.A. (Eds.), *The Oxford Handbook of Law and Politics*, New York, 2008, 267.

(119) Su questa recondita logica sottesa al cumulo delle sanzioni, cfr. ALESSANDRI A., *Attività d'impresa e responsabilità penali*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 2005, 555.

(120) Ad esempio, con riferimento al FSMA britannico, v., per tutti, GRAHAM T., *Financial Services and Market Bill: Investigations and Enforcement in the Context of the Financial Crime Objective*, in *2 J. Int'l Fin Mkt*, 2000, 88.

(121) Sulla scarsa effettività di una soluzione di cumulo tra le sanzioni, v. anche MIEDICO M., *La manipolazione del mercato: illecito penale o illecito amministrativo*, in *Società*, 2007, 633.

(122) L'applicabilità espansiva del *Sarbanes-Oxley Act* è tematizzata da GALGANO F., *La globalizzazione nello specchio del diritto*, Bologna, 2005, 81 s.

ha introdotto, agli artt. 165-ter ss. t.u.f., l'estensione dei requisiti di trasparenza imposti alle società italiane anche a società straniere controllate, controllanti o collegate a società quotate sui nostri mercati.

Non fa eccezione al parallelismo riscontrabile con gli Stati Uniti nemmeno il profilo della *formulazione normativa* delle fattispecie di manipolazione del mercato. Con riferimento all'*illecito amministrativo*, si pensi all'*elencazione casistica aperta* di cui all'art. 187-ter t.u.f.: questo tipo di tecnica normativa consente l'ingresso nella fattispecie astratta ad ulteriori definizioni di condotte vietate, *di fonte regolamentare e amministrativa*. In patente deroga rispetto al principio di legalità (123), valevole anche per gli illeciti amministrativi in base all'art. 1 l. 689/1981, infatti, il ministero dell'economia e delle finanze, ai sensi del co. 6 dell'art. 187-ter, *sentita la Consob* ovvero *su proposta della medesima*, può individuare fattispecie, anche ulteriori rispetto a quelle previste nei commi precedenti, rilevanti dal punto di vista *amministrativo*. Il modello è, in effetti, il sistema normativo americano, in cui la SEC è competente ad emanare una serie di *rules* – per tutte, proprio in tema di manipolazione del mercato, si pensi alla *rule 10b-5* – la cui violazione origina una responsabilità punitiva di carattere *anche* penale.

Il discorso si fa più complesso riguardo alla fattispecie *penale* di manipolazione del mercato. Essa subisce una torsione rispetto ai tradizionali modelli di tipizzazione dell'illecito. Si tratta infatti di una norma incentrata su *standards*: tanto l'impiego del concetto di artificio senza altre specificazioni (124), quanto il parametro della «sensibile

(123) Come evidenziato anche da PAONESSA C., *“Restyling” europeo delle sanzioni amministrative per gli illeciti finanziari*, in *Diritto e pratica delle società*, 2006, 44.

(124) Particolarmente significativa nell'interpretazione della capacità ingannatoria di una condotta di mercato è l'esperienza dell'ordinamento inglese, armonizzato rispetto al nostro sistema perché anch'esso necessariamente conforme alla direttiva sugli abusi di mercato: la FSA ha dettato una lista di fattori che debbano essere tenuti presenti per determinare quando un comportamento sul mercato possa fornire impressioni false o fuorvianti per un normale operatore economico sulla base del cd. *regular user test*. Il concetto di *regular user* è definito attualmente dalla *section 130A(3)* del *Financial Services and Markets Act* (FSMA) come «a hypothetical reasonable person who regularly deals on the market and in the investments of the kind in question». Il *regular user* è un investitore ragionevole che regolarmente effettua, su quel dato mercato, operazioni aventi ad oggetto investimenti dello stesso tipo di quello in questione, cfr. *Code of Market Conduct, sections 1.9.4. E – 1.9.5.E*. Sul versante statunitense, la Corte suprema americana ha collegato la materialità di un fatto al concetto di investitore ragionevole: se l'insieme delle informazioni disponibili acquisisce un diverso significato economico per l'investitore ragionevole una volta che il fatto che era stato

alterazione» veicolano la costruzione di una *norma penale giurisprudenziale*, con tutte le conseguenze in termini di *limitata prevedibilità* degli esiti applicativi che sono tipici di una norma di tipo *standard* (125). La 'vita' di una norma avente il proprio fulcro in uno *standard*, come nel caso dell'art. 185 t.u.f., assume l'aspetto di un progressivo riempimento del termine legale ad opera della giurisprudenza che nel tempo viene a formarsi in ordine alla riconducibilità alla fattispecie astratta di questa o quella tecnica manipolativa (126).

Infine, vanno considerate le esenzioni previste dall'art. 183 t.u.f., che traspongono il disposto degli artt. 7 e 8 della direttiva del 2003 sugli abusi di mercato: esse rispecchiano, tanto nei *contenuti*, quanto nelle modalità di relazione tra *precetto principale* e *fattispecie derogatoria*, il modello americano (127). Il disposto della norma statunitense da cui è derivata,

omesso viene conosciuto, il fatto è materiale, cfr. *Tsc Indus., Inc. v. Northway, Inc.*, 426 U.S. 438, 449 (1976).

(125) Il tema verrà approfondito *infra*, cfr. Parte III, cap. III, §§ 1 e ss. Per un'analisi approfondita delle conseguenze processuali, in senso lato, dell'impiego di norme incentrate su *standard* cfr. POSNER R.A., *An Economic Approach to Legal Procedure and Judicial Administration*, in 2 *J. Leg. Studies*, 1973, 399.

(126) Più in particolare, la riconduzione di una determinata pratica di *trading* all'incriminazione *in quanto considerata artificiosa*, può avvenire sia da parte del *giudice*, sia da parte delle autorità amministrative di settore. Nel nostro sistema quest'ultima evenienza dipende dal fatto che l'autorità di settore è 'giudice', nel senso che irroga la sanzione amministrativa ai sensi dell'art. 187-*septies*, 'facendo giurisprudenza' quindi su ciò che va considerato una pratica manipolativa; i suoi approdi interpretativi possono poi essere ripresi dal giudice penale. Si consideri, comunque che la Consob ha poteri normativi di carattere generale, pur se secondari, con la quale può, come detto, integrare l'elenco delle condotte da considerare tendenzialmente illecite ai sensi dell'art. 187-*ter*, co. 4: anche da questo punto di vista, gli orientamenti della Consob possono finire per rilevare, dato il rapporto esistente tra fattispecie amministrativa e fattispecie penale, anche in sede criminale. Per un commento ai poteri della Consob introdotti dalla l. 62/2005 v. SEMINARA S., *Disposizioni comuni agli illeciti di abuso di informazioni privilegiate e di manipolazione del mercato*, in *Dir. pen. proc.*, 2006, 9, sull'art. 187-*septies* 16 ss.; v. anche BRESCIANI L., *187-decies*, in L.P., 2006, 122 ss.

(127) Interessante indagare le conseguenze della ricezione della direttiva sugli abusi di mercato in un paese avente tradizione di *common law*: il Regno Unito. Il sistema britannico conosceva già un sistema di repressione degli abusi di mercato improntato a una dialettica tra divieto generale ed esenzioni per specifiche operazioni: la ricezione della direttiva comunitaria ha implicato la riduzione dei *safe harbours* - intesi come comportamenti che potrebbero essere interpretati come manipolativi, ma che non vengano considerati tali in presenza di alcuni precisi requisiti (così si esprime il *Code of market conduct section 1.10.1 G.*) - da nove ai due che sono contemplati anche nel nostro art. 183 t.u.f. Le ipotesi di esenzione alla responsabilità precedentemente conosciuti dall'ordinamento inglese, con particolare riferimento all'*insider trading* più che alla manipolazione del mercato, non sono, però, del tutto scomparsi, in quanto continuano a costituire una guida nell'interpretazione delle

sempre per il tramite delle direttive comunitarie, la lett. b) dell'art. 183 t.u.f. è la *section 9 (a)(6)* del *Securities and Exchange Act* (128), che dispone che la *section 9(a)(2)* non si applica per «*any series of transactions for the purchase and/or sale of any security registered on a National securities exchange for the purpose of pegging, fixing or stabilizing the price of such security*».

Per quanto attiene all'altra esenzione da responsabilità, concernente la *negoziazione di azioni e strumenti finanziari da parte dell'emittente o società controllata o collegata*, anch'essa, per il tramite della direttiva comunitaria del 2003 si ricongiunge al modello dell'ordinamento finanziario americano, precisamente alla *rule 10b-18*, adottata dalla SEC nel 1982. Quest'ultima disposizione prevede un *safe harbor* 'volontario' rispetto alle responsabilità anche penali di cui alla *section 9 (a)(2)* ed alla *rule 10b-5*: qualora l'emittente o la società controllata rispetti una serie di vincoli procedurali concernenti la tempistica, le modalità, condizioni di volume e di prezzo l'acquisto verrà considerato lecito (129).

## 7.2. Le ragioni della circolazione del modello statunitense di contrasto agli abusi di mercato.

Una volta evidenziati gli aspetti del sistema repressivo degli abusi di mercato in cui il modello americano ha lasciato la sua impronta più marcata, occorre cercare di comprendere le ragioni 'profonde' del successo della strategia statunitense di controllo degli illeciti finanziari. A prima vista, il fatto che il sistema nordamericano si sia dimostrato -- a dispetto degli scandali finanziari di inizio millennio -- *sostanzialmente* adeguato a rispondere alle sfide poste da un sistema capitalistico avanzato, potrebbe essere un primo fattore di spinta all'imitazione da

condotte di manipolazione, contribuendo ad escludere dal novero dei comportamenti manipolativi quelle sottofattispecie che prima integravano un *safe harbour* (si pensi, ad esempio, alle previgenti ipotesi di *safe harbours* chiamate «*dealing or arranging for other reasons*»; «*dealing or arranging not based on information*» e alle ipotesi di «*relevant information held behind effective chinese walls*»). Per una più completa analisi dei *safe harbours* precedenti all'entrata in vigore della direttiva sugli abusi di mercato nel Regno Unito, cfr. SWAN E.J., *Market Abuse Regulation*, Oxford-New York, 2006, 138 ss.

(128) Cfr., ad esempio, *rule 17a-2* e le altre norme citate da LOSS L.-SELIGMAN J., *Securities Regulations*, Boston, 2006, § 10-e-1.

(129) Sulle condizioni di legittimità dell'acquisto di azioni proprie cfr. LOSS L.-SELIGMAN J., *Securities*, cit., 1327 ss.



parte degli altri ordinamenti. Si potrebbe anche sottolineare come il mercato finanziario americano sia il più appetito dalle società non statunitensi (si consideri che molte imprese europee si sono dovute adattare ai requisiti di quel sistema per potere accedere a quel mercato): ne deriverebbe che, per concorrere dal punto di vista economico con il sistema americano, la conformazione dell'intervento normativo europeo sugli abusi di mercato sia una voce importante per attrarre capitali ed investimenti nel vecchio continente; ciò potrebbe aver indotto gli Stati europei ad avvicinarsi al modello statunitense, esprimendo una 'concorrenza economica tra ordinamenti giuridici'.

Le spiegazioni appena fornite appaiono però quanto meno parziali, se solo si pensa che questo movimento di avvicinamento degli ordinamenti europei alle soluzioni normative nordamericane si manifesta anche nei settori del diritto penale più tradizionale, come in materia di droga, terrorismo, criminalità organizzata, delitti sessuali (130) o, per quanto attiene ai profili di parte generale, rispetto al sistema sanzionatorio (131). Anche in relazione al diritto penale dell'economia, in cui l'emulazione si è realizzata al massimo grado, l'assimilazione del nostro sistema a quello statunitense, per il tramite della direttiva comunitaria, risponde solo in parte ad una logica di internazionalizzazione degli scambi commerciali, per cui le grandi imprese multinazionali, come vettore di un consenso sociale nella

(130) Sulla convergenza tra diritti europei e diritto statunitense anche in materie non connotate dal punto di vista economico, NIETO MARTIN A., *Américanisation*, cit., 768. Le variabili socio-economiche non possono essere certamente collegate biunivocamente all'espansione o contrazione di una soluzione normativa, perchè l'americanizzazione del diritto penale degli Stati europei, sottolineata da alcuni AA., oltre ai delitti finanziari, di riciclaggio, di corruzione e ai crimini informatici, coinvolge, come detto, anche settori del diritto penale non connotati economicamente, senza manifestarsi, invece, in altri settori del sistema penale (si pensi a istituti di parte generale come il tentativo, o i delitti contro la vita e l'integrità fisica), ovvero in altre branche del diritto. GRANDE E., *Imitazione*, cit., 154, sottolinea infatti come la circolazione di una data soluzione giuridica, grazie al prestigio del modello scientifico-culturale di cui fa parte, avviene anche in momenti di debolezza politica ed economica dell'ordinamento esportatore.

(131) È sottolineato in dottrina come, in realtà, la rinnovata attenzione alla retribuzione secondo gli stili del *just desert model*, la previsione di meccanismi sanzionatori detentivi rigorosi e schematici e l'inasprimento delle pene per i recidivi testimoniano che anche l'esecuzione delle pene detentive sia oggetto di una crescente influenza del diritto statunitense (cfr. VOGEL J., *Politica*, cit., 140). Sul comune approccio al carcere e alla pena nei sistemi giuridici occidentali, cfr. anche STELLA F., *La giustizia e le ingiustizie*, Bologna, 2006, 125 ss.

comunità degli affari, avrebbero fomentato l'omogeneità degli ordinamenti (132): la globalizzazione spiega il perché gli ordinamenti giuridici si avvicinino qualitativamente (133), non perché uno in particolare assuma il ruolo di ordinamento modello rispetto a tutti gli altri.

Certo, dal punto di vista del modello della *securities law* complessivamente considerata, vi è stata una pressione politica da parte degli Stati Uniti per ottenere la punizione di alcuni comportamenti che negli ordinamenti continentali non erano considerati illeciti, in particolare modo questo è avvenuto rispetto al fenomeno dell'*insider trading* (134), ma, con particolare riferimento agli abusi di mercato di carattere manipolativo, si è assistito ad un avvicinamento spontaneo della comunità europea al sistema nordamericano.

Ci si può forse riferire, in questo contesto, al ruolo giocato dal prestigio goduto da una soluzione giuridica straniera negli ordinamenti che decidono di importarla: non fattori linguistici, né geografici, e neppure meccanicamente economici determinano il successo di una costruzione giuridica, bensì la convinzione di una *intrinseca superiorità* di essa rispetto a tutte le altre (135). Le norme statunitensi, in quanto parti del sistema che da più tempo si confronta senza soccombere, se non episodicamente, alla pressione dei mercati, hanno guadagnato un elevato tasso di prestigio: la trasposizione in altri ordinamenti delle scelte di politica criminale alla base della *securities law* americana potrebbe spiegarsi alla luce della sua 'sopravvivenza storica' alle sollecitazioni generate da un mercato tumultuoso e complesso, in breve: alla sua efficienza repressiva (136).

(132) Sul rapporto tra globalizzazione, integrazione sovranazionale e diritto penale, SILVA SANCHEZ J. M., *La expansión del derecho penal. Aspectos de la política criminal en las sociedades postindustriales*, 2001, trad. it. *L'espansione del diritto penale*, Milano, 2004, 49 ss.

(133) Afferma letteralmente che «la delinquenza della globalizzazione è economica» SILVA SANCHEZ J. M., *L'espansione*, cit., 51.

(134) Per un riferimento a proposito della vicenda dell'importazione sul continente dell'incriminazione di *insider trading*, da alcuni ritenuta una manifestazione di imperialismo giuridico, NIETO MARTIN A., *Américanisation*, cit., 772.

(135) Come sottolineato in dottrina, la circolazione di un modello normativo non può avvenire in assenza di un fattore di prestigio, culturale o politico, che accompagni l'immagine del Paese esportatore della soluzione giuridica, cfr. GRANDE E., *Imitazione*, cit., XXIV. Nello stesso senso VOGEL J., *Politica*, cit., 141. Sul concetto di prestigio in riferimento a modelli giuridici, SACCO R., *Introduzione al diritto comparato*, Torino, 1992, 148.

(136) Ripercorrendo la tassonomia proposta da Grande per spiegare le ragioni di fondo della circolazione di un modello giuridico - modello di circolazione scientifico-culturale;

I fattori di efficienza del sistema americano sembrano essere principalmente due, che troviamo riprodotti nel sistema della direttiva sugli abusi di mercato ed in quello italiano:

- a) il *protagonismo delle autorità di settore*, che sono lo strumento meno democratico, ma più flessibile (137) (e quindi efficiente) per governare una realtà economica in perenne mutamento come il mercato (138);
- b) la *costruzione di norme repressive ibride*, a metà strada tra la *statute law* e la *common law*, incentrate cioè su concetti aventi la struttura dello *standard*, da 'riempire' progressivamente di significato attraverso l'attività interpretativa dei *giudici* e delle *autorità di controllo*, le quali possono integrare la norma legale sia in via *generale*, mediante i propri poteri regolamentari, che in via *particolare*, con la 'giurisprudenza' che si viene a creare con i provvedimenti sanzionatori amministrativi che le amministrazioni indipendenti sono in grado di emanare.

Questi due tratti hanno fatto sì che il modello americano di contrasto alla criminalità finanziaria fosse il più adatto ad un contesto di *crisi della legge* nello Stato contemporaneo, vale a dire ad una situazione in cui la norma emanata dall'organo massimamente rappresentativo di una comunità statale non è più idonea a governare fenomeni così complessi, per un degrado *qualitativo* che l'ha trasformata da *criterio di comportamento*

modello di politica del diritto; modello efficiente - in tema di *securities law* sembra prevalere il terzo. Sui tratti di questi tre modelli, cfr. GRANDE E., *Imitazione*, cit., XXII ss.

(137) Sulla flessibilità dell'autorità di controllo come scopo primario del Congresso Americano nel 1934, cfr., THIEFFRY G., *The Case For a European Securities Commission (E.S.C.)*, in Ferran G.-Goodhart C. (Eds.), *Regulating Financial Services and Markets in the 21st Century*, Oxford-New York, 2001, 227.

(138) È un dato molto importante che tali autorità dispongano di una tutela penale *ad hoc*, anche rispetto ai propri poteri di inchiesta (si pensi, da noi alle fattispecie di cui agli artt. 2638 cc. e 170-bis t.u.f.). Sul ruolo delle autorità di settore nell'ambito del diritto contemporaneo v., nella letteratura di lingua spagnola, MARTINEZ RUIZ J., *La tutela jurídica penal de las potestades administrativas de supervisión e inspección de los mercados financieros*, Barcelona, 2001, 229 s. Il moltiplicarsi delle autorità amministrative di settore ha molte spiegazioni, principalmente attinenti al progressivo ritirarsi dello Stato dall'amministrazione attiva di processi di allocazione di beni e servizi e alla strutturazione dell'economia e della politica degli Stati occidentali secondo un modello policentrico, in cui più soggetti sociali si contendono, in un equilibrio precario, posizioni privilegiate. Sulla correlazione tra questa condizione 'osmotica' degli Stati occidentali moderni e l'erompere in essi delle autorità indipendenti cfr., per tutti, PREDIERI A., *L'erompere delle autorità amministrative indipendenti*, Firenze, 1997, 5 ss.

*generale e astratto a strumento a buon mercato di acquisizione del consenso* (139). Occorre notare come la progressiva dilatazione delle prerogative delle autorità di controllo sia il riflesso di un più generale spostamento dell'equilibrio del potere dalle sedi *politico-rappresentative* a quelle *tecnocratiche* (140), più efficienti in quanto più aperte ai contatti *internazionali* e meno legate ad interessi *locali*: non è un caso che il potenziale conflitto in ordine all'applicabilità del *Sarbanes-Oxley Act* anche ad imprese straniere, sia stato disinnescato *non* a livello *politico*, ma mediante consultazioni tra le *authorities* europee e la SEC (141). Che il controllo mediante un'autorità specializzata ed indipendente sia valutato attualmente come la soluzione più efficiente è comprovato, peraltro, dai tentativi, formalizzati anche da alcuni studiosi, di implementare ulteriormente l'efficienza del controllo amministrativo, unificando i poteri delle diverse autorità nazionali in un'unica autorità *europea* (o addirittura *mondiale*, con l'edificazione di una *World Financial Authority*) (142), il cui modello sarebbe ancora una volta, *ça va sans dire*, da

(139) Sulla crisi dello Stato e della sua legge, le riflessioni politologiche, giuridiche, sociologiche ed economiche sono ormai numerosissime. Si vedano, tra i primi a sottolineare il declino della legge negli Stati contemporanei, FORSTHOFF E., *Stato di diritto in trasformazione*, Milano, 1973, 103 ss.; IRIT N., *L'età della decodificazione*, Milano, 1979; SARTORI G., *Dove va il Parlamento?*, in ID. (a cura di), *Il Parlamento Italiano*, Napoli, 1963; FASSÒ G., *Il giudice e l'adeguamento del diritto alla realtà storico sociale*, in *Scritti di filosofia del diritto*, II, Milano, 1982, 1017; di recente, in chiave fortemente critica, MATTEI U.-NADER L., *Plunder. When the Rule of Law is Illegal*, Malden-Oxford-Carlton, 2008.

(140) Sull'abdicazione dell'autorità politica rispetto ai propri compiti di normazione e regolamentazione, a vantaggio di autorità tecnocratiche, cfr. MERUSI F., *Democrazia e autorità indipendenti*, Bologna, 2000, *passim*; per un'ampia riflessione in ordine alla crisi dello Stato contemporaneo, con particolare riferimento al governo dei fenomeni economici, cfr. STRANGE S., *The Retreat of the State. The Diffusion of Power in the World Economy*, 1996, trad. it., *Chi governa l'economia mondiale?*, Bologna, 1998, 21 ss.

(141) Come sottolineato da GALGANO F., *La globalizzazione*, cit., 81. Peraltro, il confronto tra le autorità di controllo europee e americane si sta istituzionalizzando: nel 2004 è stato avviato a Bruxelles il cd. 'Dialogo transatlantico sulla Corporate Governance'.

(142) Come auspicato, tra gli altri, da EATWELL J., *New Issues in International Financial Regulation*, in Ferran G.-Goodhart C. (Eds.), *Regulating Financial Services and Markets in the 21st Century*, Oxford, 2001, 239 ss., che sostiene che le tradizionali funzioni di un'autorità di vigilanza dovrebbero essere ripartite tra le autorità nazionali e un'autorità finanziaria mondiale: tra questi compiti condivisi, vi sarebbero l'autorizzazione all'accesso al mercato, la tutela della trasparenza dei mercati, la sorveglianza sull'osservanza delle norme di condotta legislative e regolamentari, l'esercizio di poteri di *enforcement* rispetto ai trasgressori delle norme che regolano il mercato e, infine, lo sviluppo di linee di politica del diritto armonizzate tra tutte le normative nazionali, al fine di mantenere coerentemente aggiornate. Per sostenere la necessità della costruzione di un'autorità europea per i mercati, si è

rinvenire nel diritto statunitense, precisamente nella conformazione della SEC (143) (rispetto alla cui efficienza, per molti studiosi risulta cruciale la struttura ed il funzionamento della *Division of Enforcement*) (144).

Con particolare riferimento alla costruzione di norme repressive ibride (punto *sub ii*), si nota come le fattispecie che reprimono gli abusi di mercato costituiscano, in realtà, una *cornice normativa*, che assicura una *prevedibilità 'di massima'* del pronunciamento del giudice del caso singolo ed una *determinatezza tendenziale* della incriminazione. L'inserzione di *standards* nel tipo legale è un fenomeno di 'ibridazione giuridica' tra esperienze *legalistiche* di matrice *continentale* ed approccio *topico-casistico* di tipo *anglosassone*, ove il momento creativo dell'applicazione della legge è invece da sempre centrale (145). Nel nostro ordinamento, l'efficacia della decisione di un tribunale, rispetto ai pronunciamenti successivi di altri giudici, dipende dalla *ragionevolezza intrinseca*, dalla *validità logica* della soluzione prospettata e dall'*autorevolezza* che il magistrato che ha emanato il provvedimento gode rispetto a quello del giudizio successivo. Come in tutti i sistemi giuridici continentali (146), nel nostro

affermato che la situazione di frammentazione delle regolamentazione finanziaria e l'inefficienza del controllo pubblico degli operatori che agiscono 'a cavallo dei mercati' dei diversi Stati membri, testimoniata dalla ripetizione di condotte fraudolente e manipolative ai danni dei piccoli risparmiatori, sarebbero assai simili a quella che precedette l'istituzione di una autorità federale negli Stati Uniti nel 1934. Sui parallelismi tra la situazione americana di allora e quella europea di oggi cfr. THIEFFRY G., *The Case*, cit., 223 ss.

(143) Cfr., ad esempio, THIEFFRY G., *The Case*, cit., 211 ss., il quale registra (219) anche come sia inevitabile la creazione di un qualche tipo di regolatore centrale dei mercati in Europa.

(144) La dimensione strategica della *Division of Enforcement* è sottolineata ancora da THIEFFRY G., *The Case*, cit., 227.

(145) SILVA SANCHEZ J.M., *L'espansione*, cit., 72, sottolinea come si profili un abbandono dell'obbligo di determinatezza con riferimento alle fattispecie che caratterizzano il diritto penale della criminalità transnazionale. L'A., anzi, auspica (110 s.) che con riferimento agli illeciti penali economici, cui tendenzialmente si dovrebbe collegare una sanzione non detentiva, sia opportuna una flessibilizzazione non solo delle regole di imputazione, ma degli stessi principi di politica criminale come il principio di legalità e, appunto, il principio di determinatezza.

(146) Vi è solo la parziale eccezione della Spagna, per la quale la *Ley de Enjuiciamiento civil* (LEC) del 2005, ha previsto, nel processo civile, il ricorso dell'interesse della legge (*Recurso en Interés de la Ley*). A certe condizioni, i precedenti della Cassazione in materia civile costituiscono un vincolo per i giudici di merito. L'art. 490 LEC stabilisce i presupposti per il ricorso nell'interesse della legge: «Resoluciones recurribles en interés de la ley. 1. Podrá interponerse recurso en interés de la ley, para la unidad de doctrina jurisprudencial, respecto de sentencias

Paese non è presente alcunché di simile al principio dello *stare decisis*, che assicuri un effetto vincolante, rispetto a sé stesso ed alle corti di rango inferiore (a meno non ricorrano ipotesi di *overruling* o *distinguishing*) (147), alle regole di diritto applicate creativamente dal giudice: l'art. 65 dell'ordinamento giudiziario si limita a stabilire, con riferimento alla suprema Corte di Cassazione, che questa ha il compito di assicurare l'esatta osservanza e l'uniforme applicazione della legge (148). È però, al contempo, incontrovertibile che il giudice, inserendosi nei varchi appositamente lasciati aperti dal legislatore – costituiti dagli elementi elastici e valutativi – possa 'ricreare' la norma di volta in volta, identificando nella condotta portata al suo esame una pratica manipolativa oppure una semplice operazione speculativa. I concetti di *alterazione sensibile*, ovvero di *influenza sensibile*, *informazione precisa*, *artificio* ecc., non descrivono situazioni, né si riferiscono a fatti, bensì *veicolano valutazioni*, indicando al contempo implicitamente i *criteri* per effettuarle.

La presenza di un tale *potere* creativo in capo all'organo giudicante, in assenza di *vincoli formali* che garantiscano la predeterminabilità del pronunciamento dei giudici che successivamente affrontino le

que resuelvan recursos extraordinarios por infracción de ley procesal cuando las Salas de lo Civil y Penal de los Tribunales Superiores de Justicia sostuvieran criterios discrepantes sobre la interpretación de normas procesales. 2. No procederá el recurso en interés de la ley contra sentencias que hubiesen sido recurridas en amparo ante el Tribunal Constitucional». L'art. 491 definisce i soggetti legittimati al ricorso: «Legitimación para recurrir en interés de la ley. 1. Podrán en todo caso recurrir en interés de la ley el Ministerio Fiscal y el Defensor del Pueblo. Asimismo, podrán interponer este recurso las personas jurídicas de Derecho público que, por las actividades que desarrollen y las funciones que tengan atribuidas, en relación con las cuestiones procesales sobre las que verse el recurso, acrediten interés legítimo en la unidad jurisprudencial sobre esas cuestiones». L'art. 493 stabilisce, invece, gli effetti del pronunciamento del Tribunale supremo: «Sentencia. 1. La sentencia que se dicte en los recursos en interés de la ley respetará, en todo caso, las situaciones jurídicas particulares derivadas de las sentencias alegadas y, cuando fuere estimatoria, fijará en el fallo la doctrina jurisprudencial. En este caso, se publicará en el Boletín Oficial del Estado y, a partir de su inserción en él, complementará el ordenamiento jurídico, vinculando en tal concepto a todos los Jueces y tribunales del orden jurisdiccional civil diferentes al Tribunal Supremo». Nulla di simile vale, invece, per il processo penale, che, come negli altri paesi continentali, non conosce un vincolo formale alla statuizione del Tribunale di ultimo grado. Sul sistema processuale penale spagnolo v. MARCOLINI S., *Proceso penale spagnolo*, in *Enc. dir.*, Annali II – tomo I, Milano, 2009, 781 ss.

(147) Sui poteri di *distinguishing* a *overruling* cfr., in generale, MATTEI U., *Stare decisis*, Milano, 1988, 209 ss.

(148) Sottolinea come la risposta alla delinquenza transnazionale non possa prescindere dalla tradizione giuridico-penale anglosassone, SILVA SANCHEZ J.M., *L'espansione*, cit., 52 s.

medesime questioni giuridiche, può non comportare, di fatto, una maggiore incertezza rispetto a quella che potrebbe assicurare una disposizione normativa che tenti di descrivere, casisticamente, tutte le ipotesi di alterazione dei mercati che rilevano penalmente (per restare alla formulazione di cui alle norme oggetto del presente lavoro). È noto, infatti, che su aspetti cruciali dell'intervento giuridico sui mercati si può osservare uno spontaneo fenomeno di uniformità giurisprudenziale non solo all'interno di un dato ordinamento, ma anche tra gli ordinamenti; di modo che alla discontinuità dei sistemi legislativi contemporanei, si contrappone l'omogeneità della giurisprudenza di Paesi differenti nella soluzione delle questioni più problematiche (149).

Peraltro, occorre rilevare che in un contesto in cui la regolazione e la minaccia della pena divengono fattori nel calcolo dell'azione più razionale da parte degli operatori, può essere controproducente, rispetto ad una protezione dell'allocatione efficiente degli investimenti, una normazione eccessivamente rigida o formalistica, che inaridisca il confronto tra disposizione legale ed interpretazione giudiziale. Secondo un recente studio inglese (150), sarebbe infatti ingenuo attendersi dalla normativa concernente la manipolazione del mercato l'assenza di ambiguità: per ottenere anzi un'efficace disciplina dei fenomeni di abuso di mercato, un certo tasso di ambiguità/indeterminatezza sarebbe invece essenziale. La stessa direttiva del 2003, all'art. 1, num. 2, lett. c), richiede che le definizioni di manipolazione del mercato siano adottate «in modo da garantire la possibilità di includere nuovi tipi di attività che in base alla prassi costituiscono manipolazione di mercato». Ad ulteriore dimostrazione dell'assunto, l'art. 4 della direttiva 2003/124/EC, nello specificare il disposto della direttiva 2003/6/EC, si astiene infatti dal fornire una specificazione tecnica volta ad integrare il concetto di manipolazione del mercato, e si limita a predisporre mere indicazioni di tipo prasseologico, a costituire un elenco non esaustivo ed avente il mero valore di indizio.

(149) Il fenomeno è constatato, quanto meno in ambito commercialistico, da GALGANO F., *La globalizzazione*, cit., 116.

(150) SWAN E.J., *Market*, cit., 26 ss., il quale (27) afferma: «because it is not always possible for a regulator to anticipate what forms these disruptive techniques may take, a significant amount of ambiguity needs to be built into the market abuse regime to allow its prohibitions to be flexible enough to stretch to cover unforeseen situations».

La costruzione di una norma repressiva basata su *standards* dimostra non già la pigrizia del legislatore (quanto meno di quello comunitario), bensì una razionale ricerca di una norma flessibile, in grado di conseguire tre importanti risultati:

- a) permettere di escludere dal tipo le condotte manipolative di più basso profilo, non produttive di conseguenze dannose;
- b) non scoraggiare le forme di competizione più intense, le operazioni più rischiose, ma potenzialmente produttive di una migliore efficienza degli investimenti;
- c) non appesantire l'accertamento processuale con problemi probatori concernenti il superamento di soglie o altri indicatori tecnici e formali non necessariamente significativi di una maggiore pericolosità della condotta (151).

Quanto detto legittima comunque ad avanzare rilievi critici rispetto ad alcune ingenuità metodologiche che hanno segnato l'introduzione di una normativa europea di contrasto agli abusi di mercato e la sua recezione nel nostro ordinamento: tali ingenuità sono principalmente riconducibili ad una sottovalutazione del ruolo che il diritto processuale svolge nel delineare il 'volto' concreto della repressione penale nel 'sistema modello', quello statunitense.

Come già accennato, la presenza di procedimenti paralleli e la costruzione di norme basate su *standards* trovano una razionale composizione nell'ordinamento statunitense, in quanto esso conosce, rispettivamente, la discrezionalità dell'azione penale e, in generale, punitiva, ed una serie di vincoli, *in primis* lo *stare decisis et non quiescit movere* (benché negli Stati Uniti il vincolo del precedente sia più debole che in altri Paesi di *common law*) (152), che garantiscono la certezza e la

(151) Anche le pratiche di *insider trading* si incentrano, nella conformazione della direttiva sugli abusi di mercato e nella recezione normativa italiana, su uno *standard*, consistente rispettivamente nella *materialità*/ *immaterialità* dell'informazione riservata alla base delle operazioni dell'*insider* (art. 181, co. 4 t.u.f.). Sul concetto di materialità nel contesto specifico delle condotte fraudolente e ingannatorie rispetto al mercato degli investimenti, ai sensi della *rule 10b-5*, cfr. HAZEN T.L., *The Law of Securities Regulation*, St. Paul, 2005, §§ 12.9 [1] ss.

(152) Per un'analisi del principio nel sistema statunitense, cfr. MATTEI U., *Stare*, cit., 277 ss., ma anche, successivamente, ID., *Common Law. Il diritto anglo-americano*, Torino, 1992, 215 ss., in cui l'PA, definendo il significato e la portata della regola dello *stare decisis*, ne distingue l'efficacia *orizzontale*, per cui una corte è obbligata a seguire i propri precedenti, da quella *verticale*, che impone al giudice inferiore di seguire i precedenti di quello

prevedibilità dell'interpretazione giudiziale, quanto meno evitando l'applicazione retroattiva di interpretazioni più sfavorevoli della norma legale.

È superfluo tornare sul tema dei procedimenti paralleli, basti ricordare che, nell'ordinamento statunitense, la pluralità di opzioni per perseguire una condotta di manipolazione di mercato esiste 'in potenza', perché poi, in via di fatto, le varie agenzie del controllo formale sugli illeciti finanziari il più delle volte si coordinano e prescelgono solo l'opzione sanzionatoria più opportuna, tramutandola 'in atto' con il relativo procedimento.

Quanto alla tutela del cittadino di fronte ad interpretazioni più sfavorevoli che il giudice abbia a prescegliere nell'applicazione di una norma penale, in particolare quando incentrata su concetti generali e tendenzialmente poco determinati, è sufficiente sottolineare come negli Stati Uniti si tende a ricorrere, più che alla tecnica del *prospective overruling* (valida per branche dell'ordinamento diverse da quella penale), all'istituto del *mistake of law*, che consente l'esenzione dalla responsabilità penale per carenza di colpevolezza per chi abbia compiuto l'illecito prima dell'emanazione del precedente giurisprudenziale più restrittivo (153).

Ne deriva che l'importazione del modello statunitense può avvenire senza la necessità di particolare adattamenti in un sistema di *common law* come quello del Regno Unito, in cui l'*azione penale non è obbligatoria* e vige l'istituto del *mistake of law*, che è il perfetto contraltare alla tecnica nord-americana dell'*absolute discharge*: viene infatti prevista una condanna, ma priva di conseguenze punitive, per chi abbia tenuto la condotta illecita prima dell'interpretazione più sfavorevole della norma penale (e anche

sovraordinato: la prima svolge una funzione *nomofilattica*, la seconda esprime il rapporto di *subordinazione gerarchica* tra corti. Ricorda Mattei (216) come, negli Stati Uniti, lo *stare decisis* in senso orizzontale non è mai stato osservato strettamente dalla Corte suprema e, a livello di corti intermedie, tale obbligo sia considerato in modo piuttosto 'elastico'; trattandosi di un'obbligazione legata alla nomofilachia, è, invece, ovvio che lo *stare decisis* in senso orizzontale non sia rispettato dalle corti di livello inferiore.

(153) Trattasi in effetti di mera finzione, posto che viene assolto anche chi era perfettamente cosciente dell'illiceità della propria condotta e non riponeva affidamento sul precedente orientamento ermeneutico. Sul *mistake of law*, cfr. GRANDE E., *Principio di legalità e diritto giurisprudenziale: un'antinomia?*, in Fiandaca G. (a cura di), *Sistema penale in transizione e ruolo del diritto giurisprudenziale*, Padova, 1997, 141 e bibl. *ivi cit.*

prima che venga dichiarato riconosciuta l'illiceità di un comportamento che, ai sensi di un'interpretazione restrittiva della fattispecie, non potrebbe considerarsi penalmente rilevante) (154).

In un sistema come quello italiano, che costituzionalizza, senza alcun temperamento *espresso*, l'obbligatorietà dell'azione penale, e omette di prevedere un minimo coordinamento interpretativo tra gli organi giudicanti – in forza del postulato mistificante per cui il giudice non svolge un ruolo creativo e la definizione dei comportamenti illeciti compete alla sola legge del parlamento (155) – la recezione automatica di una normativa così intrisa dello 'spirito' della *common law* (156) moltiplica, in un groviglio di procedimenti paralleli, la discrezionalità degli organi giudiziari (e di quelli amministrativi preposti al controllo del mercato), con conseguente incertezza dell'ambito applicativo delle fattispecie penali ed amministrative di manipolazione del mercato. Queste, nel nostro ordinamento, assumono le forme di 'corpi pulsanti', che si contraggono e, più frequentemente, si espandono ad ogni applicazione giudiziale, senza alcuna garanzia per il cittadino di prevedere se, quando si troverà di fronte al giudice, la norma sarà in fase espansiva o recessiva.

(154) Anche per la tecnica dell'*absolute discharge* cfr. GRANDE E., *Principio*, cit., 143.

(155) Sul punto cfr., tra gli altri, CADOPPI A., *La genesi delle fattispecie penali. Una comparazione tra civil law e common law*, in Fiandaca G. (a cura di), *Sistema penale in transizione e ruolo del diritto giurisprudenziale*, Padova, 1997, 147 ss.

(156) Ovviamente l'espressione è mutuata da POUND R., *The Spirit of Common Law*, (1921), Whitefish (MT), 2008.

PARTE III

PROFILI DI DIRITTO INTERNO: I TRATTI PROBLEMATICI  
DELLA FATTISPECIE PENALE DI MANIPOLAZIONE DEL  
MERCATO

## CAPITOLO I

### L'ANTICIPAZIONE DELLA TUTELA NEL DELITTO DI MANIPOLAZIONE DEL MERCATO: IMPLICAZIONI POLITICO-CRIMINALI

SOMMARIO: 1. Percorso di analisi: l'inquadramento dogmatico della fattispecie di manipolazione del mercato. – 2. La dicotomia *pericolo concreto* vs. *pericolo astratto* alla luce di due parametri distintivi. – 2.1. Il parametro distintivo: l'ampiezza della base del giudizio. – 2.2. Il parametro distintivo: la distanza logico-temporale tra condotta tipica e danno temuto. – 3. I caratteri del giudizio di pericolo nella fattispecie di manipolazione del mercato: l'art. 185 come fattispecie di pericolo '*tendenzialmente concreto*'. – 4. L'anticipazione della tutela e il riposizionamento dei disvalori del reato. – 5. Anticipazione della tutela e conseguenze in termini di rappresentazione e volizione del fatto. – 5.1. La manipolazione del mercato come reato a disvalore di intenzione *rafforzato*. – 5.1.1. Tensione finalistica ed elementi soggettivi 'mimetizzati' nel tipo della manipolazione del mercato. – 6. L'offesa riconducibile alla manipolazione del mercato: gli incerti confini del danno all'investimento finanziario. – 7. Conclusione. La ragionevolezza come tutela rispetto alla possibile ipereffettività della fattispecie di manipolazione del mercato.

#### 1. *Percorso di analisi: l'inquadramento dogmatico della fattispecie di manipolazione del mercato.*

Dopo aver delineato, nel capitolo precedente, i tratti caratterizzanti della disciplina italiana in tema di manipolazione del mercato, occorre ora confrontarsi con i profili più problematici della fattispecie penale di cui all'art. 185 t.u.f.

Un rilevante profilo di ambiguità della fattispecie incriminatrice attiene alla conformazione del tipo, in particolare al modello di anticipazione della tutela prescelto dal legislatore. La fedeltà al *dictum* legislativo ci impone di identificare nell'art. 185 t.u.f. un reato di

pericolo concreto, poiché la disposizione è limpida nel tipizzare una condotta «concretamente idonea a provocare un'alterazione dei prezzi» di uno o più strumenti finanziari quotati (1).

Nel constatare la natura concreta del pericolo considerato dalla fattispecie dobbiamo altresì ammettere che la scelta univoca del legislatore affida all'incriminazione un compito così arduo da risultare finora inadempito da parte delle figure di aggrottaggio che hanno preceduto l'art. 185 t.u.f.: conciliare le eterogenee 'scale' dei fenomeni con cui si misura l'illecito penale di manipolazione del mercato. Da una parte, condotte manipolative *individuali*, seppure spesso plurisoggettive, dall'altra turbative finanziarie *supra-individuali*. Fino al 2005 le fattispecie criminali volta a reprimere fenomeni manipolativi *sui mercati finanziari* veicolavano responsabilità penali sulla base dell'accertamento della *mera propensione causale della condotta tipica*, vale a dire di un riscontro processuale privo dei connotati caratterizzanti di un giudizio di pericolo *effettivo* rispetto agli interessi protetti (2).

L'*esegesi* della fattispecie penale *sostanziale* condurrà, pertanto, a dirimere il dubbio circa l'effettivo conseguimento, da parte del legislatore, di un obiettivo tanto alto come la conciliazione dell'intervento penale nei mercati mobiliari con il principio di offensività e quindi consentirà, al contempo, di trarre anche delle conclusioni di *carattere politico-criminale* in ordine alla possibilità di sottoporre a controllo critico le scelte punitive operate recentemente nei sistemi finanziari.

(1) Vi è chi critica la ricostruzione della manipolazione del mercato come reato di pericolo concreto, poiché ciò comporterebbe che una determinata variazione dei prezzi dovrebbe sempre verificarsi, salve le ipotesi in cui tra la condotta concretamente idonea a turbare il mercato e l'evento di alterazione si frapponga un'azione di salvataggio (ovvero un fatto estraneo all'azione dell'agente che impedisca la trasformazione del pericolo in danno), PREZIOSI S., *L'aggrottaggio*, in Rossi A. (a cura di), *Reati societari*, Torino, 2005, 469 ss.; ID., *La manipolazione di mercato*, Bari, 2008, 209 ss. Si deve però constatare che tale interpretazione confligge nettamente con la lettera della legge.

(2) Sulla definizione di base, metro e momento del giudizio caratterizzante il pericolo concreto, cfr., per tutti, ANGIONI F., *Il pericolo concreto come elemento della fattispecie penale*, Milano, 1994, 97 ss.

## 2. La dicotomia pericolo concreto vs. pericolo astratto alla luce di due parametri distintivi.

Il reato di pericolo è un'entità polimorfa, declinabile in svariati modelli, ulteriormente complicata dalla variabilità terminologica con cui la dottrina ne ha trattato.

La qualificazione della manipolazione del mercato in termini di reato di pericolo concreto o astratto (3), richiede perciò una semplificazione della complessità terminologica e concettuale propria dei reati di pericolo. A nostro parere può essere utile ricorrere a due parametri in grado di orientare l'interprete circa la natura del reato di pericolo che si trova ad applicare: a) innanzitutto l'ampiezza della *base del giudizio*; b) secondariamente la *distanza logica e cronologica* tra condotta tipica ed evento temuto.

Preliminarmente però occorre definire in cosa consiste il pericolo, potendosi alternativamente ritenere che esso integri un concetto *normativo*, oppure un dato *empirico*, ovvero ancora il risultato di una *valutazione soggettiva*.

Partendo da quest'ultima qualificazione, se si intendesse il pericolo come un *giudizio* espresso dal soggetto attivo che esamini la fattispecie concreta riportandosi al momento del fatto, sarebbe difficile conservare la carica di disvalore che il legislatore conferisce al pericolo quando lo

(3) Sulla nozione di pericolo astratto non c'è ancora accordo in dottrina e neppure sui rapporti tra questa nozione e il concetto, finitimo, di pericolo *presunto*. Per rimanere allo scenario italiano, per alcuni AA., pericolo astratto e presunto si differenziano per la impossibilità, nel secondo caso, di controllare le caratteristiche del caso concreto e quindi l'inesistenza del pericolo (ad es. PADOVANI T., *Diritto penale della prevenzione e mercato finanziario*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 1995, 637); molto simile è la posizione di chi (MANTOVANI F., *Diritto penale*, P.te gen.<sup>5</sup>, Padova, 2007, 205 s.) identifica la differenza tra i reati di pericolo astratto e quelli di pericolo presunto nel fatto che nel primo caso vi sarebbe un'impossibilità oggettiva di verificare le condizioni per la realizzazione dell'evento, mentre nel secondo vi sarebbe una impossibilità giuridica, per la presenza di una presunzione *iuris et de iure* di pericolosità. Altri segnalano che alcuni reati comunemente ritenuti di pericolo astratto (ad esempio l'art. 440 c.p., che punisce l'adulterazione di acque o sostanze destinate all'alimentazione, prima che siano atinte o distribuite per il consumo) lascerebbero al giudice l'accertamento dell'elemento del pericolo, imponendogli solo di astrarre da alcune circostanze. Nessun reato di pericolo astratto in questi casi, ma tali ipotesi costituirebbero una *species* dei reati di pericolo concreto (ROMANO M., *Commentario sistematico del codice penale*<sup>3</sup>, I, Milano, 2004, 341 s.). Sottolinea, infine, come la terminologia coerente non differenzi le espressioni pericolo astratto e presunto PULITANÒ D., *Diritto penale*<sup>3</sup>, Torino, 2009, 226).



inserisce tra gli elementi impliciti o espliciti della fattispecie penale (4): non sarebbe infatti tollerabile che l'esistenza di un elemento della fattispecie *oggettiva* venisse a dipendere dall'*opinione* sulla sua realizzazione nel caso concreto da parte del soggetto attivo o anche da un terzo osservatore imparziale. Sarebbe comunque necessario rintracciare, nella situazione data, elementi storici che forniscano il sostrato oggettivo e fenomenico di questo elemento della fattispecie incriminatrice.

Più interessante la qualifica del pericolo come *situazione reale*, concomitante alla condotta o successiva ad essa: per quel che più importa, si tratterebbe di un dato empirico spazialmente e temporalmente collocabile, avente tutti i caratteri del disvalore di risultato e perciò *sostitutivo* dell'evento stesso.

In sito in questa concezione vi è però il rischio di ipostatizzare il concetto del pericolo (5), ritenendolo indipendente da un sostrato reale e soprattutto di accertamento identico ad un evento, cioè con procedimento diagnostico e non prognostico, con prospettiva *ex post* e non *ex ante*. Correttamente inteso il pericolo non è un elemento fenomenico a sé stante, ma una qualifica da apporre ad una situazione, questa sì reale, concomitante o successiva alla condotta tipizzata.

La qualifica di un fatto, di una condotta, di una situazione come pericolosa esprime un preciso significato: una correlazione che intercorre tra un dato fattuale ed un altro elemento, valutato negativamente dall'ordinamento, che non deve essersi tradotto in realtà, ma deve essere rimasto allo stato potenziale (altrimenti tra i due estremi non intercorrerebbe una relazione di pericolo ma un nesso di causalità).

Il pericolo è, in sostanza, una *qualifica valutativa*, le cui condizioni di impiego sono normativamente dettate e sono distinte dagli impieghi non giuridici del termine. Ci troviamo in presenza di un concetto propriamente *normativo*, che assume ampiezza e conformazione differenti, pur nella permanenza di un nocciolo duro di significato in

(4) Per una critica al pericolo come giudizio cfr. ANGIONI F., *Il pericolo*, cit., 14.

(5) Come già stigmatizzato da ENGISCH K., *Untersuchungen über Vorsatz und Fahrlässigkeit im Strafrecht* (1930), Aalen, 1964, 406.

tutte le fattispecie in cui compare, a seconda delle norme incriminatrici che lo contemplanò come proprio elemento costitutivo (6).

### 2.1. I parametro distintivo: l'ampiezza della base del giudizio.

Una 'variabile' assai rilevante nella definizione di un reato in termini di pericolo concreto o di pericolo astratto dipende dalla conformazione della fattispecie incriminatrice e attiene al *numero di circostanze da considerare* quale base dell'accertamento di una relazione pericolosa tra la condotta ed un evento lesivo per il bene protetto.

È infatti il legislatore storico a scegliere discrezionalmente, senza vincoli ontologici (7), tra due alternative fondamentali: permettere al giudice di considerare l'universalità delle circostanze presenti al momento della condotta ovvero, per diversi motivi certamente degni di considerazione, limitare il novero di fattori da considerare.

Se il pericolo è una qualificazione, l'ordinamento definisce, implicitamente ed esplicitamente, i parametri per attribuirle e selezionare tra i dati di una situazione concreta quali considerare e quali no. Proprio a causa della selezione normativa della base del giudizio il reato che contempla quale proprio elemento costitutivo una 'relazione di pericolo' assumerà via via un maggiore grado di astrattezza allontanandosi dal pericolo concreto per collocarsi all'interno del *genus* dei reati di pericolo astratto.

La base del giudizio di pericolo ha quindi un'ampiezza variabile. Principi di sistema, fondamentalmente riconducibili all'esigenza che

(6) Su questa qualificazione *del pericolo*, indipendentemente dal modello di *giudizio* per accertarlo che ne viene fatto derivare, si concorda con l'impostazione di PARODI GIUSINO M., *I reati di pericolo tra dogmatica e politica criminale*, Milano, 1990, 205 ss.; d'altra parte, anche chi dissente rispetto a questa ricostruzione (cfr. ANGIONI F., *Il pericolo*, cit., 390) non critica tanto la qualifica del pericolo in termini normativi, quanto il modello specifico di accertamento del pericolo che discenderebbero dall'accoglimento dell'impostazione di Parodi Giusino, soprattutto rispetto alla commistione di profili soggettivi in un elemento del fatto tipico (ci si riferisce al dato della prevedibilità degli elementi che fondano il pericolo).

(7) È pertanto vero che la distinzione tra evento pericoloso e condotta pericolosa è chiara in teoria, ma non così netta in pratica, nel senso che, a seconda della formulazione letterale della fattispecie, un reato può diventare di condotta pericolosa o di evento pericoloso (come sottolineato da ANGIONI F., *Il pericolo*, cit., 70 s.), ma è proprio per questo che la qualificazione di una fattispecie in un senso o nell'altro va ancorata alla lettera della legge e solo ad essa, per non rendere controvertibile ciò che dalla qualificazione dipende, cioè la definizione del tempo e del luogo di commissione del reato.

siano puniti solo i fatti effettivamente offensivi per il bene protetto, impongono di estenderla il più possibile, tanto da considerare tutte le circostanze concomitanti alla condotta o al fatto che è qualificato dalla singola norma incriminatrice che venga di volta in volta in considerazione. Ogni limitazione della base del giudizio potrebbe infatti comportare il duplice effetto collaterale di punire condotte che, alla luce della conoscenza integrale della situazione concreta, potrebbero non aver esposto a pericolo il bene protetto e di lasciare impunte condotte che, per circostanze anomale ed imprevedute, erano realmente dotate di una carica offensiva (8).

È insomma l'impostazione oggettivistica sottesa al sistema penale che vorrebbe che la base fattuale del pericolo non subisca limitazioni (9), se non quelle derivanti dal momento in cui si colloca la base del giudizio: trattandosi di una relazione potenziale, non si possono prendere in considerazione tutti gli elementi informativi che, intervenendo successivamente alla condotta e in prossimità della mancata realizzazione dell'evento di danno, trasformerebbero la prognosi in una diagnosi *ex post* e comporterebbero il riconoscimento del pericolo solo quando anche l'evento di danno si è verificato (10).

L'oggettivismo tendenziale del sistema impone quindi che salvo limitazioni espresse, la base di giudizio sia *totale*, senza astrazioni: il reato di pericolo 'di default' è quindi il *pericolo concreto*. Ciò non toglie che il pericolo astratto sia assai frequente nel sistema e si palesi ogni qualvolta ragioni di valore o ragioni strutturali consiglino al legislatore di considerare solo alcune delle circostanze della situazione rilevante (11).

(8) Esempio di quanto stiamo dicendo è una nota fattispecie contravvenzionale di cui all'art. 679 c.p., che punisce l'omessa denuncia di materie esplodenti o infiammabili, la cui pericolosità deve derivare solo da fattori qualificati di rischio esplicitamente menzionati dalla norma e solo da quelli: quantità e qualità (prescindendo quindi, ad esempio, dalla presenza di altri materiali comburenti, dalla distanza rispetto a fonti di calore, dalla precarietà del luogo di deposito ecc.).

(9) Che la base del giudizio di pericolo, appartenendo alla tipicità oggettiva, debba comprendere tutte le circostanze presenti al momento della condotta, poiché queste ultime ne forniscono una specificazione e rendono più preciso il giudizio di tipicità, è affermazione frequente in dottrina, cfr. MILITELLO V., *Rischio e responsabilità penale*, Milano, 1988, 26; MAZZACUVA N., *Il disvalore di evento nell'illecito penale*, Milano, 1983, 63; ANGIONI F., *Il pericolo*, cit., 50 ss.

(10) ANGIONI F., *Il pericolo*, cit., 53 s.

(11) Si ricordi, ad esempio, che il recente studio di Gargani identifica nella componente di astrazione del giudizio di pericolo il denominatore comune delle fattispecie di cui al titolo

Tra le ragioni *strutturali* vi è la necessità di ridurre il numero delle variabili che un giudizio di pericolo concreto imporrebbe invece di calcolare senza limitazioni. Non è semplicemente un'esigenza di mera *praticabilità* della fattispecie (12), bensì di applicabilità *tout court* della norma penale: se, per verificare la realizzazione di uno stato di pericolo, dovessero essere identificate tutte le circostanze del caso e definirne il ruolo concretamente giocato nella situazione concreta, la norma stessa, per la finitezza delle conoscenze umane, non potrebbe mai trovare applicazione. Si pensi a quanto accade nelle ipotesi di responsabilità penale per danno da prodotto: le difficoltà delle trame causali escludono che il legislatore possa concretizzare eccessivamente la base del giudizio e impongono per converso di accontentarsi di connessioni astratte di pericolosità basate su generalizzazioni dell'esperienza (13).

Tra le ragioni di *valore* ricade essenzialmente la questione del *tipo di bene giuridico* protetto che rileva da almeno due punti di vista:

- a) *l'importanza del bene* può rendere inaccettabile per il legislatore il ricorso al pericolo concreto. Il momento del giudizio di pericolo corrisponde infatti tendenzialmente (14) con quello in cui si è realizzato il *massimo pericolo per il bene protetto*: l'attesa di un momento così prossimo al danno potrebbe essere intollerabile rispetto a beni capitali per l'ordinamento, poiché lascerebbe privo di protezione un gruppo di condotte che pure giungono ad uno stadio assai prossimo alla lesione dell'interesse protetto;
- b) *la dimensione collettiva del bene*, che spesso va di pari passo con la sua importanza sociale, impone quasi sempre al legislatore di retrocedere al pericolo astratto per non rendere ineffettiva la

VI del codice penale, cioè dei delitti contro l'incolumità pubblica. Cfr. GARGANI A., *Il danno qualificato dal pericolo*, Torino, 2005, 252.

(12) ANGIONI F., *Il pericolo*, cit., 238.

(13) A proposito del rapporto tra reati di pericolo e responsabilità per danno da prodotto il rinvio è d'obbligo a PIERGALLINI C., *Danno da prodotto e responsabilità penale*, Milano, 254 ss.; di recente, v. anche DONINI M., *Modelli di illecito penale minore. Un contributo alla riforma dei reati di pericolo contro la salute pubblica*, in Donini M.-Castronuovo D. (a cura di), *La riforma dei reati contro la salute pubblica. Sicurezza del lavoro, sicurezza alimentare, sicurezza dei prodotti*, Padova, 2007, 271 ss.; sul punto sia consentito anche riferirsi a CONSULICH F., voce *Tutela del consumatore*, in Palazzo F.C.-Paliero C.E. (a cura di), *Commentario breve alle leggi penali complementari*, Padova, 2007, 2981 s.

(14) Cfr. ANGIONI F., *Il pericolo*, cit., 206, che fa riferimento al momento che comporta «la prognosi indicante la più alta possibilità di verifica dell'evento».

disposizione incriminatrice, come accade notoriamente nel caso dei reati ambientali. Attendere l'esposizione a pericolo concreto del bene protetto ad opera di una condotta individuale non potrebbe che portare all'applicazione della norma solo in caso di condotte macroscopiche quanto rare (15).

Le ragioni sopradette possono condurre a restringere la base del giudizio e così fornire un primo elemento di differenziazione tra reati di pericolo concreto e quelli di pericolo astratto, che oggi prendono il nome di reati di *attitudine*, ma che nel tempo hanno avuto varie denominazioni: reati di pericolo *astratto-concreto*, reati di pericolo *generico*, di pericolo *ipotetico*, di pericolo *potenziale* (16).

Per completezza, occorre qui accennare ad un'altra distinzione elaborata in seno alla tematica dei reati di pericolo: quella tra reati di *condotta pericolosa* e reati di *evento di pericolo* a seconda che il pericolo sia attribuito della condotta o di un evento ad essa successivo (17). Rientra

(15) Non è pertanto il tipo di descrizione generica dell'oggetto della tutela compiuta dal legislatore a costituire un fattore di astrazione della tutela, come sostenuto da Gallas W. (*Abstrakte und Konkrete Gefährdung*, in *Festschrift für E. Heintz*, Berlin, 1972, 180), ma, da una parte, l'importanza ad esso attribuita in un ordinamento, dall'altra parte la potenza espansiva immediata del pericolo a segnare la necessità di un intervento anticipato e più astratto del diritto penale. Sottolinea come l'astrazione sia un passaggio obbligato di fronte a fenomeni lesivi di particolare aggressività ed immediatezza FIANDACA G., *La tipizzazione del pericolo*, in *Dei delitti e delle pene*, 1984, 463. La natura astratta del pericolo va spesso di pari passo con la natura sovraindividuale del bene protetto, sul punto cfr. PARODI GIUSINO, *I reati*, cit., 212; 262; GARGANI, *Il danno*, cit., 157 ss. Si pensi ad esempio al bene della pubblica incolumità, che servirebbe appunto ad anticipare la tutela penale rispetto alla vita e integrità delle singole persone fisiche, v. FIANDACA, *Il "bene giuridico" come problema teorico e come criterio di politica criminale*, in *Riv. it. d. proc. pen.*, 1982, 72. Sulle condizioni di accettabilità dei reati di pericolo astratto in seno al sistema penale, MARINUCCI G.-DOLCINI E., *Corso di diritto penale*, Milano, 2001, 569; ROMANO M., *Commentario*, I, cit., 343.

(16) Di pericolo *astratto-concreto* parla Horst SCHRÖDER (*Abstrakt-konkrete Gefährdungsdelikte?*, in *JZ*, 1967, 522 ss.; ricorre al concetto di pericolo *ipotetico* TORÍO LOPEZ A., *Los delitos de peligro hipotético (Contribución al estudio diferencial de los delitos de peligro abstracto)*, in *Anuario der. pen. y ciencias pen.*, 1981, 830 ss., mentre invece impiega il concetto di pericolo *generico* il nostro ANGIONI F., *Il pericolo*, cit., 210; sul pericolo *potenziale* AZZALI Giamm., *Osservazioni sui reati di pericolo*, in Dolcini E.-Paliero C.E. (a cura di), *Studi in onore di G. Marinucci*, II, Milano, 2006, 1343 ss. Per un'articolata gamma di definizioni del pericolo astratto, cfr. GALLO M., *I reati di pericolo*, in *F. pen.*, 1969, 5; PARODI GIUSINO M., *I reati*, cit., 231; CANESTRARI S., voce *Reato di pericolo*, in *Enc. giur. Trecc.*, Roma, XXVI, Roma, 1991, 4 ss.; MARINUCCI-DOLCINI, *Corso*, cit., 560.

(17) Sulla distinzione, GALLO M., *I reati*, cit., 3 s. Nella dottrina tedesca è assolutamente dominante la concezione del pericolo come *evento*, (si veda la constatazione in tal senso di SCHROEDER F.C., *Die Gefährdung Delikte*, in Jescheck H.H. (hrsg.), *Deutsche strafrechtliche*

infatti nell'ambito della definizione della base del pericolo anche la scelta di attribuire la qualifica di pericolosità penalmente rilevante *alla condotta* o *ad una situazione ad essa successiva* e più prossima all'evento di danno temuto. La *restrizione della base del giudizio* può derivare anche dalla scelta del *momento del giudizio* rispetto all'evento di danno temuto.

La decisione di attribuire la qualifica di pericolosità penalmente rilevante *alla condotta* o *ad una situazione ad essa successiva* e più prossima all'evento di danno temuto comporta, infatti, che la relazione potenziale di pericolo debba essere accertata con un numero minore di informazioni di base: tutte quelle derivanti dalle circostanze successive alla condotta sono, nel primo caso, precluse all'applicatore della norma incriminatrice (18).

La distinzione così tracciata tra *condotta pericolosa* ed *evento di pericolo* si limita a classificare la scelta del legislatore storico, ma non comporta un diverso significato del termine *pericolo* o un differente modello di accertamento: in entrambi i casi occorre considerare il complesso delle circostanze concretamente presenti nel momento del giudizio alla luce delle massime di esperienza e conoscenze scientifiche disponibili. Piuttosto la differenza implica la fissazione di un diverso *tempus e locus commissi delicti*: nei reati in cui la pericolosità è attribuito della condotta, ad esempio nei reati di adulterazione o contraffazione di sostanze

*Landesreferat zum XI Internationalen Kongress für Rechtsvergleichung Caracas 1982*, Berlin-New York, 1982, 2) ma tale rappresentazione del pericolo rischia di essere fuorviante se dimentica che il pericolo è un concetto relazionale, che si collega con un evento che non si è storicamente realizzato. Ha senso parlare di pericolo, come concetto distinto dal danno, quando vi è una situazione in grado di portare ad una conseguenza ulteriore negativamente valutata dall'ordinamento, ma che non esaurisce in sé il proprio disvalore.

(18) Poiché il carattere di pericolosità nascerebbe contestualmente all'azione e in quel momento dovrebbe essere verificato, è evidente la presenza di un significativo fattore di astrazione: la mancata considerazione nella fattispecie incriminatrice delle circostanze successive alla condotta, che potrebbero comprovare l'esistenza o meno del pericolo (riassuntivamente, LAI A., voce *Incolunità pubblica (reati contro la)*, in *Enc. giur. Trecc.*, XVI, Roma, 1989, 6). L'anticipazione della consumazione al momento della condotta impone di prescindere dall'ingresso di concreti soggetti nella sfera di pericolo generato dalla condotta (PARODI GIUSINO M., *I reati*, cit., 270; ARDIZZONE S., voce *Incolunità pubblica (delitti e contravvenzioni contro la)*, in *Dig. disc. pen.*, VI, Torino, 1992, 369). In breve: il pericolo è astratto quando il momento in cui la condotta diviene tipica precede lo stadio del pericolo effettivo sia logicamente che cronologicamente. Sul tema, in generale, PADOVANI T., *Diritto penale*, Milano, 2008, 134; FIANDACA G., *Note sui reati di pericolo*, in *Il Tommaso Natale*, 1977, 181.

alimentari o di altre cose (artt. 440-441 c.p.), il tempo ed il luogo del reato si identificano con le coordinate spazio-temporali dell'azione (19).

Nei reati in cui il pericolo è attribuito di una situazione o avvenimento successivo all'azione la consumazione, quindi, il tempo ed il luogo del reato coincidono con la realizzazione dell'*evento pericoloso*, come accade ad esempio nel reato di cui all'art. 423, comma 2 c.p., in cui la condotta deve cagionare l'incendio di una cosa propria ed è nel momento in cui divampano le fiamme che occorre accertare il pericolo per l'incolumità pubblica.

In entrambe le tipologie di reati, emerge chiaramente come il pericolo non sia un *giudizio* bensì l'*oggetto* di un giudizio, in esito al quale si attribuisce ad una condotta o ad un evento la *qualifica* di *pericoloso*.

Non bisogna però arrestarsi all'identificazione del reato di pericolo astratto con quell'*illecito* caratterizzato da una base del giudizio più 'rarefatta' di quella completa di tutte le circostanze esistenti al momento del fatto, poiché anche altri fattori concorrono a delineare un tasso, variabile a seconda dei casi, di astrazione del tipo penale. Tra questi vi è la distanza tra condotta tipica ed evento potenziale che essa ha rischiato di produrre.

## 2.2. Il parametro distintivo: la distanza logico-temporale tra condotta tipica e danno temuto.

Un elemento di fondamentale importanza nella comprensione della connessione di pericolo cristallizzata dalla norma penale consiste nella distanza concettuale tra la condotta tipizzata e l'evento potenziale disvoluto. Può accadere che la distanza tra condotta ed evento temuto si dilati fino a far perdere alla relazione di pericolo ogni connotato concreto, in considerazione di due variabili:

a) l'evento non ha una *struttura comparabile* con la condotta tipica;

(19) Esempio di reati a condotta pericolosa è l'art. 441 c.p. punisce «chiunque adultera o contraffà, in modo pericoloso alla salute pubblica, cose destinate al commercio». È evidente come la pericolosità sia una qualifica modale della condotta, serve cioè a delineare un carattere che l'azione concreta deve possedere e che la renda capace di insidiare la salute pubblica.

b) l'evento, in base a esperienze ripetute nel tempo, non risulta essere una *diretta conseguenza* del tipo di condotte descritte dalla norma penale.

Con riferimento al profilo *sub a)*, si tratta dei casi in cui l'evento temuto, in relazione al quale si predica della pericolosità della condotta, non ha dimensione *empirica*, ma carattere *politico-normativo*. La distanza tra condotta ed evento non è in questi casi *cronologica*, non si traduce cioè nella criminalizzazione di condotte eccessivamente anticipate rispetto al pericolo per il bene protetto, ma *concettuale*: alla condotta *reale* si correla un evento temuto *ideale*, privo di dimensione empirica.

Esempi del primo paradigma si ravvisano nelle fattispecie di 'reato politico' dove l'evento finale, costruito come oggetto di un dolo specifico è costituito dal terrorismo, dall'affermazione di un'ideologia o dall'eversione dell'ordine costituzionale: si pensi alla punizione di chi promuove, costituisce o organizza associazioni dirette a sovvertire violentemente gli ordinamenti economici e sociali dello Stato o a sopprimerne violentemente l'ordinamento politico e giuridico (art. 270 c.p.) Ancora, si consideri l'art. 270-bis c.p., che criminalizza chi organizza, dirige, finanzia, promuove o costituisce associazioni che si propongono il compimento di atti di violenza con finalità di terrorismo o di eversione dell'ordine democratico. Le fattispecie ricomprese tra i delitti contro lo Stato sono spesso caratterizzate da questo tipo di connessioni pericolose: viene in rilievo a volte il pericolo di una guerra (art. 244) o di eventi ancor più indefiniti come «la *menomazione della resistenza della nazione*» (art. 265).

Peraltro la distanza concettuale non affligge solo i reati *di pericolo*, ma anche quelli *di danno*: ciò accade quando l'evento, con quei caratteri politico-ideologici ora detti, viene considerato non già quale secondo termine *potenziale* di una relazione *pericolosa*, bensì come estremo *effettivo* di una correlazione *causale*.

Il fenomeno si registra in particolar modo nelle fattispecie codicistiche a tutela dell'economia pubblica: qui accade che l'evento assuma una dimensione politico-sociale che trascende la condotta del singolo. La connessione di lesività non assume carattere *concreto-empirico*, ma meramente *presuntivo*: si pensi al danno all'economia rurale e forestale (art. 500) o al nocimento all'economia nazionale (art. 501).

In tutti questi casi il reato è solo formalmente di pericolo, in quanto contempla eventi rimasti allo stato potenziale. Poiché non vi è modo di

riscontrare un'effettiva e concreta possibilità di realizzazione del danno temuto, si pone un'alternativa radicale: o la norma incriminatrice diviene ineffettiva perché di impraticabile accertamento processuale, o si deve concepire la relazione in termini presuntivi, come mera non impossibilità dell'evento temuto (20).

Il profilo *sub b*), relativo alla mancanza di una diretta connessione lesiva tra condotta ed evento temuto, rimanda alla distinzione tra reati di pericolo diretto e indiretto. Nei primi è presente una connessione pericolosa immediata tra condotta tipica ed evento di lesione del bene protetto; nei secondi la connessione di pericolo sarebbe più articolata: tra condotta e pericolo dell'evento lesivo si colloca una situazione intermedia, di non necessaria realizzazione, e solo quest'ultima determina il pericolo di lesione per il bene tutelato. In definitiva la criminalizzazione indotta da questi reati colpisce comportamenti che creano il pericolo di un pericolo per il bene protetto.

È possibile addurre come esempio alcune delle fattispecie contro l'incolumità pubblica, in cui la condotta possiede una potenzialità eziologica diretta e concreta rispetto ad una situazione intermedia, ma *solo la verifica di quest'ultima* è in grado di mettere in pericolo il bene protetto, che assume peraltro i connotati dimensionali del bene collettivo.

Lo stesso schema ricorre spesso nel titolo VI del libro II del codice: dai reati di messa in pericolo della sicurezza dei mezzi di trasporto e degli impianti e servizi pubblici (artt. 432 e 433 c.p.), alle figure di danneggiamento qualificato dal pericolo di disastro (artt. 424 comma 1; 427 comma 1, 429 comma 1; 431 comma 1 c.p.); si tratta di fattispecie caratterizzate da un danno esclusivamente materiale, rilevante penalmente in modo autonomo rispetto all'art. 635 c.p., poiché in grado di produrre in via immediata il pericolo di un disastro e, in via mediata, il pericolo per l'incolumità di un numero indeterminato di persone (21).

(20) Come riconosciuto ad esempio da Cass. S.U., 14 marzo 1970, in *Cass. pen. Mass. ann.*, 1970, 1617.

(21) Per una lettura di questa e altre incriminazioni del titolo VI del libro II del codice come reati di pericolo concreto, frutto di un giudizio di pericolo in cui debba essere compresa anche la presenza delle persone, cfr. CORBETTA S., *Delitti contro l'incolumità pubblica*, I, *I delitti di comune pericolo mediante violenza*, Padova, 2003, 45 ss. Il discorso comunque deve andare ben oltre il Titolo VI, poiché ad esempio altri reati di pericolo indiretto sono contemplati tra i delitti contro la personalità dello Stato, come ad esempio l'assistenza ai partecipi di cospirazione o banda armata (art. 307 c.p.) e tra i delitti contro la fede pubblica, in particolare quelli contro le falsità in monete: tra queste ultime fattispecie ricadono la contraffazione della carta filigranata (art. 460 c.p.) e quella di fabbricazione di

Può accadere che, dietro a una fattispecie che apparentemente menziona un duplice pericolo non si nasconda affatto un reato di pericolo indiretto: spesso la tipizzazione di una situazione intermedia pericolosa tra la condotta e l'evento temuto rappresenta la *concretizzazione* del bene protetto. Il ricorso ai cosiddetti reati di pericolo indiretto può essere infatti giustificato dall'esigenza di *concretizzare il giudizio di pericolo* quando ci si trova dinanzi a bene *collettivi*, che di per sé non sono compatibili con il pericolo concreto. Quest'ultimo esige, come detto, una base totale ed impone che il secondo termine della relazione potenziale di pericolo, da accertare mediante una prognosi avente una base scientifica, sia costituito da eventi specifici ed individualizzabili. Siccome il pericolo è una relazione che condivide con il rapporto di causalità una dimensione empirica, esso non è compatibile con *concetti* carichi di valore e dotati di dimensione *sovraindividuale*, ma solo con situazioni o eventi intermedi *reali* che il legislatore poi collega con un bene giuridico (22). Per rendere possibile un giudizio quanto più concreto possibile non solo è lecita, ma anche consigliabile, l'enucleazione dal macro-evento di pericolo per il bene sovraindividuale protetto, di uno o più 'sub-eventi'; si tratta di situazioni intermedie, comprensive di fatti e soggetti che vengono individualizzati e assumono il ruolo di esponenti del bene collettivo protetto dalla norma: in questo modo è possibile verificare se vi è stato un pericolo per i 'rappresentanti' dell'interesse sovraindividuale (23).

Esemplare il caso del crollo di costruzioni (art. 434 c.p.) che dispone: «chiunque [...] commette un fatto diretto a cagionare il crollo di una costruzione o di una parte di essa ovvero un altro disastro è punito, se dal fatto deriva pericolo per la pubblica incolumità». Risulta dal tenore letterale della disposizione che vi è una tipicità scandita in più fasi: in un primo momento la condotta conduce ad un crollo o un altro disastro e solo quest'ultima situazione disastrosa produce il pericolo. L'emersione dell'evento intermedio disastroso cui collegare la condotta permette, da una parte, di concretizzare la relazione a tra azione e crollo

filigrane (art. 461 c.p.). Sul punto, cfr. diffusamente MARINUCCI G.-DOLCINI E., *Corso*, cit., 592 ss.

(22) Si rimanda alle considerazioni di DONINI M., *Modelli*, cit., 282.

(23) Si tratta della soluzione prescelta ad esempio dal legislatore tedesco per l'edificazione di reati di pericolo concreto rispetto al bene collettivo dell'incolumità pubblica, cfr. DONINI M., *Modelli*, cit., 276.

rendendola accertabile secondo i parametri del pericolo concreto e, dall'altra parte, di contestualizzare il concetto di pericolo per l'incolumità pubblica come una potenziale offesa per i soggetti, seppur indeterminati *ex ante*, presenti nel tempo e nel luogo del disastro.

Poiché i beni collettivi e tutti i beni immateriali non sono suscettibili di offesa è ovvio che la norma deve riferirsi ad una situazione in cui il bene trova concretizzazione, incarnandosi in oggetti ed elementi che, nel momento in cui vengono posti in pericolo, manifestano l'interesse protetto. Può quindi darsi che, a volte, quella che si ritiene a prima vista essere una costruzione a due fasi del pericolo sia in realtà niente altro che una forma di concretizzazione della relazione di pericolo per un interesse sovraindividuale.

Quanto detto non toglie che la distanza tra la condotta tipizzata e il pericolo di danno possa presentarsi in questi reati in termini alquanto problematici dal punto di vista dell'offensività. La criticità di queste incriminazioni è stata a volte superata in dottrina, soprattutto nel diritto penale dell'economia, attraverso l'enucleazione di nuovi beni giuridici, *intermedi* e *strumentali* rispetto all'interesse finale. Per evitare di ammettere che i reati di pericolo indiretto si prestano a criminalizzare attività meramente preparatorie, si è varato il concetto di *seriazione di beni giuridici*, in cui il danno o il pericolo concreto per interessi strumentali, garantisce la sopravvivenza di incriminazioni non pericolose per il bene ulteriore e finale.

Sia detto per inciso: piuttosto che ipostatizzare nuovi e artificiosi beni giuridici, che spesso non rappresentano che la perifrasi in positivo delle condotte criminalizzate, parrebbe più fruttuoso verificare che la condotta tipica, per quanto distante dall'evento di danno, sia almeno dotata di una pericolosità generale e si indirizzi a interessi di sistema, cioè di fondamentale importanza per l'ordinamento (24).

(24) Come evidenziato quale condizione di accettabilità di questi reati, insieme all'importanza fondamentale del bene protetto, da MARINUCCI G.-DOLCINI E., *Corso*, cit., 602.

3. *I caratteri del giudizio di pericolo nella fattispecie di manipolazione del mercato: l'art. 185 t.u.f. come reato di pericolo 'tendenzialmente concreto'.*

Ripercorsa cursoriamente la dicotomia astratto/concreto con riferimento al concetto di pericolo si impone ora di verificare se il legislatore, ricorrendo al concetto di *idoneità concreta all'alterazione dei prezzi*, abbia conformato un tipo coerente con l'impostazione orientata al pericolo effettivo cui ha ritenuto di obbedire.

La tensione alla concretezza espressa da questo estremo del fatto esclude in limine la classificazione dell'incriminazione come reato di pericolo *puramente astratto*. Ciò non significa però che la qualificazione del reato come di pericolo concreto sia pacifica. La fattispecie di cui all'art. 185 t.u.f., sia *per se* sia a seguito dell'interazione con il sostrato empirico-criminologico di riferimento, presenta infatti alcuni 'tratti' di *astrazione*.

A) Innanzitutto va considerato il rapporto tra *evento temuto* e *offesa al bene protetto*.

In modo alquanto originale per l'esperienza penalistica, l'evento temuto, cioè l'alterazione dei prezzi, è un fatto *neutro*, privo di disvalore penalmente significativo: esso si risolve in una variazione dei valori contabili dei titoli. La variazione diventa alterazione ad una duplice condizione, solo se: a) consegue ad una *condotta artificiosa*; b) comporta un'*inefficiente collocazione dell'investimento mobiliare*.

Quanto al punto *sub a)* ne deriva che la fattispecie, riferendosi all'*idoneità* all'alterazione, pone l'accento esclusivamente sulla *condotta* ribadendone l'artificiosità e tralasciando ogni situazione ad essa successiva. In altro modo, il reato menziona una *condotta pericolosa* ed evita di riferirsi a qualsivoglia *evento di pericolo*: l'*idoneità all'alterazione* non è altro che una perifrasi del concetto di *artificio*, poiché una condotta è artificiosa quando può alterare i meccanismi di formazione dei prezzi e la capacità di alterare i prezzi è propria solo di una condotta artificiosa<sup>25</sup>. Da questa tautologia è impossibile sfuggire, se non a costo

(25) Non è un caso che anche con riferimento agli artt. 2621 e 2622 c.c., che contemplano il concetto di *sensibile alterazione*, la dottrina abbia ritenuto l'alterazione sensibile come un 'doppione' dell'idoneità ingannatoria del falso contabile, cfr., FALCINELLI D., *Le soglie di punibilità tra fatto e definizione normo-culturale*, Torino, 2007, 39; AMBROSETTI E.M.-MEZZETTI E.-RONCO M., *Diritto penale dell'impresa*, Bologna, 2008, 124.

di rendere indistinguibile l'alterazione delle quotazioni dalla fisiologica variazione dei corsi mobiliari.

Quanto al punto *sub b)*, la fattispecie penale identifica l'alterazione dei prezzi con l'offesa tipica, rivelando in ciò un approccio *presuntivo* benché ci troviamo al cospetto di una fattispecie a tutta prima improntata alla massima concretezza del pericolo (26).

Il pericolo di una 'cattiva' collocazione degli investimenti non consegue in via necessaria e diretta al compimento dell'operazione manipolativa. Tra la condotta e l'inefficiente allocazione dei flussi finanziari si insinua infatti un passaggio intermedio, l'alterazione dei prezzi degli strumenti finanziari, che peraltro non è indispensabile si realizzi effettivamente.

Nell'impostazione del legislatore il danno per gli investimenti sarebbe *in re ipsa* nell'alterazione dei prezzi. In realtà possono ipotizzarsi casi in cui, nonostante la fissazione di un prezzo alterato mediante condotte speculative illecite, il mercato raggiunga l'allocazione efficiente delle risorse disponibili, ad esempio quando gli operatori, grazie alla loro esperienza, per intuito o finanche per caso, comprendono che il prezzo del titolo manipolato non è realistico e quindi decidono di effettuare scelte di investimento indipendenti da quel valore.

La 'dinamica del pericolo' sottesa alla fattispecie di manipolazione del mercato sarebbe pertanto meno contratta di quella tipizzata: una condotta artificiosa e fraudolenta determina il pericolo di un'alterazione dei prezzi di uno o più strumenti finanziari; solo la realizzazione di un'effettiva alterazione dei prezzi fa sorgere a sua volta il pericolo di

(26) Si impone a questo proposito una precisazione, parlare di atteggiamento presuntivo non legittima a nostro parere l'identificazione tra pericolo astratto e pericolo presunto. Qualificare il pericolo come *astratto* impone di tenere conto che, se in concreto il danno fosse impossibile, la fattispecie non dovrebbe essere integrata, altrimenti si tratterebbe di incriminazioni di pericolo *presunto*, v. PARODI GIUSINO M., *I reati*, cit., 414; ARDIZZONE S., *voce Incolumità*, cit., 371. Il reato di pericolo astratto, almeno nelle più recenti interpretazioni logiche, si differenzia dal pericolo presunto per la possibilità di provare l'insussistenza concreta del pericolo. Alcune proposte dottrinali hanno anzi suggerito di introdurre, legislativamente, la possibilità di addurre la prova del mancato pericolo tra le condizioni di legittimità del reato di pericolo astratto: v. ROMANO M., *Commentario*, I, cit., 344 s., v. a tal proposito, anche MANTOVANI F., *Diritto penale, P.re gen.*, cit., 220; di recente, CATENACCI M., *I reati di pericolo presunto fra diritto e processo penale*, in Dolcini E.-Paliero C.E. (a cura di), *Studi in onore di G. Maritucci*, I, Milano, 2006, 1415 ss. In precedenza, in relazione proprio ai fatti di *giogattaggio*, PEDRAZZI C., *Problemi*, cit., 40 s.

una cattiva allocazione delle risorse finanziarie di un mercato, evento che concretizza quel danno 'normativo' agli investimenti finanziari che rappresentano il bene protetto. Nella 'contrazione' della dinamica si pone una prima, parziale, presunzione: ritenere che ogni alterazione dei prezzi conduca ad una distorsione degli investimenti.

B) L'alterazione dei prezzi, elemento *indicativo, anticipatore*, di un *probabile* pregiudizio per la corretta collocazione degli investimenti finanziari sul mercato, non rappresenta indefettibilmente una conseguenza *immediata e diretta* della condotta, eppure la conformazione del tipo implica che il momento del giudizio (e quindi, in via mediata, anche la *base del giudizio*) sia ancorato temporalmente al compimento dell'operazione speculativa.

Il momento del giudizio parrebbe essere sincopato rispetto all'evento temuto. Ad un primo sguardo parrebbe che il giudice debba porsi al momento del compimento dello schema manipolativo, trattandosi di fattispecie di condotta pericolosa, e verificare sulla base di tutti gli elementi esistenti la probabilità di realizzazione dell'effetto distorsivo sul mercato. Il momento prescelto per la prognosi risulta però meno prossimo all'evento temuto se si pone mente al fatto che l'alterazione dei prezzi può dipendere da processi eziologici alquanto articolati e non del tutto prevedibili *ex ante*.

Alla luce del tenore letterale della norma penale, il momento in cui deve essere effettuata la prognosi causale corrisponde al momento della condotta, qualificata dalla propensione alla manipolazione dei prezzi. Si tratta evidentemente di una fase anticipata rispetto alla conclusione della dinamica manipolativa, che impone di prescindere da tutte le circostanze e le informazioni sviluppatasi dopo il compimento dell'azione tipica: di qui un ulteriore fattore di semplificazione del giudizio di pericolo.

C) Intimamente collegato alle constatazioni *sub A)* e B) è il profilo concernente il tipo di interesse tutelato, motore primo dei vari fattori di astrazione 'sparsi' tra le pieghe del tipo legale.

Il tipo di interesse protetto – la corretta allocazione degli investimenti finanziari – comporta strutturalmente l'adozione di una prospettiva anticipata nella definizione della soglia della punibilità, almeno con riferimento all'art. 185. Ciò rende esplicito il motivo sotteso alla scelta

di un momento anticipato, e quindi di una base parziale, per la formulazione del giudizio di pericolo.

Anzitutto, incentrare l'intervento penale su questo tipo di interesse economico sovraindividuale significa rinunciare ad individuare un soggetto passivo determinabile *ex ante*, cioè al momento del giudizio di pericolo, che coincide con la condotta artificiosa (27). Piuttosto la prognosi causale si indirizza verso un soggetto 'tipo', ipostatizzato e irreal: l'*investitore medio* (28).

Quand'anche venisse accertata la presenza concreta di un danno ad un numero più o meno ristretto di soggetti, ciò non varrebbe a puntualizzare l'offesa, concretizzando il bene protetto. Nell'ambito delle incriminazioni in esame, la risorsa economica investita *dal singolo* trascende in un interesse *sociale*: la *lesione* di uno o più patrimoni

(27) Riferirsi ad una vittima indeterminata esonera dal verificare l'effettiva presenza di soggetti nel cono dell'azione e la ricorrenza di peculiari caratteri e qualità in capo a costoro. L'idoneità offensiva della condotta si distende così rispetto a un novero *indeterminato* di soggetti, sia che dell'*indeterminatezza* – sulla scia degli orientamenti emersi in riferimento ai reati contro l'incolumità pubblica – si accolga un'accezione *quantitativa*, sia che se ne preferisca una *qualitativa*. L'accezione *quantitativa* richiede che non sia predeterminabile l'*estensione del pericolo*, cioè non possa essere preventivato il numero di soggetti che siano coinvolti nel cono offensivo della condotta pericolosa; quella *qualitativa* richiede semplicemente che non sia individuabile *ex ante* l'*identità* di chi subisce la situazione di pericolo, che così, al limite, può essere anche un solo soggetto: non essendo determinato *ex ante*, in qualche modo costui diventa l'esponente della collettività associata. I termini di questo dibattito sono esposti in GARGANI A., *Il danno*, cit., 17 ss. Sui caratteri di astrazione implicati dal riferirsi a entità sovra-individuali come oggetto della tutela penale e vittime indeterminate come destinatari della tutela, PARODI GIUSINO M., *I reati*, cit., 250, 262. Nello stesso senso anche DE FRANCESCO G.A., *Programmi di tutela e ruolo dell'intervento penale*, Torino, 2004, 39; PETRINI D., *Reati di pericolo e tutela della salute dei consumatori*, Milano, 1990, 13 ss. Che la condotta si indirizzi a un numero indeterminato di persone è ben chiaro alla dottrina, ad esempio quando analizza la sottofattispecie della diffusione di notizie false, che si ritiene realizzata quando la comunicazione attinge un numero indeterminato di persone, cfr. per tutti MUSCO E., *I nuovi reati societari*, Milano, 2007, 277; cfr. anche MAZZACUVA N., *Sull'elemento oggettivo del delitto di aggioaggiaggio*, in *Foro it.*, 1980, II, 322.

(28) Che il tipo di giudizio implicato dall'aggioaggiaggio sia riferito alla capacità ingannatoria generale per un investitore medio, ipostatizzazione di un soggetto non reale, è confermato ad esempio, rispetto ad un'ipotesi di aggioaggiaggio mediante diffusione di notizie false, da Trib. Milano, 16 novembre 1994, Gennari, in *Giur. comm.*, 1996, 695, con nota di GALLI S., *Repressione della market manipulation: la prima pronuncia italiana in base alla legge numero 197 del 1991*.

*individuali* convive con il *pericolo* per l'investimento *collettivo* e quindi la prima non può 'rappresentare' e concretizzare il secondo (29).

Secondariamente, da un punto di vista strettamente *fattuale*, ricorrere ad un macro-bene come l'investimento finanziario o il regolare funzionamento del mercato implica una rinuncia preventiva all'evento di danno o meglio la sua trasformazione in un evento *normativo*, carente di sostrato *empirico*. La compromissione dell'investimento finanziario non è, infatti, *possibile*, specie se ad opera di condotte di singoli, *come diminuzione patrimoniale-contabile*; piuttosto essa va intesa come allocazione inefficiente delle risorse economiche circolanti sul mercato, cioè come effettuazione di scelte di investimento *diverse da quelle avrebbero dovuto essere effettuate* (la dimensione normativo-deontologica non potrebbe essere più evidente).

D) *Last but not least*: il metro del giudizio. La valutazione sottesa al pericolo concreto è prognosi *causale* o, in altro modo, accerta *causalità potenziali*. Per fare ciò acquisisce una visione totale della situazione tipica e si nutre di leggi scientifiche compatibili con il processo penale e le sue esigenze di certezza.

Due fattori inducono però a constatare che il giudizio sull'idoneità concreta all'alterazione non sia del tutto compatibile con il paradigma della prognosi postuma tipica dei reati di pericolo concreto:

- i) la *mancaanza di leggi scientifico-economiche* che assicurino un grado di accertamento prossimo alla certezza sulla correlazione tra operazione manipolativa e alterazione dei prezzi; ciò priva il sistema penale del necessario veicolo per la formulazione di un giudizio eziologico o di probabilità eziologica, indispensabile non

(29) Questa compresenza di piani di lettura della vicenda lesiva è pienamente congruente con la visione costituzionale dei rapporti tra interessi patrimoniali (individuali o sovraindividuali): nessuno di essi può essere compreso separatamente od in contrapposizione reciproca; essi convivono uno accanto all'altro, entrambi collegati con esigenze ed aspirazioni *personali*, che si aprono al contempo ad una prospettiva *sociale*. Non vale per il rapporto tra patrimonio individuale e investimento la constatazione effettuata in relazione ad un altro bene diffuso come l'incolumità pubblica, da GARGANI A., *Il danno*, cit., 177, secondo cui «l'incolumità pubblica [è] un interesse di per sé «inesistente» in natura, ma funzionale alla tecnica di anticipazione della tutela, vale a dire un'oggettività giuridica «creata» dal legislatore penale per consentire una difesa prodromica e di riflesso generica dei beni individuali, da forme di offesa diffuse, pluridirezionali e tendenzialmente incontrollabili».



solo per l'applicazione del reato di evento, ma anche a quello di pericolo concreto;

- ii) la limitata capacità di accertamento processuale; tale fattore rende impotente il giudice rispetto ad eventi che sono il prodotto di una pluralità di vettori eziologici indipendenti – alcuni di carattere macroeconomico, per ciò solo inaccessibili al giudice del caso singolo – manifestatisi simultaneamente in un medesimo lasso temporale, per di più estremamente circoscritto. Si tratta in breve di un deficit gnoseologico (30).

È però imprescindibile una considerazione: a differenza dei profili sub A), B) e C) la riflessione appena svolta in ordine al metro del giudizio non introduce un 'elemento di rottura' all'interno del modello di accertamento tipico del reato di pericolo concreto, poiché il deficit nomologico e di accertamento appena accennato è difficilmente compatibile anche con il paradigma del pericolo astratto, seppure poi verso tale paradigma si indirizzino le scelte di incriminazione in contesti di incertezza predittiva. Va sottolineato, infatti, che per tutta la 'classe' di reati di pericolo astratto il metro di valutazione rimane sempre il medesimo dei reati di pericolo concreto. Il pericolo ha infatti, in ogni sua forma, una costante struttura scientifico-esperienziale, a prescindere dal numero di elementi che fungono da base del giudizio: i reati di pericolo non si differenziano, né per la struttura del giudizio né per gli strumenti concettuali che richiedono – i.e. le leggi scientifiche di copertura – dai reati di evento, poiché entrambi i tipi di illecito si basano su leggi scientifiche di copertura (31).

(30) L'impressione è che la fattispecie sottenda riferimenti a meccanismi e grandezze economiche inaccessibili al giudice e che i casi di manipolazione venuti allo scoperto e collegati con un concreto danno agli investitori, come ad esempio la turbativa delle quotazioni delle obbligazioni con opzioni put-barrier oggetto di una recente sentenza del Tribunale di Milano (cfr. Trib. Milano, 24 giugno 2006, n. 3406, in Riv. trim. dir. pen. ec., 2007, 845 ss.), siano solo manifestazioni più grossolane di un ben più numeroso gruppo di condotte manipolative, che l'abilità dei protagonisti e l'opacità delle trame causali attivate sono finora riuscite a mantenere nella cifra nera dei reati finanziari commessi, ma non accertati.

(31) La consapevolezza della necessità di una base scientifica nella correlazione di pericolo astratto si riscontra in FIANDACA G., Note, cit., 187 ss.; ANGIONI F., Contenuto e funzioni del concetto di bene giuridico, Milano, 1983, 111 ss.; MARINUCCI G., Fatto e scriminanti, in Riv. it. dir. proc. pen., 1983, 201; GRASSO G., L'anticipazione della tutela penale: i reati di pericolo ed i reati di attentato, in Riv. it. dir. proc. pen., 1986, 715 ss.; ROMANO M., Commentario, I, cit., 342 ss.; MANTOVANI F., Diritto penale, P.te gen., cit., 204. PULITANO D., Diritto, cit., 234, sottolinea come, in presenza di un sapere incerto sulla pericolosità di una condotta, ma comunque

Se prescindesse dalle leggi scientifiche, la fattispecie penale implicherebbe una finzione di pericolosità, o comunque un'anticipazione della tutela incompatibile con in principio di offensività e ragionevolezza. La pericolosità non va quindi intesa come propensione a produrre danni indefiniti in contesto di incertezza scientifica. In altro modo: il metro del giudizio per i reati di pericolo, vuoi astratto vuoi concreto è ben lontano dal ispirarsi al principio di precauzione, che trasformerebbe il reato in un illecito di rischio (32).

In conclusione, l'avverbio concretamente, utilizzato dall'art. 185 t.u.f., vincola alla qualificazione del reato in termini di reato di pericolo 'non astratto' (33). A nostro parere, la migliore qualificazione del reato in analisi si pone in termini di 'concretezza tendenziale' ovvero di pericolo generico, nella consapevolezza che non si tratta di una limitazione legislativa della concretezza dell'accertamento, ma di una scelta ermeneutica dell'interprete di fronte all'impossibilità fattuale di un autentico giudizio

sufficiente per poter il problema dell'esistenza di un pericolo per beni giuridici importanti, sia legittimo il ricorso a fattispecie penali di pericolo astratto; problematicamente, per quanto riguarda l'utilizzo del reato di pericolo astratto in contesti di incertezza scientifica, v. anche FORTI G., "Accesso" alle informazioni sul rischio e responsabilità, in Criminalia, 2006, 204 ss. Sottolinea come il reato di pericolo astratto si svincoli, in contesto di incertezza scientifica, dalla logica della tutela del bene giuridico, in quanto del rischio da questo corso non vi è prova, GIUNTA F., Il diritto penale e le suggestioni del principio di precauzione, in Criminalia, 2006, 247.

(32) Il principio di precauzione fonda infatti direttive di comportamento sulla necessità di minimizzazione del rischio, alla luce di un pericolo sospettato, ma non ancora scientificamente asseverato (GARGANI, Il danno, cit., 248; DONINI M., Diritto penale "classico" e diritto penale "moderno", in ID., Il volto attuale dell'illecito penale, Milano, 2004, 119 s.; PULITANO D., Diritto, cit., 232; RUGA RIVA C., Principio di precauzione e diritto penale. Genesi e contenuto della colpa in contesti di incertezza scientifica, in Studi in onore di G. Marinucci, II, Milano, 2006, 1743.

(33) Chi ha interpretato la norma in analisi ha ritenuto di trovarsi di fronte a un reato di pericolo concreto; anzi proprio la natura di reato a pericolo concreto differenzerebbe l'incriminazione di cui all'art. 185 dall'illecito amministrativo di cui all'art. 187-ter, avente natura di illecito di pericolo astratto. A titolo esemplificativo, nel contesto di una pressoché assoluta concordia dottrinale, quanto appena detto è sostenuto da ROSSI A., Le fattispecie, cit., 2664; MAGRO M.B., La manipolazione di mercato tra illecito penale e illecito amministrativo, in Cass. pen., 2007, 63; MELCHIONDA A., Commento all'art. 2637 c.c. (aggiotaggio) ed all'art. 185 d. lgs. 24/2/1998 n. 58 (manipolazione del mercato), in Lanzi A.-Cadoppi A. (a cura di), I reati societari, 2007, 272 s.; AMATI E., La disciplina degli abusi di mercato, in Insolera G. (a cura di), La legislazione penale compulsiva, Padova, 2006, 218. Sulla tensione tra pericolo concreto ed esigenze di standardizzazione delle condotte nei contesti finanziari si veda, di recente, NISCO A., Controlli sul mercato finanziario e responsabilità penale. Posizioni di garanzia e tutela del risparmio, Bologna, 2009, 109 ss.

di pericolo concreto (34). I vari fattori di astrazione analizzati impongono pertanto una qualificazione in termini di fattispecie di condotta genericamente pericolosa.

La verifica effettuata in ordine alla tipologia di anticipazione della tutela dedotta nell'art. 185 t.u.f. conduce a constatare il pericolo concreto non è un paradigma compiutamente conseguito dal legislatore. D'altra parte, nei contesti finanziari, la concretezza della prognosi causali è un obiettivo strutturalmente non raggiungibile, ma solo tendenziale: fin dagli anni Cinquanta Pedrazzi scriveva infatti che le fattispecie che facciano emergere allo scoperto interessi di economia pubblica sono alquanto difficili da accertare in concreto (35).

(34) Ci si rifà qui alla considerazione di due tipologie di reati di pericolo generico, ovvero con tratti di astrazione nell'accertamento: quelli in cui la limitazione discende dalla conformazione legale della base di pericolo, ad es. art. 679 c.p., e quelle che presentano profili oggettivamente ambigui dal punto di vista del tipo di anticipazione della tutela prescelta e costringono l'interprete ad assumere su di sé la scelta di un'interpretazione in chiave di un pericolo non completamente concreto (ad es. artt. 672, 674 e 675 c.p.). Per questa distinzione ANGIONI A., *Il pericolo*, cit., 212 ss., 229 ss.

(35) Sottolinea l'incompatibilità dell'aggrottaggio con il pericolo concreto PEDRAZZI C., *Problemi del delitto di aggrottaggio* (1958), ora in *Diritto penale*, IV, Milano, 2003, 33, 41 ss.; sull'inscindibile rapporto tra diritto penale dell'economia e reato di pericolo astratto TIEDEMANN K., *Il diritto penale dell'economia: suo ambito e suo significato per il diritto penale e per l'economia*, in *Riv. trim. dir. pen. ec.*, 1988, 21; sulla scelta obbligata del pericolo non concreto di fronte a forme di messa in pericolo caratterizzate da potenza espansiva immediata e imprevedibile FIANDACA G., *La tipizzazione*, cit., 463. Più recentemente si è constatato che i modelli di incriminazione del diritto penale finanziario si differenziano dalle fattispecie tradizionali dei delitti contro il patrimonio con riferimento al grado di anticipazione della tutela rispetto agli interessi patrimoniali protetti ed al tipo di interesse patrimoniale oggetto di protezione, v. FOFFANI L., *Prospettive di armonizzazione europea del diritto penale dell'economia: la proposta del progetto "Eurodelitti" per la disciplina delle società commerciali, del fallimento, delle banche e dei mercati finanziari*, in Dolcini E.-Palicero C.E. (a cura di), *Studi in onore di G. Marinucci*, III, Milano, 2006, 2350 ss. Il dato peculiare del diritto penale dei mercati finanziari, costituito dall'anticipazione della tutela rispetto agli interessi patrimoniali protetti, viene massimizzato nelle fattispecie attinenti alla tutela delle autorità amministrative, dove la repressione penale è a disposizione dalle autorità stesse, che rinforzano coattivamente la propria azione mediante minaccia di una pena. L'ostacolo alle funzioni di vigilanza, anche per il tramite di inadempimento alle richieste di informazioni da parte dell'autorità, esemplifica perfettamente come il diritto penale in questo settore sia composto da una serie di *borri conclusi*, in cui il reale *dominus* del controllo e della punizione degli operatori economici è l'autorità amministrativa indipendente.

#### 4. L'anticipazione della tutela e il riposizionamento dei disvalori del reato nell'ambito della fattispecie di cui all'art. 185 t.u.f.

Nell'analisi della fattispecie di manipolazione del mercato abbiamo constatato una tendenziale riduzione del 'peso specifico' dell'evento: l'anticipazione della tutela determina però un *deficit* di giustificazione della fattispecie penale, tale da richiedere una qualche 'compensazione'. Se la prevenzione dei reati economici aspira ad essere credibile, la sanzione prevista deve essere, oltre che *pronta e certa*, di *severa afflittività* (seppure non necessariamente 'draconiana' come ora). Questa afflizione richiede, però, una *giustificazione*: è necessario che la sanzione si contrapponga ad un fatto animato da un disvalore marcato, perché altrimenti risulterebbe sproporzionata per eccesso.

Tra i due principali moduli di tutela penale nel contesto dei reati finanziari, il reato di pericolo si connota, a differenza del reato d'obbligo, come un illecito *privo di un disvalore d'evento*: per compensare tale assenza, il legislatore *accentua* l'intensità del *disvalore di intenzione* e *ricorre a nuclei di disvalore ulteriori*.

Nel reato di pericolo, può accadere che il *disvalore di intenzione* assuma tratti di *antagonismo* particolarmente accentuato rispetto all'interesse che la norma mira a tutelare, che si palesa *già a livello di tipicità*, tramite l'inserzione di *elementi soggettivi nel tipo* legale (impiegando ad esempio il c.d. dolo specifico) (36); ad un più intenso elemento soggettivo, può affiancarsi un peculiare disvalore, soprattutto nelle fattispecie che mirano a reprimere illeciti i cui tratti criminologici risultino sfuggenti ad una tipizzazione tassativa: il *disvalore di contesto* (37).

A quest'ultimo si ricorre per lo più nel caso in cui la difficoltà di tipizzare il comportamento disvolutivo privi la fattispecie di un percepibile disvalore di condotta. Emblematica del ruolo tipizzante del

(36) Sul punto, v., *infra*, in questo capitolo, § 5.1.1.

(37) Si tratta di un fenomeno massivo nella recente legislazione penale, che va ben al di là della figura della manipolazione del mercato e costituisce il diretto portato dell'incapacità della fattispecie penale di descrivere caratteristiche naturalistiche del fatto che siano in grado di esprimerne il disvalore normativo; nelle società contemporanee solo l'interazione tra fattispecie astratta e contesto sociale consente al giudice l'attribuzione di senso normativo al comportamento tipico. Cfr., in questo senso, le considerazioni di PALAZZO F.C., *Regole e prassi dell'interpretazione penalistica nell'attuale momento storico*, in *Diritto privato 2001-2002*, VII-VIII, *L'interpretazione e il giurista*, Padova, 2003, 545 ss.

contesto è la fattispecie di *associazione di tipo mafioso* (art. 416-bis c.p.), ma un peso di tale nucleo di disvalore si apprezza anche rispetto al reato di manipolazione del mercato (art. 185 t.u.f.) e alle fattispecie di aggioaggio che lo hanno preceduto (art. 181 t.u.f.) e attualmente lo affiancano (art. 2637 c.c.). L'aggioaggio si è sempre articolato attorno a due nuclei comportamentali: il primo, di intuitiva comprensione nella sua antiprecettività (e altrettanto facilmente tipizzabile), costituito dalla *diffusione di notizie false e dalla realizzazione di atti simulati*; il secondo, da una serie di condotte riassunte normativamente nel *compimento di altri artifici*, connotati dal solo requisito dell'*idoneità ad alterare il prezzo di strumenti finanziari*.

Il requisito dell'*idoneità ad alterare i prezzi* non può essere, di per sé considerato, di aiuto nell'individuazione dei caratteri costitutivi dell'artificio, perché ogni operazione di mercato può modificare i corsi delle quotazioni, anche se perfettamente lecita: tale capacità può dipendere anche solo dalla concentrazione del mercato o dal rilevante importo del controvalore. La condotta che non sia immediatamente simulatoria o non presenti i tratti della falsità, si può caricare allora di una valenza ingannatoria o fraudolenta solo se *la riceve dal contesto* in cui si inserisce, dalla situazione del mercato nel preciso momento storico in cui viene integrato il comportamento vietato (38).

Il ruolo determinante che il contesto svolge nella descrizione della condotta illecita è stato colto da una nota pronuncia giurisprudenziale di merito e dallo stesso documento del CESR più volte citato. Quanto alla prima (39), essa afferma tra l'altro:

«in tema di aggioaggio, 'artificiosità' non significa necessariamente illiceità intrinseca dei mezzi utilizzati. L'inganno può infatti essere realizzato attraverso condotte apparentemente lecite, ma che combinate tra loro, ovvero realizzate in

(38) Sulla possibile dipendenza della natura artificiosa di una condotta finanziaria dalla situazione concreta in cui viene integrata, cfr. MUSCO E., *I nuovi*, cit., 164 e SEMINARA S., *Aggioaggio su strumenti finanziari*, in Campobasso G. F. (diretto da), *Testo unico della finanza*, III, Torino, 2002, 1463. Sull'introduzione nella fattispecie codicistica di aggioaggio dell'espressione *altri artifici* atti a cagionare l'aumento o la diminuzione di prezzi, al posto dei «mezzi fraudolenti» di cui alla fattispecie del codice Zanardelli, per reprimere anche condotte lesive del mercato, pur in sé lecite, CONTI L., *Rialzo e ribasso fraudolenti di prezzi o valori*, in *Nov. dig. it.*, XV, Torino, 1976, 844.

(39) Trib. Milano, 11 novembre 2002, in *Riv. trim. dir. pen. ec.*, 2003, 747, con nota di FONDAROLI D., *Aggioaggio mediante altri artifici: disvalore del fatto e disvalore del contesto*.

determinate circostanze di tempo e di luogo, intenzionalmente realizzino una distorsione del gioco della domanda e dell'offerta in modo tale che il pubblico degli investitori sia indotto in errore circa lo spontaneo e corretto processo di formazione dei prezzi» (40).

Quanto al documento CESR, esso esemplifica, tra le condotte manipolative, una serie di operazioni negoziali effettive, cioè realmente eseguite sul mercato ed *incidenti direttamente sul prezzo* dello strumento finanziario, che *sono di difficile identificazione a prescindere da elementi ultratipici rispetto alla formulazione dell'art. 185 t.u.f.* Possono, ad esempio, essere individuate solo *ratione temporis*, oppure *ratione subiecti*.

Un'illiceità *ratione temporis* caratterizza ad esempio la pratica del *marking the close* (in cui il manipolatore *fissa il prezzo di un titolo al termine delle contrattazioni*): si tratta di operazioni poste in essere immediatamente prima della chiusura delle quotazioni, con il risultato di segnare il prezzo finale del titolo in quel giorno (41).

Tra le operazioni manipolative *ratione subiecti* possono inquadarsi:

- i) azioni poste in essere genericamente da un  *soggetto in grado di influenzare la domanda o l'offerta* di uno strumento finanziario e che abusa di tale posizione per fissare un prezzo anomalo, cui gli altri operatori sono costretti ad adeguarsi (*abusive squeeze*);
- ii) azioni poste in essere *da una società emittente* o dalla controllante di questa; in questo caso si ordinano e/o eseguono operazioni per tenere artificialmente alti i prezzi dei propri titoli quotati sul mercato (*creation of a floor in the price pattern*);
- iii) azioni poste in essere *da uno o più intermediari* e in particolare dai *market makers* (società preposte all'organizzazione e gestione di un mercato) (42), i quali mantengono una quotazione a livelli eccessivi

(40) Nello stesso senso, in relazione al previgente art. 2628 (aggioaggio societario), v. già Cass., sez. III, 17 marzo 1966, in *Foro it.*, 1967, II, 241.

(41) Si tratta di operazioni che, di solito, non sono solamente poste in essere prima della fine della giornata di borsa, ma vengono realizzati in momenti strategici della vita dei mercati: giorni in cui scadono contratti derivati, ovvero in cui si calcolano le commissioni sulla gestione di portafogli di investimento o di fondi comuni o ancora in cui si indicizzano contratti e obbligazioni.

(42) L'attività svolta dai *market makers* ha, ovviamente, una preminente dimensione pubblica, da cui deriva il pervasivo regime di controlli cui è sottoposta, anche se le società di gestione dei mercati sono divenute soggetti economici privati (soprattutto a seguito del recepimento della direttiva n. 93/22/CEE), che agiscono in concorrenza tra loro. Dopo il

rispetto alla valutazione corretta (*fair value*); si tratta di un'artificiosa dilatazione tra domanda ed offerta del titolo (*excessive bid-ask spread*).

La dottrina si è espressa in modo estremamente critico sull'interpretazione della norma alla luce del *disvalore di contesto*, sospettando l'edificazione in via giurisprudenziale di un *Tätertyp*, ovvero di una repressione di stampo soggettivistico orientato al tipo di autore (il colletto bianco) (43); più di recente, si è ritenuto che il legislatore, con la riforma operata con la l. 62/2005, abbia ratificato lo 'sganciamento' della manipolazione del mercato dal paradigma dell'artificio quale connotato intrinseco della condotta tipica e che le condotte non valutabili in termini di falsità e frode siano state ascritte all'illecito di minore gravità, quello amministrativo di cui all'art. 187-ter t.u.f.44.

Le critiche all'introduzione, in via compensativa, del disvalore di contesto in rapporto ad incriminazioni a struttura anticipata non hanno motivo di essere seguite. Il riferimento, esplicito od implicito, al contesto dell'azione a fini di *tipizzazione* dell'illecito risponde ad una *ragionevole necessità*: l'illecito che sovverte le regole di funzionamento del mercato, per le grandezze economiche con cui si trova ad 'operare', presenta un 'salto di scala' (45) tra estremi del tipo (*individualità della condotta* tipizzata nella fattispecie vs. *dimensione macroeconomica* delle conseguenze pericolose/rischiose). Si rende perciò necessario il ricorso ad un 'adattatore' che coniughi tali elementi, rappresentato proprio dalla

recepimento della direttiva n. 2004/39/CE, che introduce la possibilità di strumenti alternativi di negoziazione, la gestione di un mercato è divenuta un nuovo servizio di investimento: *la gestione di sistemi multilaterali di negoziazione*. Eliminato il regime di concentrazione delle operazioni in borsa, le operazioni e le transazioni finanziarie sono ora possibili anche fuori da mercati regolamentati, all'unica condizione che in questi circuiti 'extra-borsistici' sia garantita la libera concorrenza. Nonostante la gestione di mercati regolamentati, quindi, non sia più un pubblico servizio, ma un'attività di impresa, i controlli pubblicistici permangono come conseguenza del rilievo sociale e della elevata capacità di danno al risparmio di questa attività (cfr. i poteri di controllo e vigilanza affidati alla CONSOB sulle società di gestione e sui mercati, rispettivamente dagli artt. 73 e 74 t.u.f.).

(43) Critica sul ricorso al contesto per tipizzare l'artificio penalmente rilevante, FONDAROLI D., *Aggiotaggio*, cit., 764.

(44) Sostiene la rilevanza meramente amministrativa delle condotte manipolative basate sullo sfruttamento di un potere di mercato, in quanto prive di connotazione fraudolenta, MAGRO M.B., *La manipolazione*, cit., 69.

(45) Sostiene, come noto, l'indispensabilità del giudizio di pericolo astratto per l'imputazione oggettiva degli illeciti di turbativa dei mercati, PEDRAZZI C., *Problemi*, cit., 35.

considerazione della congiuntura concreta in cui si svolge la condotta: come illuminato da Pedrazzi «data una congiuntura propizia, da una piccola causa può anche derivare un grande effetto (46)».

Spesso, però, il giudice non possiede gli strumenti conoscitivi della concreta situazione di mercato in cui deve essere collocata la condotta tipica, posto che l'alterazione dovrebbe essere registrata in un preciso momento, lontano magari anni dal momento del giudizio ed in relazione a strumenti i cui prezzi variano, fisiologicamente, di continuo. La frequente difficoltà, se non l'impossibilità, di un accertamento giudiziale di tale tipo, unita alla più volte enunciata mancanza di affidabili leggi di copertura, impone una correlativa *astrazione* dalla situazione *concreta*. Pedrazzi stesso indicò come, tra gli elementi che il giudice si deve astenere dal considerare, figurasse l'insieme delle circostanze concrete, che formano l'ambiente in cui si collocano le condotte di alterazione: al contempo suggerì di concentrarsi sulle note intrinseche dell'azione, sulla sua idoneità a produrre eventi *del tipo* di quelli considerati dalla norma (47).

A nostro parere, quanto appena riportato è certamente vero *in relazione agli effetti conseguenti alla condotta*. Non è però possibile prescindere dalla concretezza del contesto quando si debba accertare *la natura artificiosa della condotta*, la sua propensione generale ad ingannare il pubblico: l'art. 185 t.u.f. (e l'art. 2637 c.c.), impiegando la formula del compimento degli altri artifici, non li connota, infatti, in alcun modo se non in relazione all'effetto di alterazione dei prezzi di un titolo. Breve: la parziale astrazione dalla situazione concreta vale *rispetto al giudizio di pericolo*, ma non rispetto alla qualifica di *artificiosità*, che richiede la massima concretizzazione della situazione in cui si svolge l'operazione finanziaria.

Data l'impossibilità di distinguere, in astratto ed in assoluto, l'operazione *speculativa, ma lecita*, da quella *illecitamente speculativa*, il carattere precipuo delle *condotte artificiali* deve essere individuato nella loro attitudine manipolativa *alla luce della combinazione* con gli altri comportamenti di mercato e con la congiuntura degli scambi.

(46) PEDRAZZI C., *Problemi*, cit., 35.

(47) PEDRAZZI C., *Problemi*, cit., 38 ss.

Emerge così il *contributo tipizzante del contesto* nella definizione dell'illecito ed altresì il rapporto sussidiario tra il disvalore di contesto ed il disvalore della condotta, che, tra i disvalori possibili del reato, rimane fondamentale nel diritto penale dei mercati finanziari: *non è vietato il risultato* cui tende la condotta artificiosa – il raggiungimento di un diverso livello di prezzo di uno o più strumenti finanziari –, ma la *modalità anomala* con cui questo risultato viene raggiunto (48).

Accade, a volte, che *la condotta illecita non possiede elementi intrinseci di sospetto*, ma, come un *'virus dei mercati'*, possa essere identificata solo alla luce delle interazioni e degli effetti indotti nell'ambiente di riferimento: è in questi casi che emerge, in definitiva, il contributo tipizzante del *contesto*.

##### 5. *Anticipazione della tutela e conseguenze in termini di rappresentazione e volizione del fatto.*

La predisposizione di una tutela anticipata rispetto agli interessi sovra-individuali del mercato e dell'investimento – un'anticipazione per molti aspetti senza alternativa, considerando la natura sovra-individuale di questi ultimi – determina delle conseguenze *sulla natura dell'imputazione soggettiva* del reato.

Il pericolo è il portato della complessità: una volta *'innescato'* con la condotta può accadere che non sia più *'neutralizzabile'* ed evolvere così verso conseguenze dannose. In ambito economico, la frequente impossibilità di controllare il rischio, quando raggiunga certe dimensioni, deriva dall'intervento di *fattori ulteriori* rispetto alla condotta dell'operatore finanziario, *precedenti*, ma più spesso *successivi ad essa* e che questa non può più dominare: l'evoluzione verso il danno è co-determinata dalla casuale attivazione di tali fattori.

Per la fattispecie penale in ambito economico sussiste un profilo particolarmente problematico, conseguente ad una anticipazione della tutela marcata. Sul piano *della rappresentazione dell'agente*, quanto riferito ora si potrebbe tradurre nella mancanza di un coefficiente psicologico *effettivo* in relazione al *complesso* delle conseguenze della propria azione: l'operatore economico non è in grado di prevedere e, prima ancora, di

(48) PEDRAZZI C., *Problemi*, cit., 54 ss.

enumerare tutti i fattori che possono essere innescati dalla propria condotta. Potrebbe perciò accadere che il soggetto abbia una nitida *consapevolezza* della *fraudolenza* della propria condotta, senza avere un'altrettanto chiara rappresentazione delle *conseguenze dannose* che possono derivare dal suo comportamento. Consapevole o meno di questo problema, il legislatore ha strutturato la fattispecie incriminatrice di cui all'art. 185 t.u.f. escludendo l'insieme delle conseguenze di mercato dall'orizzonte del tipo: ne deriva che gli argomenti difensivi incentrati sulla mancanza di dolo di danno non potranno mai paralizzare l'applicabilità della disposizione penale.

Più in generale, la costruzione dell'illecito economico risponde spesso all'esigenza di evitare la ponderazione degli effetti sul mercato sia nella *costruzione della tipicità oggettiva*, sia nell'*imputazione soggettiva del fatto*, anticipando la consumazione alla violazione di regole di condotta e lasciando impregiudicato se questa inottemperanza innescherà o no il processo dannoso per i meccanismi allocativi del mercato e, quindi, per l'investimento.

Con riferimento alla *componente rappresentativa del dolo*, rispetto agli avvenimenti successivi alla propria condotta e all'attivazione del rischio illecito, il soggetto attivo può essere animato: a) per lo più, da un *dolo eventuale* (49), consistente nell'accettazione dell'eventualità che intervengano fattori indipendenti – essenzialmente consistenti nelle operazioni poste in essere da altri operatori – ad integrare il processo offensivo dell'investimento; b) più raramente, da un *dolo intenzionale*, nel caso in cui l'operatore abbia elevate capacità professionali che gli consentano di *'scommettere'* su tali contributi indipendenti, per inserirli nel quadro di una condotta speculativa di più ampia portata.

Tali eterogenei atteggiamenti soggettivi dell'agente fuoriescono comunque dal piano di comprensione della norma, che nella sua struttura anticipata, recide l'elemento intenzionale, livellando ad un medesimo stadio due modelli di disvalore di intenzione fortemente *differenziati* quanto ad *intensità*. L'arretramento della tutela al pericolo non concreto e, a volte, alla criminalizzazione del mero rischio economico,

(49) Sul rapporto tra rischio ed imputazione soggettiva dell'illecito, con accrescimento dell'importanza del dolo eventuale, cfr. DONINI M., *Imputazione*, cit., 144; cfr. anche GARGANI A., *Il danno*, cit., 254.

produce spesso una *mutazione del coefficiente soggettivo* (50). Lungi dall'ipotizzare un dolo di *pericolo* diverso rispetto a quello di *danno* quanto a *struttura* (51), è però vero che l'elemento soggettivo dei reati economici, rifuggendo dall'estremo superiore del dolo intenzionale e da quello inferiore della colpa incosciente, finisce spesso per normativizzarsi e porsi al confine tra dolo eventuale e colpa cosciente. Il discrimine tra i due coefficienti psichici è sottile e gravido di conseguenze concrete: il primo, in quanto esprime una consapevole accettazione del rischio attivato, comporta una responsabilità penale, mentre la seconda, integrata dal *rifiuto* del rischio o dall'ignoranza dell'esistenza di questo, comporterà l'esenzione da pena.

Con riferimento alla *dimensione volitiva del dolo*, quando la fattispecie penale non contempla un danno od un pericolo imminente, ma solo una condotta, l'agente può essere indotto a non dubitare della rischiosità e, ulteriormente della illiceità, del proprio operato ogni volta che il comportamento tipizzato appaia 'neutro', dal punto di vista del disvalore sociale. Prima ancora della volontà lesiva, viene in effetti a mancare l'occasione per cogliere la contraddizione tra la condotta e l'interesse giuridicamente protetto dell'investimento, che si staglia solo tra gli obiettivi finali della norma (52).

Ciò può accadere quando la natura anticipata dell'incriminazione (come nel caso degli illeciti di abusivismo finanziario o bancario) si manifesta attraverso la tipizzazione di una relazione eccessivamente

(50) In tema v., di recente, DE FRANCESCO G.A., *Dolo eventuale, dolo di pericolo, colpa cosciente e "colpa grave" alla luce dei diversi modelli di incriminazione*, in *Cass. pen.*, 2009, 5038 s., di recente sottolinea come l'assenza di un evento faccia apparire meno percepibile il livello di intensità del legame soggettivo dell'autore con il fatto commesso ed il profilo psicologico dei reati di pericolo tenderà a trasformarsi nella mera rappresentazione *ex ante* delle circostanze idonee a sorreggere il giudizio di pericolosità, facendo peraltro anche svanire il senso della distinzione tra le varie forme di dolo.

(51) Sull'inesistenza di un dolo di pericolo come classe speciale di dolo, v. ROMANO M., *Commentario*, I, cit., 447.

(52) La neutralità, dal punto di vista dei disvalori espressi, della situazione tipizzata, è tipica di molte disposizioni che compongono il diritto penale dei mercati. Ad esempio, la *correlazione strumentale* tra il controllo dell'autorità di vigilanza e le condizioni di sicurezza sistemica dell'investimento finanziario – pur al centro di molte norme penali che incriminano l'ostacolo al funzionamento di autorità di settore (artt. 170-bis t.u.f., 2638 c.c., 309 del c.d. codice delle assicurazioni) o condotte di abusivismo (per tutte l'art. 166 t.u.f.) – non necessariamente si presenta alla mente dell'agente nel momento in cui omette di richiedere l'autorizzazione all'esercizio di un'attività finanziaria.

tecnica, o formale, tale da non trasmettere il nesso di rischio che giustifica la punizione: in questi casi si imporrebbe la minuziosa ricerca di una coscienza potenziale dell'antigiuridicità – intesa come seria rappresentazione del rischio di infrangere norme dell'ordinamento (53) – senza poterla in qualche modo derivare in parte dalla sua componente oggettiva e materiale.

Quanto detto non deve indurre a ritenere la sussistenza di un contrasto insanabile tra *l'anticipazione della tutela penale* in materia economica e il *principio di colpevolezza*. Il discrimine consiste nella capacità della fattispecie di condensare un *tasso di disvalore percepibile nella sfera cd. parallela e laica*, tale da far sorgere in capo a chi agisce almeno il *dubbio della illiceità della propria condotta*. Vi è la possibilità di dubitare sulla liceità della propria condotta nei casi in cui il legislatore, ad esempio, tipizza l'incidenza dell'azione tipica su un oggetto materiale, che pur in via *anticipata* e in termini *normativi*, sia in grado di esprimere in modo pregnante la rischiosità della condotta per l'investimento.

È quanto propriamente accade nella fattispecie di cui all'art. 185 t.u.f., laddove vengono descritte condotte che alterano il funzionamento del mercato: *la correlazione tra la condotta tipica ed una struttura sociale (il mercato), apprezzata dai consociati* per la propria dimensione pubblica e per la propria funzione distributiva e allocativa, è in grado di esprimere la ragione d'essere dell'incriminazione e di generare un'immediata percezione del rischio penale che corre chi compie la condotta tipica.

La struttura della fattispecie criminosa, in particolare *il grado di anticipazione della consumazione e l'oggetto materiale dell'azione*, orientano la significatività e lo spessore dell'elemento soggettivo: la ricerca della coscienza dell'illiceità è quasi 'scontata' in presenza di una fattispecie oggettiva così pregnante e connotata in termini di pericolosità, da non poter non essere percepita da chi agisce, a meno di non ipotizzare capacità intellettive, anche solo occasionalmente, non integre.

(53) Su questa accezione di coscienza potenziale dell'antigiuridicità, CANESTRARI S., *Dolo eventuale e colpa cosciente*, Milano, 1999, 222.

5.1. *La manipolazione del mercato come reato a disvalore di intenzione rafforzato.*

Il diritto penale dell'economia presenta un gran numero di fattispecie incriminatrici strutturate secondo il modello della norma penale in bianco oppure, come nel caso della manipolazione del mercato, intarsiate da elementi valutativi che rimandano a discipline economiche, benché l'intervento penale sia spesso sottordinato funzionalmente ad uno schema di controllo extrapenale, non ogni fattispecie in questo settore può essere qualificata come artificiale, vale a dire incapace di esprimere un disvalore sociale, pre-giuridico. Riconoscere la natura artificiale di una o più incriminazioni ha ricadute importanti sul piano dell'elemento soggettivo: implica che la coscienza dell'illiceità sia naturalisticamente inesistente nel caso in cui l'autore del fatto non possieda l'attuale conoscenza della disposizione penale che punisce il comportamento tipico.

Tra i reati in materia finanziaria vi è certamente un cospicuo gruppo di incriminazioni a disvalore di intenzione 'per-normativo', costituito cioè da fattispecie incentrate, dal punto di vista dell'elemento soggettivo, sulla rimproverabile violazione delle disposizioni extrapenali che compongono il sistema di controllo delle condotte di investimento finanziario. Esemplici le fattispecie di *abusivismo* - nelle varie articolazioni: finanziario (art. 166 t.u.f.), bancario (artt. 130 ss. t.u.b.), assicurativo (305 d. lgs. 209/2005) e previdenziale (art. 18-bis, d. lgs. 252/2005) - o di *ostacolo alle funzioni delle autorità di vigilanza* (artt. 2638 c.c.; 170-bis t.u.f.).

A nostro parere, tra le incriminazioni a tutela della ricchezza mobiliare, esistono fattispecie assistite da un disvalore di intenzione *non solo esistente*, ma addirittura 'rafforzato': il soggetto attivo del reato si deve cioè coscientemente contrapporre ai meccanismi di circolazione e scambio di valori che la norma presidia e il disvalore di intenzione così descritto concorre in modo decisivo a delineare i contorni della tipicità. Le condotte di falso in prospetto, falso in bilancio rispetto ad emittenti quotati, falso dei revisori contabili e, soprattutto, di manipolazione del mercato, descrivendo le condotte tipiche con termini pregnanti, come la falsità o l'artificio ingannevole, esprimono comportamenti tutt'altro che artificiali, rappresentando anzi la modernizzazione di reati incentrati

sullo sfruttamento fraudolento della cooperazione artificiosa della vittima, delineati dagli artt. 640 ss. c.p.

Come anticipato in precedenza (54), l'elemento soggettivo che anima il manipolatore, in particolare, si colora di una marcata antiprecettività, poiché egli, lungi dal concretizzare una mera inosservanza delle regole concernenti la gestione amministrativa di un'attività economica, strumentalizza consapevolmente a fini privati di un meccanismo allocativo - il mercato - avente funzione sociale.

Occorre ammettere che l'elemento soggettivo della manipolazione del mercato presenta inevitabilmente dei contenuti di *rappresentazione tecnica*, poiché solo chi conosce il funzionamento del mercato, la struttura dei titoli mobiliari e la correlazione tra determinate operazioni e l'andamento degli scambi finanziari può indirizzare, nell'ambito di un progetto speculativo, la propria condotta alla realizzazione di un effetto di alterazione del prezzo dei titoli e *individuare con certezza il confine*, spesso labile, tra speculazione lecita e manipolazione illecita. Si realizza, perciò, una *restrizione fattuale del novero dei destinatari* del precetto penalmente sanzionato: dalla *generalità degli agenti* al *soggetto 'esperto'*, l'unico che può svolgere l'attività a 'rischio penale'. La complessità tecnica delle operazioni nel cui ambito può sorgere la responsabilità penale genera una pluralità di occasioni per interrogarsi sulla liceità della propria condotta; in un naturale processo di associazione tra ruoli disimpegnati e *conoscenze* corrispondenti, chi si assume, anche in via di mero fatto (ovvero senza formale autorizzazione), la funzione di operatore professionale sul mercato finisce per essere un *centro di gestione del rischio economico*, affidatario delle aspettative di tutela - in prima battuta *sociali* ed in seconda battuta *giuridiche* - del risparmio-investimento. La norma penale è allora oggetto di una relazione sinallagmatica tra operatore professionale ed ordinamento, in cui il *dovere di conoscere la normativa di settore* rappresenta il corrispettivo del *potere di gestione di segmenti del dell'investimento finanziario* (55): ne deriva l'individuazione di *centri di competenza nella gestione del rischio economico*, la

(54) Cfr., *supra*, in questo capitolo, § 5.

(55) Tale prospettiva riecheggia quella elaborata a proposito delle responsabilità penali nascenti dall'esercizio dell'impresa da ALESSANDRI A., *Impresa (Responsabilità penali)*, in *Dig. disc. pen.*, Torino, 1992, 195 ss.; l'approccio è, da ultimo, ripreso da CORNACCHIA L., *Concorso di colpe e principio di responsabilità penale per fatto proprio*, Torino, 2004, 25.

selezione di soggetti gravati da un *corpus* di doveri di comportamento, sanzionati *anche* penalmente, nel quadro di una *logica* precauzionale.

Il mercato finanziario rappresenta un *luogo normativo altamente rischioso*, in cui l'esposizione di interessi patrimoniali di rilevanza sovraindividuale alla possibilità di subire un pregiudizio definitivo viene accettata dall'ordinamento a condizione che alcuni soggetti qualificati, che rivestono, cioè, una posizione di *organizzazione* e di *gestione* del flusso degli investimenti che circolano sul mercato, rispettino una serie di *doveri di condotta*, volti a *contenere i rischi entro una soglia di accettabilità*. Il mercato rappresenta il *contesto lecito di base*, complesso e rischioso, in cui si ambientano molti illeciti penali protesi a sanzionare la trasgressione di doveri di condotta di natura tecnica.

Una prospettiva proficua di indagine circa l'elemento soggettivo dei reati finanziari, ed economici in generale, ci pare essere la dialettica *tra tipo di precetto e tipo di autore*: le *incriminazioni* in materia finanziaria sembrano disegnate *'su misura'* per un *determinato ruolo sociale* (56), quello dell'*operatore professionale del mercato*. In questo ruolo si fa ingresso iniziando a svolgere l'attività di investimento di capitali, per sé oppure per altri in qualità di intermediario finanziario. La norma penale, rispetto a tale ruolo, interviene spesso in prima battuta, ovvero a prescindere dall'illiceità extrapenale della condotta, a definire i contenuti e i confini dell'attività lecita (57). Le incriminazioni in materia finanziaria, e quindi anche quella di cui all'art. 185 t.u.f., identificano *una particolare tipologia di destinatario*. Non si tratta di un individuo marginale o antagonista rispetto alla struttura sociale o alle scelte di valore da questa espresse (come è invece spesso l'autore di reati contro il patrimonio individuale), ma di un soggetto adattato, normalizzato, che compie l'illecito mentre agisce in contesto lecito, deviando lievemente la propria condotta dal paradigma della conformità e della correttezza: più che un individuo estraneo rispetto al sistema sociale di distribuzione delle risorse si tratta di un intraneo, che ne conosce i meccanismi al punto da sapere distorcerli a fini di profitto privato.

(56) Del problema del rapporto tra fatto e autore come cuore dell'indagine intorno al reato, v. CORNACCHIA L., *Concorso*, cit., 17 ss.

(57) Sul ruolo come concetto chiave del diritto penale, JAKOBS G., *La imputación objetiva en derecho penal*, Madrid, 1999, 117 ss.; CORNACCHIA L., *Concorso*, cit., 85 ss.; DONINI M., *La selezione processuale dell'autore*, in *Id.*, *Il volto*, cit., 237 ss.

#### 5.1.1. Tensione finalistica ed elementi soggettivi 'mimetizzati' nel tipo della manipolazione del mercato.

Come detto, nel diritto penale economico, accanto ad incriminazioni incentrate sulla mera violazione della disciplina extrapenale di settore, caratterizzate pertanto da un disvalore di intenzione *iper-normativo* (58), vi sono altri reati connotati da un disvalore di intenzione *'rafforzato'*, in cui elementi intenzionali permeano il fatto tipico: ci si riferisce certamente ai reati a cd. dolo specifico (59), ma a questi vanno aggiunte ipotesi delittuose incentrate su una peculiare direzionalità fraudolenta o ingannatoria della condotta.

(58) Sul rapporto tra dolo e struttura oggettiva dei reati in contesti leciti di base, per tutti, DONINI M., *Dolo e prevenzione generale nei reati economici. Un contributo all'analisi dei rapporti fra errore di diritto e analogia nei reati in contesto lecito di base*, in *Riv. trim. dir. pen. ec.*, 1999, 1 ss.

(59) I recenti interventi nel campo del diritto penale economico, dalla riforma dei reati tributari a quella dei reati societari, hanno evidenziato come il legislatore ricorra di frequente al dolo specifico. In particolare, il d.lgs. 74/2000 valorizza il dolo specifico di evasione agli artt. 2 (dichiarazione fraudolenta mediante uso di fatture o altri documenti per operazioni inesistenti), 3 (dichiarazione fraudolenta mediante altri artifici), 4 (dichiarazione infedele), 5 (omessa dichiarazione), 8 (emissione di fatture o altri documenti per operazioni inesistenti), 10 (occultamento o distruzione di documenti contabili), 11 (sottrazione fraudolenta al pagamento di imposte). Sulla riforma del diritto penale tributario, NAPOLEONI V., *I fondamenti del nuovo diritto penale tributario nel d. lgs. 10 marzo 2000, n. 74*, Milano, 2000, 31 ss.; cfr. anche NANNUCCI U., *Il delitto di dichiarazione infedele*, in Nannucci U.-D'Avirro A., *La riforma del diritto penale tributario*, Padova, 2000, 258 e D'AVIRRO A., *Il delitto di dichiarazione fraudolenta mediante uso di fatture o altri documenti per operazioni inesistenti*, in Nannucci U.-D'Avirro A., *La riforma*, cit., 73. La dottrina italiana maggioritaria, in una visione sistemica che collega le incriminazioni che contemplano il 'dolo specifico' alle disposizioni di parte generale di cui agli artt. 49, co. 2 c.p. e 56 co. 1 c.p. (cfr., ad esempio, PADOVANI T., *Diritto penale*, Milano, 2008, 281 e MARINUCCI G.-DOLCINI E., *Corso*, cit., 575), cataloga il c.d. dolo specifico come un estremo di *origine soggettiva*, avente però una *natura definitiva oggettiva*. Si tratterebbe, insomma, di un elemento in perenne 'stato di transito', frutto di una trasformazione permanente dell'organizzazione speculativa dell'autore in un'affinata capacità offensiva della condotta. Il dolo specifico si rivela un vero e proprio disillato di un processo di *oggettivizzazione* dell'intenzione del reo (in questo senso, DONINI M., *Il delitto contravvenzionale. Culpa iuris e oggetto del dolo nei reati a condotta neutra*, Milano, 1993, 337 ss.), che più in generale si sta verificando per tutti i profili soggettivi del fatto, come notato da GIUNTA F., *Principio e dogmatica della colpevolezza nel diritto penale d'oggi*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 2002, 124. L'A. osserva: «dolo e colpa sono criteri di imputazione caratterizzati da innegabili margini di oggettivazione, come tali incapaci di per sé di esprimere compiutamente un rimprovero a titolo di colpevolezza. [...] La colpevolezza presenta contenuti in transito verso la contigua categoria del fatto, via via che rivelano il loro prevalente profilo oggettivo».



Si pensi proprio al termine *artificio* di cui all'art. 185 t.u.f. La tipicità di questo elemento è inafferrabile se colta nella nuda oggettività, ma il termine acquista significato (e capacità tipizzante) attraverso due operazioni esegetiche:

- i) da una parte, l'apprezzamento dell'*interazione tra la transazione manipolativa e il contesto* in cui viene compiuta;
- ii) dall'altra parte, la collocazione della singola condotta *nel quadro del progetto speculativo illecito* di cui fa parte.

Nella manipolazione del mercato, l'elemento intenzionale, e il disvalore che ad esso si accompagna, hanno una densità pregnante, un'intensità accresciuta, travalicando il mero ruolo di *collegamento tra il fatto e l'autore*, in termini di consapevolezza e volontà della tipicità oggettiva. L'innescio di tale aumento di intensità del disvalore di intenzione deriva dalla conformazione del fatto tipico stesso: il fatto, per come disegnato dalla norma incriminatrice, è costruito con tratti soggettivistici, tali da rendere incomprensibile il *quid* di illiceità che anima l'azione se ci si arresta ad esaminare i singoli elementi oggettivi che compongono la fattispecie (60).

La ragione di tale dimensione *soggettiva* dell'illiceità risiede nella difficoltà di distinguere, e quindi tipizzare, la *speculazione lecita* da quella *illecita* sulla base di caratteri della condotta esclusivamente *oggettivi*. Spesso la natura artificiosa o abusiva dell'operazione emerge dal *collegamento con conoscenze acquisite in precedenza*, ovvero con *future manovre sul mercato* ad opera dello stesso agente (o di soggetti a costui collegati, ovvero anche poste in essere da soggetti inconsapevoli) (61): l'elemento della *consapevolezza* e della *progettualità speculativa* fornisce in questi casi la

(60) La consapevolezza che la descrizione del fatto tipico non possa prescindere dall'atteggiamento psicologico di chi lo realizza è acquisizione comune della dottrina penalistica, v. già SANTAMARIA D., *Interpretazione e dottrina nella dottrina del dolo*, Napoli, 1961, 17 ss. e FIORE C., *L'azione socialmente adeguata nel diritto penale*, Napoli, 1965, 99 ss. Un riconoscimento della funzione tipizzante del dolo e della colpa anche in MARINUCCI G., *Il reato*, cit., 154 ss. e ROXIN C., *Politica criminale e sistema del diritto penale*, Napoli, 1998, 57 ss. Più di recente, DONINI M., *Illecito e colpevolezza nell'imputazione del reato*, Milano, 1991, 1 ss., ma anche FIANDACA G., *Fatto nel diritto penale*, in *Dig. disc. pen.*, V, Torino, 1991, 157 e MOCCIA S., *Il diritto*, cit., 125; v. anche ROMANO M., *Commentario sistematico del codice penale*, I, Milano, 2004, 322 s.

(61) Si pensi al caso, rispettivamente, delle condotte di *trash and cash*, di *improper matched orders*, o, infine, di *abusive squeeze* (per la definizione di queste condotte si rinvia alla Comunicazione Consob del 29 novembre 2005, n. 5078692).

chiave di lettura, la cornice in cui si inquadrano operazioni che, considerate isolatamente, non presentano connotati oggettivi illeciti (62). Si potrebbe qualificare tali illeciti come *reati di tendenza* (63), in cui la tensione soggettiva conferisce capacità selettiva all'intera fattispecie criminosa.

La manipolazione del mercato presenta una tipicità costruita con elementi oggettivi, ma anche soggettivi, preposti, questi ultimi, al collegamento speculativo tra fasi della pianificazione criminosa. Come nei reati cosiddetti 'a dolo specifico', elementi intenzionali si dispiegano in seno alla tipicità, aggiungendosi al disvalore di intenzione espresso, come di consueto, dall'elemento soggettivo (64). A differenza di quello che avviene per i reati a dolo specifico, però, l'introduzione dell'elemento intenzionale non risponde ad una logica di *anticipazione della tutela*, ma di *selezione tra la speculazione lecita e quella illecita*, ricorrendo

(62) A proposito dell'espressione *altri artifici* si veda la sentenza del Trib. Milano, 26 febbraio 2007, in *Corr. merito*, 2007, 912 ss. (con nota di AGNINO F., *La sfuggente individuazione del delitto di aggioaggio*), che afferma, tra l'altro, che: «Il reato di aggioaggio può realizzarsi anche mediante condotte di per sé lecite, se autonomamente considerate, ma pregiudizievoli del corretto funzionamento del mercato, se considerate nel loro complesso (...)». Sul carattere necessariamente intenzionale delle condotte manipolative cfr. anche PREZIOSI S., *La manipolazione di mercato nella cornice dell'ordinamento comunitario e del diritto penale italiano*, Bari, 2008, 87 s.

(63) MEZGER E., *Diritto penale*, (trad. it. dell'edizione del 1932 a cura di Mandalati F.), Padova, 1935, 187 ss., parla a proposito dei *Tendenzdelikte* di elementi soggettivi che esprimono una volontà piena di significato. Sulla 'scoperta' degli elementi soggettivi dell'antigiuridicità nella dottrina tedesca, v. SCHIAFFO F., *Le situazioni, Le situazioni "quasi scriminanti" nella sistematica teleologica del reato*, Napoli, 1998, 110 ss.; VIGANÒ F., *Stato di necessità e conflitti di doveri*, Milano, 2000, 177. Quest'ultimo A. ritiene (208 ss.) che il dolo o la colpa dell'agente nulla tolgano o aggiungano ad un fatto offensivo di un bene giuridico. Alla base dell'opinione che la colpa o il dolo abbiano funzioni tipizzanti, si rinverrebbero due fraintendimenti: a) non è scontato che al fatto, come categoria dogmatica, competea il ruolo di individuare il titolo del reato, come invece sostiene, in funzione dimostrativa della propria tesi, chi attribuisce funzioni tipizzanti all'elemento soggettivo; b) il disvalore del reato non deve già essere interamente espresso dal fatto tipico, perciò a parità di attitudine offensiva della condotta per un bene giuridico, le comminatorie edittali variano non per considerazioni di ordine oggettivo (come sostiene chi riconosce valore tipizzante all'elemento soggettivo), ma per il variare dell'elemento soggettivo che anima l'agente e che può essere più o meno riprovevole.

(64) Di «eccezione della fattispecie soggettiva su quella oggettiva» ha parlato la dottrina tedesca, su cui PICOTTI L., *Il dolo specifico. Un'indagine sugli "elementi finalistica" delle fattispecie penali*, Milano, 1993, 345. Sugli elementi soggettivi dell'illecito, v. anche GELARDI M., *Il dolo specifico*, Padova, 1996, 75 ss.

ad una tendenza dell'azione che non è compiutamente descrivibile se non in termini progettuali.

Esemplare è la tipologia di condotta di manipolazione del mercato del *placing orders with no intention of executing them* (65): viene diffuso un ordine di acquisto o vendita di uno strumento finanziario ad un prezzo più alto rispetto a quello che gli scambi di mercato effettivi hanno permesso di raggiungere, ovvero più basso di quello che le operazioni reali hanno fatto segnare. Ovviamente l'intenzione di non eseguire l'ordine conferisce il carattere di illiceità alla condotta, insieme allo scopo che anima chi agisce: poiché il prezzo di uno strumento ha una funzione informativa, porre il prezzo a livelli artificiosamente alti crea l'apparenza di un mercato attivo; viceversa un'offerta a prezzi – fittizi – bassi ha lo scopo di incentivare gli acquisti dello strumento finanziario.

È solo la considerazione sinottica dell'elemento oggettivo e soggettivo della fattispecie a permettere di comprendere l'illiceità del comportamento dell'operatore di mercato. La consistenza oggettiva della condotta deve essere a volte considerata quale 'piano di appoggio' di un'intenzionalità antagonistica rispetto alla corretta allocazione dell'investimento, poiché solo così è possibile formulare il *giudizio di tipicità*, inteso come conformità del fatto concreto alla fattispecie astratta (66).

(65) Tale condotta è stata definita dal documento CESR intitolato «Market Abuse Directive. Level 3 – First set of Csr guidance and information on the common operation of the Directive»: si tratta della condotta di diffusione di un ordine di acquisto o vendita di uno strumento finanziario ad un prezzo più alto rispetto a quello che gli scambi di mercato effettivi hanno permesso di raggiungere, ovvero più basso di quello che le operazioni reali hanno fatto segnare, esso non troverà ovviamente esecuzione. Altrettanto ovvio lo scopo: poiché il prezzo di uno strumento ha una funzione informativa, porre il prezzo a livelli artificiosamente alti crea l'apparenza di un mercato attivo; un'offerta a prezzi – fittizi – bassi ha, invece, lo scopo di incentivare gli acquisti dello strumento finanziario.

(66) Per completezza, si può accennare al fatto che lo stesso fenomeno si ripete nella fattispecie di *abuso* di informazioni privilegiate (art. 184 t.u.f.): la connessione tra il possesso di un'informazione sensibile ed il suo utilizzo sul mercato per il compimento di operazioni di acquisto o vendita possiede, dal punto di vista meramente oggettivo, un meramente valore indiziante dell'illiceità della condotta. Solo il nesso psichico intercorrente tra possesso dell'informazione privilegiata e l'operazione di borsa oggettivamente considerata, tale che il primo elemento rappresenta il motivo del secondo, distingue lo sfruttamento del privilegio dalla mera coincidenza temporale tra operazione e possesso di un'informazione *price-sensitive*. Non a caso la rubrica della norma utilizza nuovamente un'espressione etico-valutativa, parlando di *abuso* di informazioni privilegiate, a conferma della particolare costruzione soggettiva delle fattispecie; né la *manipolazione* di cui all'art. 185 t.u.f., né l'*abuso* di cui all'art. 184 t.u.f., sono concetti oggettivamente afferrabili a prescindere da una progettualità illecita che rappresenta il codice per

Peraltro, il concetto di *manipolazione* di cui alla rubrica dell'art 185 t.u.f., riassume la dimensione valutativa e progettuale degli artifici e operazioni simulate previste come condotte tipiche dal primo comma della norma, ma al contempo artifici e simulazione sono concetti qualificativi: tali elementi soggettivi della tipicità non compaiono infatti nella fattispecie in termini neutri, perché forniscono una valutazione in base a parametri normativi/deontologici. La '*manipolazione*' e l'*artificio*', come d'altra parte anche l'*abuso*, la *falsità* o l'*infedeltà*, in relazione ad altre fattispecie del diritto penale dell'economia, sono concetti stigmatizzanti, che esprimono un contrasto di valore con l'*etica degli affari*' (67).

La fattispecie di manipolazione del mercato rappresenta, dunque, il paradigma di un delitto *a disvalore di intenzione rafforzato*: il tipo legale raggiunge un significativo tasso di disvalore, per la presenza di elementi soggettivi, che costituiscono non solo *veicoli di imputazione soggettiva*, ma ben prima *strumenti di tipizzazione dell'illecito*, veicolando un elemento di

decrivere l'illiceità dell'operazione finanziaria. In questo modo è cioè possibile compensare la scarsa capacità selettiva del termine *artificio* di cui all'art. 185 t.u.f., in altre parole comprendere perché il 'neutro' possesso di informazioni privilegiate ed il conseguente compimento di operazioni su strumenti finanziari (o l'induzione di altri a compierle o la comunicazione delle informazioni stesse), siano qualificati come *abusivi* dalla rubrica dell'art. 184 t.u.f. e, quindi, puniti. Con riferimento alla condotta di cui all'art. 184, l'interpretazione, alla luce dell'elemento soggettivo dell'agente, dell'*abusività* che collega i due segmenti di tipicità in sé inespressivi dal punto di vista del disvalore, ricorda quella che ha condotto la Corte cost. (sent. 19 febbraio 1967, n. 7) a ritenere legittima la fattispecie di *abuso* di ufficio (art. 323 c.p.), la cui *indeterminatezza* oggettiva, nella formulazione precedente alla riforma del 1990, era stata compensata dalla finalità che muoveva l'agente, come ricorda PAGLIARO A.-PARODI GIUSINO M., *Principi di diritto penale, I, Delitti contro la Pubblica Amministrazione*<sup>10</sup>, Milano, 2008, 275 ss. Altre fattispecie, come il falso in prospetto o la falsità e corruzione dei revisori contabili, presentano anch'esse un marcato disvalore di intenzione, ma l'intensità del disvalore soggettivo, anziché compensare una condotta incompleta dal punto di vista descrittivo o neutra dal punto di vista assiologico, riflette la pregnanza del proprio oggetto, vale a dire la completezza ed il disvalore compiutamente espresso dalla condotta tipica che deve essere rappresentata e voluta dall'agente.

(67) Si potrebbe forse parlare più correttamente di 'elementi subiettivi dell'antigiuridicità', su cui v. ZAFFARONI E.R., *Tratado de derecho penal, P.te gen.*, III, Buenos Aires, 1981, 361 ss., 370. Sulle critiche alla natura descrittiva ed obiettiva del *Tatbestand* nella ricostruzione di Beling da parte di AA. tedeschi (ad es. M.E. Mayer, Mezger, Hegler, Welzel) che, a partire dal periodo tra le due guerre mondiali, rinvennero la presenza di elementi normativi e soggettivi già in seno al fatto tipico, avviando un processo di graduale emersione di una concezione personalistico-soggettiva del *Tatbestand* e di moltiplicazione del concetto stesso a seconda della prospettiva d'indagine, v. GARGANI A., *Dal corpus delicti al Tatbestand*, Milano, 1997, 461 ss.

intenzionalità tale da esprimere una netta contrapposizione rispetto alle scelte di tutela dell'ordinamento. La tipicità acquista una dimensione pregnante, in grado fornire all'agente la possibilità di comprendere che il fatto che sta commettendo è in concreto antiggiuridico, a prescindere dalla conoscenza attuale della norma che incrimina la condotta. Inoltre, l'intensità del disvalore di intenzione è accresciuta anche dalla necessità che il manipolatore percepisca la *sensibilità dell'alterazione*: vi è, infatti, uno stretto rapporto tra il significato penalistico dell'alterazione sensibile, i criteri tecnici che ad esso danno contenuto (e determinatezza) e l'oggetto del dolo. Il manipolatore deve cogliere il significato valutativo espresso dal concetto di alterazione sensibile, nel senso che deve percepire la significatività della variazione dei dati economici di riferimento, pur senza dover preventivamente e con precisione rappresentarsi né il *quantum* di variazione del prezzo ovvero, né, più in generale, l'impatto sul mercato della propria condotta. Dal punto di vista dell'ordinamento, il manipolatore certamente non deve essere a conoscenza dei criteri di misura e dei fattori da ponderare per considerare come *sensibile* la variazione del prezzo determinata dai suoi comportamenti, ma deve percepire come *concretizzata nella propria condotta* la valutazione sottesa alla formula «alterazione sensibile», il significato che essa esprime nel contesto socio-culturale di riferimento (68).

Nel delitto di cui all'art. 185 t.u.f., la dimensione tipizzante del dolo si apprezza compiutamente in relazione a quelle condotte manipolative articolate sulla base della ripetizione e/o commistione tra operazioni in sé lecite, che assumono una chiara connotazione distorsiva solo *entro una visione complessiva dell'operazione e a contatto con il contesto di mercato* in cui prende forma la speculazione.

Il pensiero corre alle ipotesi, concretamente verificatesi, in cui in un primo momento si immette un ordine di vendita al più basso prezzo possibile per eliminare dal mercato tutte le proposte di acquisto presenti e successivamente si compie un'operazione simulata, costituita dall'immissione contestuale di un ordine di vendita ed uno di acquisto da parte di uno stesso soggetto, che, incrociandosi, finiscono per influenzare il prezzo (69); oppure si pensi ancora all'inserimento di quattro diverse proposte di negoziazione in vendita per determinare il crollo del

(68) Sul rapporto tra dolo e soglie, nello stesso senso, cfr. FALCINELLI D., *Le soglie*, cit., 80 ss.

(69) Cfr. Trib. Milano, 21 dicembre 2006, in *Giur. comm.*, 2007, 1291 ss.

prezzo di uno strumento finanziario (70), o infine, all'opposto, all'acquisto con operazioni successive, nell'arco di due settimane, di quantità ingenti di titoli al fine di determinarne un forte rialzo di prezzo (71).

In tutti questi casi, il dolo rappresenta il 'collante' – insieme al contesto – che consente di scorgere il *quid* di illiceità che trasforma le operazioni in componenti di un disegno penalmente rilevante. Naturalmente il dolo, che assume i tratti del progetto manipolativo, non basta, di per sé, a giustificare la rilevanza penale delle condotte: per non costruire una incriminazione soggettivistica, priva di un aggancio materiale, occorre che tra le operazioni intercorra anche un *nesso oggettivo* che, legando tutte le fasi del progetto, renda la complessiva manovra *idonea al raggiungimento dell'alterazione* dei prezzi dei titoli.

La frequenza delle ipotesi in cui la condotta di mercato in sé sia priva di caratteri di illiceità, ma li 'riceva' dalla connessione con altre operazioni e dal contesto in cui viene integrata pongono all'attenzione due conseguenze, gravide di ricadute dal punto di vista della disciplina di parte generale, nel caso in cui si trovino ad operare *congiuntamente più persone*.

Si danno due possibilità: o i diversi soggetti agiscono in modo cooperativo, poiché tutti partecipi dello stesso disegno manipolativo, ovvero solo uno tra gli operatori possiede le coordinate del progetto speculativo. Nel primo caso – non solo possibile, ma frequente – si verifica l'*esecuzione frazionata* della manipolazione del mercato, cioè più persone compiono operazioni che costituiscano un frammento di un complessivo progetto delittuoso. Ne consegue che la responsabilità penale per il fatto implica il previo riscontro di un accordo tra i partecipi, nessuno dei quali può essere considerato autore in senso stretto della manovra, ma semplice coautore insieme agli altri. Nel secondo caso, ci si trova sempre in presenza di un'operazione frazionata *di un delitto monosoggettivo*: benché più persone cooperino oggettivamente alla realizzazione del fatto, solo il soggetto che ha elaborato il progetto è chiamato a risponderne penalmente; gli altri operatori degradano al ruolo di meri strumenti nelle mani di colui che ha elaborato lo schema,

(70) Quest'ultimo è il caso oggetto della sentenza del Trib. Milano, 27 marzo 2006, in *Riv. trim. dir. pen. ec.*, 2007, 845 ss.

(71) Cfr. Trib. Milano, 26 febbraio 2007, cit., in *Corr. merito*, 2007, 912 ss.

che è unico autore – *mediato* – del fatto tipico (72). La diversa distribuzione di responsabilità dipende, infatti, dalla mancanza di consapevolezza, negli altri operatori, del quadro complessivo della vicenda e di una conoscenza limitata al solo frammento posto in essere in prima persona. All'esecutore materiale della singola operazione manca la visuale di insieme che gli consentirebbe di inferire la natura illecita della condotta dal lui posta in essere, pur percependone magari la capacità di influire sui prezzi (73).

Va qui accennato che il reato rimane unico, anche nel caso in cui le operazioni si diluiscano in un arco di tempo abbastanza rilevante: l'unicità dell'illecito, al di là della contestualità naturalistica, consegue alla struttura *economicamente unitaria* della manovra e dell'*accordo criminoso*. Ciò, come vedremo (74), si rivela particolarmente importante per definire il problema dell'unicità o pluralità di reati di manipolazione del mercato nel caso di alterazione dei prezzi tramite una serie di operazioni condotte in tempi diversi.

In conclusione, si può rilevare che, tra i reati finanziari, vi sono fattispecie che, lungi dal presentare un tasso di colpevolezza esiguo, si caratterizzano per un *surplus* di disvalore di intenzione, che necessita di trovare una spiegazione e di essere razionalizzato, per comprenderne la funzione nella 'dinamica dei disvalori' propri dei reati contro interessi patrimoniali sovra-individuali. In particolare, il *dolo* della *manipolazione del mercato* assume i tratti di un elemento complesso, che *esorbita* rispetto al tipo, poiché si estende alla rappresentazione del contesto di mercato ed al complessivo schema manipolativo. Questo *quid pluris* in ordine all'elemento soggettivo del reato trova la propria ragione d'essere nel *deficit* strutturale che connota il reato dal punto di vista del disvalore d'evento: la mancanza, inevitabile, dell'estremo del danno, viene pertanto compensata da due diversi nuclei di disvalore. Il primo, di carattere *straordinario* (nel senso che emerge solo in alcune

(72) Sulle critiche al concetto di autore mediato, v., per tutti, ROMANO M.-GRASSO G., *Commentario sistematico del codice penale*<sup>3</sup>, II, Milano, 2005, 151 s.

(73) Questo è, infatti, il caso oggetto del noto pronunciamento del Tribunale di Milano riguardo al cd. *marking the close*: la responsabilità dell'intermediario, esecutore materiale dell'operazione, è stata esclusa per mancanza di dolo: cfr. Trib. Milano, 11 novembre 2002, in *Riv. trim. dir. pen. ec.*, 747 ss.; confermata da Corte App. Milano, 31 marzo 2004, e da Cass., sez. V., 25 gennaio 2005, entrambe in *Banca, Borsa, tit. di cred.* 2006, 265 ss.

(74) V., *infra*, parte III, cap. IV, §§ 2 ss.

incriminazioni), è costituito, come detto (75), dal *disvalore di contesto*, l'altro, di carattere *ordinario*, è rappresentato dal *disvalore di intenzione*.

L'intensità del disvalore soggettivo concorre, quindi, a supplire la *carenza del disvalore di evento*, per riequilibrarne l'assenza e giustificare, dal punto di vista della *proporzione tra illecito e sanzione*, l'attivazione del meccanismo punitivo penale.

#### 6. L'offesa riconducibile alla manipolazione del mercato: gli incerti confini del danno all'investimento finanziario.

Ricostruire il bene protetto dalla fattispecie di manipolazione del mercato come il regolare funzionamento degli scambi mobiliari o la corretta interazione tra domanda ed offerta di titoli è probabilmente un'operazione priva di utilità: più che mostrare un interesse preesistente rispetto alla condotta incriminata, questa accezione di bene giuridico pare il 'reciproco' della condotta tipica, che infatti altro non è che l'interferenza nella combinazione di proposte di acquisto e vendita di strumenti finanziari.

L'offesa prodotta dalla condotta manipolativa concerne, come sottolineato da dottrina e giurisprudenza unanime, il mercato e quindi gli investimenti che in esso circolano (76) e assume sempre più le forme della *mancata massimizzazione*, vale a dire dell'*allocazione non efficiente* di una risorsa economica.

L'allocazione è inefficiente quando i capitali mobiliari, tra le alternative di utilizzo disponibili, vengono impiegati in operazioni che non assicurano la maggiore utilità possibile: questa forma di offesa si può considerare come l'evoluzione collettiva dei concetti di *lucro cessante*

(75) V., *supra*, in questo capitolo, § 4.

(76) Come notato anche da COSTI R., *Note marginali su diritto e giustizia nell'ordinamento dei mercati finanziari*, in AA.VV., *Governo dell'impresa e mercato delle regole. Scritti giuridici per G. Rossi*, I, Milano, 2002, 823, la cointeressenza tra tutela del mercato e tutela dell'investimento è riconosciuta normativamente in una delle disposizioni di apertura del t.u.f., l'art. 5, co. 1, e da una delle disposizioni chiave della disciplina dei mercati e della gestione accentrata degli strumenti finanziari, rappresentata dall'art. 74, dedicato alla vigilanza della CONSOB sui mercati. Che il bene giuridico protetto dalla manipolazione del mercato/aggiotaggio sia il regolare funzionamento dei mercati è opinione comune, v., per tutti e con riferimento all'art. 2637 c.c., SEMINARA S., *L'aggiotaggio*, in Giarda A.-Seminara S. (a cura di), *I nuovi reati societari: diritto e processo*, Padova, 2002, 547 s.

o mancato guadagno. Sono infrequenti quelle forme di offesa rappresentate dalla diminuzione di valore e dalla distruzione totale dell'interesse patrimoniale, che è invece il paradigma lesivo per il patrimonio individuale (77).

Quand'anche si verifichi una lesione dell'investimento intesa come perdita della risorsa patrimoniale collettiva, è difficile identificare i contorni di un danno riconducibile ad una condotta di manipolazione del mercato. Recentemente, il Tribunale di Milano, nella sentenza già oggetto di analisi con riferimento al tema delle tecniche di manipolazione del mercato (78), ha riconosciuto come il danno cagionato dal reato si sostanzia in plurime 'voci', alcune riconducibili ad interessi individuali, altre ad interessi istituzionali, tra cui compaiono i costi sostenuti dalla Consob per l'attività di indagine e persecuzione dell'illecito ed il danno alla propria immagine subito dall'autorità di vigilanza stessa, altre ancora ad interessi diffusi (79). Tra queste ultime voci, sempre ad avviso del Tribunale, comparirebbe il danno all'integrità del mercato, concetto altamente equivoco che potrebbe essere inteso come minore efficienza allocativa. Va, però, sottolineato come, soprattutto nei mercati di notevoli dimensioni, sia spesso impossibile rilevare un nesso causale tra la manipolazione ed una minore efficienza del mercato – sia per una eterogeneità dimensionale degli estremi del nesso, sia per la vaghezza giuridica e la conseguente difficoltà di misurazione dell'efficienza del mercato (80).

In generale, rispetto agli interessi patrimoniali 'sganciati' da una titolarità individuale, la volatilizzazione dell'offesa costituisce un fenomeno se non inevitabile, certamente frequente. Infatti, già quando una risorsa a contenuto patrimoniale viene giuridicamente imputata ad

(77) In alcuni casi esso compare tra gli elementi espressi della fattispecie, ad esempio nei delitti codicistici perpetrati con la cooperazione artificiosa della vittima come nella truffa (art. 640) o nell'estorsione (art. 629), o, ancora, nella circonvenzione di incapaci (art. 643).

(78) Trib. Milano, 21 dicembre 2006, in *Giur. comm.*, 2007, 1291 ss.

(79) Nello stesso senso, GILOTTA S., *Manipolazione del mercato: considerazioni su dinamica del fatto e danno civili da reato*, in *Giur. Comm.* 2007, 1320.

(80) Il mercato, nella dottrina commercialistica, è stato visto anche come oggetto di un diritto soggettivo. Si tratta del cd. diritto al mercato (su cui v. MENESINI V., *Il diritto al mercato come nuovo diritto soggettivo*, in AA.VV., *Governo dell'impresa*, cit., I, 424 ss.). Tale diritto, nell'elaborazione di Menesini, è un diritto di portata generale, che si vorrebbe operasse in relazione a qualsiasi tipo di mercato e non solo, quindi, in relazione ai mercati di capitali.

un'organizzazione societaria, assumendo una dimensione collettiva, l'offesa può acquisire la forma della mera frustrazione dell'interesse della compagine sociale all'ottimizzazione di tale entità patrimoniale, in assenza dunque della dissipazione del patrimonio stesso della società (81): si pensi, ad esempio, al comportamento infedele di un amministratore che faccia dolosamente sfumare un lucroso affare per la società da lui amministrata.

Con specifico riferimento ai mercati finanziati, si può affermare che spesso non sia concepibile una forma di danno se non alla condizione di ricorrere a fattispecie incentrate su un'offesa 'per sommatoria', in cui cioè il danno è prodotto non da un'azione individuale, ma dal ripetersi generalizzato nel tempo di condotte inosservanti della disciplina su cui si regge il sottosistema amministrativo di riferimento (82).

Nemmeno lo schema della plurioffensività rappresenta una soluzione alla problematica ricerca della lesione nel campo del diritto penale dell'economia, sebbene si tratti di un *topos* della riflessione sui reati economici (83). Tale constatazione vale senz'altro nel caso in cui la plurioffensività venga intesa in senso orizzontale: in questa accezione, la tutela offerta dalla norma penale si distende contemporaneamente su una pluralità di beni, pur non richiedendosi che l'offesa concretamente prodotta da una condotta conforme al tipo debba coinvolgerli tutti, ma semplicemente che solo uno tra i possibili oggetti della tutela astratta, sia leso

(81) La possibilità che l'offesa prodotta da comportamenti infedeli degli amministratori non si manifesti come diminuzione del patrimonio della società, è sottolineata da FOFFANI L., *Infedeltà patrimoniale e conflitto di interessi nella gestione dell'impresa*, Milano, 1997, 32.

(82) Il profilo dei c.d. danni cumulativi è tematizzato, tra gli altri, da ALCÁCER GUIRAO R., *La protección del futuro y los daños cumulativos*, reperibile alla seguente URL: [http://criminet.ugr.es/recpc/recpc\\_04-08.pdf](http://criminet.ugr.es/recpc/recpc_04-08.pdf), 20; sulla logica dell'accumulazione e sulla criminalizzazione di condotte in sé inoffensive, che solo collegate in un comportamento reiterato e collettivo si rivelino dannose e sulla possibilità di reati senza bene giuridico cfr. anche HEBENDHEL R., *¿Debe ocuparse el derecho penal de riesgos futuros? Bienes jurídicos colectivos y delitos de peligro abstracto*, 12, reperibile in <http://criminet.ugr.es/recpc>; inoltre, SILVA SANCHEZ J.M., *La expansión del derecho penal. Aspectos de la política criminal en las sociedades postindustriales*, Madrid, 2001, 136.

(83) Per una critica alla plurioffensività, cfr. PAGLIARO A., *Principi di diritto penale. P.te gen.*, Milano, 2003, 237. Il concetto di plurioffensività come giustapposizione di oggetti di tutela rappresenta un ulteriore fattore di ipertrofia – di fonte interpretativa – dell'intervento penale, che si appoggia sulla creazione di beni giuridici indeterminati, spesso nascenti dalla dilatazione di beni giuridici preesistenti, nelle cui patologiche dimensioni vengono individuati più convergenti interessi. Per un'ampia riflessione sul punto, cfr. MANES V., *Il principio di offensività nel diritto penale*, Torino, 2005, 80 ss.

*in concreto*. Questa definizione di reato plurioffensivo è perniciosa: senza individuare un bene *necessariamente* offeso dalla condotta tipica, si finisce per creare infatti, in via interpretativa, un reato 'ad offesa *alternativa*', che moltiplica la possibilità di applicazione della norma penale tante volte quante sono gli interessi collegati alla norma in astratto. Esempio l'interpretazione giurisprudenziale dell'art. 2621 c.c. (*ante riforma*), che ha ritenuto integrato il reato anche in presenza di falsi esigui, aggiungendo, tra i beni protetti *in astratto*, alla trasparenza societaria (*in concreto non offesa*) quello dell'ordine pubblico (oggettività così vaga da poter essere ritenuta offesa da qualsivoglia comportamento antidoveroso) (84).

Deve, però, essere censurato anche un altro paradigma di reato plurioffensivo. Accanto alla forma di *plurioffensività orizzontale* appena esposta, ve ne è, infatti, una ulteriore, tipica dei contesti del diritto penale dell'economia, da intendere in *senso verticale*. Il ricorso a tale schema concettuale, particolarmente frequente nelle fattispecie a tutela di interessi macroeconomici, si concretizza in una dicotomia tra due principali livelli di tutela, posti in progressione o seriazione tra loro (85). È il modello della *seriazione dei beni giuridici*, in cui tra la condotta tipica ed un bene *finale*, l'unico reale referente della tutela, si frappongono uno o più *beni strumentali*. Anche questa forma di plurioffensività appare fallace, perché si danno solo due alternative: o *il bene finale viene concretamente attinto* dalla condotta tipica, ma in questo caso *appare inutile l'enucleazione di un bene intermedio* da offendere previamente, in quanto la lesione dell'integrità del bene finale, da cui anche il bene strumentale

(84) Sull'evoluzione dell'interpretazione del bene protetto dalle falsità contabili ante riforma del 2002, v. MANES V., *Il principio*, cit., 85. Cfr. anche Cass. 19 ottobre 2000, in *Dir. giust.*, 2001, 17 ss.

(85) La teorica della seriazione dei beni giuridici è sistematizzata da FIORELLA A., *Reato in generale*, in *Enc. dir.*, XXXVIII, Milano, 1987, 797 ss. Sui beni giuridici strumentali, cfr. anche PEDRAZZI C., *Odierne esigenze economiche e nuove fattispecie penali*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 1975, ora anche in *Diritto penale*, III, Milano, 2003, 47. Nel contesto economico, in particolare in quei settori in cui la gestione e l'investimento di quote patrimoniali di una pluralità di risparmiatori si trovano accentrati nelle mani di intermediari, la tutela penale sarebbe volta *in primis* a presidiare il sistema di gestione e regolazione dei mercati mobiliari, cui gli intermediari accedono al momento dell'autorizzazione da parte dell'autorità di vigilanza e che eludono al momento in cui si sottraggono all'autorizzazione medesima. Attraverso la tutela di questo sistema pubblico di controllo si proteggerebbero i patrimoni degli operatori economici, singoli o individuali, che con gli intermediari hanno a che fare (oltre che, ovviamente, l'equilibrio complessivo del mercato).

trae legittimazione come oggetto di tutela, assorbe ed esaurisce il disvalore del fatto; oppure *il bene finale resta sullo sfondo*. Risultando estraneo alla fattispecie, *non ne costituisce il bene* giuridico in senso stretto, ma, al più, lo *scopo*. L'inclusione forzosa di questo secondo tipo di bene ha una mera funzione legittimante da punto di vista politico-criminale, senza che ne derivi alcun effetto dal punto di vista applicativo.

#### 7. Conclusione. La ragionevolezza come tutela rispetto alla possibile ipereffettività della fattispecie di manipolazione del mercato.

La difficoltà di riscontrare un'*offesa* rispetto al mercato e all'investimento finanziario induce a ritenere che tali beni giuridici – solitamente collegati alle norme in tema di agiotaggio e manipolazione del mercato – costituiscano nozioni utili solo da un punto di vista *speculativo* e *didattico*, poiché possono fornire un ausilio alla ricostruzione sistematica e categoriale del complesso normativo dei reati economici. Al contrario, nel *momento applicativo* delle incriminazioni in analisi, cioè quando al bene giuridico si chiede un *contributo alla selezione* dell'ambito del penalmente rilevante, ovvero un *apporto ermeneutico* rispetto agli estremi più problematici del tipo legale, l'offensività non offre all'interprete un valido ausilio.

La 'dissoluzione' del bene giuridico, da una parte, e l' 'emersione' di un'offesa da intendere come incompatibilità tra la condotta ed una esigenza politico-criminale di 'ordine economico', dall'altra, conducono giocoforza all'accantonamento, in questo settore, del principio di offensività: quest'ultimo, avendo una dimensione relazionale, subisce una paralisi applicativa per l'assenza dell'indispensabile riferimento al bene giuridico (86).

(86) Il problema della capacità all'offesa di beni collettivi o diffusi, per lo più tramite la ripetizione di comportamenti irregolari, in sé al più lontanamente pericolosi per il bene, pone il problema della proporzione della sanzione penale per le singole condotte, come notato da PALAZZO F.C., *Principi fondamentali e opzioni politico criminali nella tutela penale dell'ambiente*, in Grassi S.-Cecchetti M.-Andronio A. (a cura di), *Ambiente e diritto*, Firenze, 1999, 564; sulla necessità di un quoziente di offensività per le condotte punite in via estremamente anticipata mediante reati di pericolo astratto, v. VALLINI A., *Antiche e nuove tensioni, tra colpevolezza e diritto penale artificiale*, Torino, 2003, 173 ss. Critico verso incriminazioni di condotte seriali, MANTOVANI M., *L'esercizio di un'attività non autorizzata*, Torino, 2003, 28 ss., v. anche DE FRANCESCO G.A., *Il principio di personalità della responsabilità*

Potremmo sussumere questo fenomeno di *perdita di pregnanza* del concetto di bene giuridico entro la seguente regola, valevole per tutti i delitti economici: quando l'interesse patrimoniale assume connotati sovraindividuali (87), lo scopo di tutela dalla norma penale si trasfigura. Il legislatore rinuncia alla *protezione di un interesse definito* e riferibile a determinati soggetti e mira ad *implementare un interesse politico-criminale di sistema*: nel caso della manipolazione del mercato viene in rilievo l'obiettivo di garantire l'efficienza e la credibilità del mercato finanziario come strumento di sviluppo economico.

Siffatto fenomeno produce una pluralità di riflessi:

- i) *sul trattamento sanzionatorio*, che è più severo per i reati economici rispetto alle comminatorie codicistiche per i reati contro il patrimonio individuale. Si pensi alla pena per i delitti – pur inseriti nel titolo XIII del codice, ma 'di ultima generazione' – come la *truffa aggravata per il conseguimento di erogazioni pubbliche* e *riciclaggio* e le incriminazioni di cui agli artt. 640-bis e 648 bis c.p.; ma si possono menzionare anche *l'infedeltà patrimoniale* (art. 2634 c.c.), e, passando ai reati contenuti nel t.u.f., il *falso in prospetto* e la *manipolazione del mercato* (artt. 173-bis e 185);
- ii) *sulla costruzione della fattispecie*, che sempre più prescinde da un'offesa patrimoniale in termini di mera diminuzione di valore;
- iii) *sull'enforcement dell'incriminazione*, poiché la fattispecie di un reato economico entra a far parte di un reticolo di norme, la maggior parte extrapenali, deputato a stabilire una pervasiva vigilanza pubblica su alcune tipologie di comportamenti. Emblematica la stretta correlazione tra le disposizioni amministrative concernenti la potestà punitiva ed i poteri di accertamento della Consob da un lato e le norme penali che reprimono gli abusi di mercato dall'altro;

penale nel quadro delle scelte di criminalizzazione. Suggestioni teleologiche ed esigenze politico-criminali nella ricostruzione dei presupposti costituzionali di riconoscibilità dell'illecito penale, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 1996, 68 ss., suggerisce l'incriminazione delle sole condotte che si connotano per una diretta lesività.

(87) Questo affiancamento di patrimonio ed economia pubblica è un tratto comune a diversi ordinamenti, si veda, ad esempio, il caso della Spagna, dove il codice degli anni '90 contempla tali interessi in un titolo unitario, cfr., GARCÍA VALDÉS C., *El proyecto de nuevo código penal: dos estudios de parte especial*, Madrid, 1992, 47; nella dottrina italiana, riferisce delle scelte della codificazione spagnola rispetto ai reati contro interessi patrimoniali, MILITELLO V., voce *Patrimonio (delitti contro il)*, in *Dig. disc. pen.*, IX, Torino, 1995, 279.

o, ancora, la relazione di cointeressenza tra le norme extrapenali concernenti la disciplina antiriciclaggio, con i connessi obblighi di denuncia a carico di privati qualificati, ed i delitti previsti dagli artt. 648-bis e 648-ter c.p. (88).

*Rinunciare al paradigma dell'offensività* come parametro di verifica della legittimazione di una norma penale, non significa *abdicare ad ogni forma di controllo critico* sulle scelte incriminatrici del legislatore storico. Occorre, però, sostituire ad un principio che ponga in relazione la norma *con un dato* da concretizzare in un sostrato *effettuale, il bene giuridico* appunto, un diverso parametro che sia in grado di porre in relazione la *scelta incriminatrice* del legislatore *con la sfera dei valori* ed i programmi di tutela che emergono dal complessivo intreccio di fonti internazionali, comunitarie e nazionali (tanto legislative, quanto regolamentari), che ormai compongono la 'rete' normativa 'stesa' sul sistema economico.

Quest'ultimo principio è identificabile nella *ragionevolezza* (89). Esso è in grado di dialogare sia con i *valori* – la ragionevolezza è stata definita, infatti, 'logica dei valori' (90) o 'meta-valore' (91) – sia con il mondo dei

(88) In particolare, segnale della natura collettiva dell'interesse protetto dalle fattispecie di riciclaggio è la scia di obblighi di denuncia di operazioni sospette, gravanti su privati e amministrativamente sanzionati: tra i privati obbligati alla collaborazione con l'autorità pubblica, sono presenti revisori, contabili esterni, consulenti tributari, notai e avvocati. La disciplina in argomento è in evoluzione, ma segue una linea coerente in senso espansivo; si veda, da ultimo, il d.lgs. 20 febbraio 2004 n. 56, di recepimento della seconda direttiva comunitaria antiriciclaggio, n. 2001/97/CE. Sul modello della normativa antiriciclaggio, la disciplina degli abusi di mercato è corredata da una serie di obblighi, elencati all'art. 187-*nonies* t.u.f., che impongono ai soggetti abilitati, agli agenti di cambio e alle società di gestione del mercato, di segnalare alla Consob operazioni che possano essere sospettate di integrare un abuso di mercato o di informazioni privilegiate. Con riferimento specifico ai fenomeni di abuso di informazioni privilegiate, si pensi all'art. 114 t.u.f., che impone tra l'altro (tranne nei casi di cui al co. 3 della disposizione stessa) agli emittenti di comunicare al pubblico le informazioni privilegiate che li riguardano o attengano alle società controllate; si consideri, ancora, l'obbligo di istituire di aggiornare un registro delle persone che in ragione della propria attività hanno accesso a informazioni privilegiate (cfr. art. 115-bis t.u.f.).

(89) Per alcuni AA., la ragionevolezza avrebbe la dimensione del *criterio*, posto che il confronto potrebbe intercorrere direttamente tra il *valore costituzionale* sotteso alla norma penale e quello della *libertà personale*, senza la mediazione dell'art. 3 Cost., v. DI GIOVINE O., *Sul c.d. principio di ragionevolezza nella giurisprudenza costituzionale in materia penale. "A proposito del rifiuto totale di prestare il servizio militare"*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 1995, 179.

(90) In questo senso, BALDASSARRE A., *Fonti normative, legalità e legittimità: l'unità della ragionevolezza*, in *Queste istituzioni*, 1991, 64.

(91) L'accezione è di D'ANDREA L., *Ragionevolezza e legittimazione del sistema*, Milano, 2005, 364.

fatti, poiché dotato di uno statuto 'logicamente debole'. Il principio in parola si regge su una struttura ben diversa dalla linearità della razionalità deduttiva: nasce per connettere concetti *generali* di carattere *valutativo* con elementi *particolari* di natura *fattuale* (92). Grazie alla capacità di connettere fatti e valori, il principio di ragionevolezza consente, da una parte, di verificare la *congruità* della *norma* giuridica rispetto alla sfera della *realtà sociale* e, dall'altra parte, di *bilanciare i principi* coinvolti dalla norma penale, cioè quelli *protetti* con quelli *compressi* (93).

La ragionevolezza, che ha la propria radice costituzionale nel principio di *eguaglianza formale* espresso dall'art. 3, co. 1 Cost. (94), veicola due tipi di verifiche sulla norma penale, come già da tempo sottolineato dalla dottrina costituzionalistica, seppure con riferimento alla legge in generale (95):

- a) un giudizio *sulla finalità* della norma, con cui stabilire la compatibilità con i vari obiettivi di tutela espressi dalla Costituzione;
- b) un giudizio di *congruità*, con cui apprezzare se i mezzi prescelti dal legislatore siano idonei al raggiungimento degli scopi sottesi alla incriminazione.

La possibilità di ricavare simili potenzialità di controllo sulle norme penali da un principio che espressamente si radica sulla mera uguaglianza tra cittadini deriva dalla constatazione che ogni innovazione dell'ordinamento, che ponga alla propria base dei dati non pertinenti rispetto agli obiettivi che la legislazione si propone di conseguire, finisce ben presto per includere o escludere soggetti, rapporti o situazioni in modo ingiustificato, creando così una «disparità in contrasto con il sistema» (96).

(92) Sulla struttura del concetto di ragionevolezza v. LOMBARDI VALLAURI L., *Filosofia: ragione e/o ragionevolezza*, in *Per la filosofia*, 1985, 14 ss.

(93) Sottolinea la rilevanza della ragionevolezza sia con riferimento al problema della congruità tra atto giuridico e sfera dei fatti sia rispetto al bilanciamento tra principi, D'ANDREA L., *Ragionevolezza*, cit., 19.

(94) Sui referenti costituzionali del principio di ragionevolezza, v. D'ANDREA L., *Ragionevolezza*, cit., 26.

(95) Sulle varie procedure di verifica sulle leggi consentite dalla ragionevolezza, LAVAGNA C., *Ragionevolezza e legittimità costituzionale*, in ID., *Ricerche sul sistema normativo*, Milano, 1984, 650 s.

(96) In questo senso, SANDULLI A., *Il principio di ragionevolezza nella giurisprudenza costituzionale*, in ID., *Scritti giuridici*, I, Napoli, 1990, 665 ss.

Dal punto di vista della giustiziabilità costituzionale, la ragionevolezza assume i tratti di un concetto molto più problematico, guardato con sospetto perché suscettibile di trasformarsi in un giudizio sulla bontà in sé della legislazione e comunque di invadere il campo riservato a scelte discrezionali e politiche del legislatore (97).

Premesso che la ragionevolezza costituisce un parametro suscettibile di essere concretizzato in una pluralità di *tipi* di giudizio: *controllo* concernente il *rispetto del principio di uguaglianza* nel contesto di un confronto tra due disposizioni, *bilanciamento* tra due valori costituzionali, *verifica sull'adempimento di una finalità costituzionale* ecc. (98). Questa pluralità di giudizi è riconducibile a due principali categorie:

- a) giudizi di tipo *ternario*, attraverso cui si accerta l'osservanza del principio di uguaglianza tra due discipline legislative (la norma sospettata di discriminazione ed un *tertium comparationis*);
- b) giudizi di tipo *binario*, con cui si verifica la riconducibilità della norma legale alla tavola dei valori espressi dalla Costituzione e la capacità della disciplina normativa di conseguire gli obiettivi prefissati (giudizio di ragionevolezza *in senso forte*) (99).

Certamente il controllo più innovativo che la ragionevolezza può assicurare in riferimento al diritto penale dei mercati finanziari e, più in generale, rispetto ai reati economici rientra nella seconda 'classe' di giudizi.

Proprio per il delitto di manipolazione la ragionevolezza, come verifica della capacità di un'incriminazione di raggiungere lo scopo di

(97) È, inoltre, dubbio che l'irragionevolezza sia un vizio intrinseco sulla legge, assimilabile ad una verifica concernente l'eccesso di potere legislativo, o sia invece l'esito di un giudizio relazionale che presuppone un *tertium comparationis* (il problema è riferito da INSOLERA G., *Principio di uguaglianza e controllo di ragionevolezza sulle norme penali*, in Insolera G.-Mazzacava N.-Pavarini M.-Zanotti M. (a cura di), *Introduzione al sistema penale*, Torino, 2006, 323). Sui caratteri del sindacato di ragionevolezza, ed i rischi insiti in esso, v., da tempo, PALADIN L., *Corte Costituzionale e principio generale d'uguaglianza*, in *Giur. cost.*, 1984, 219 s. e, più di recente, DI GIOVINE O., *Sul c.d. principio*, cit., 170 ss., che, in particolare, considera (177) come, in realtà, in materia di controllo di ragionevolezza di norme penali, l'unico referente del giudizio sia il principio costituzionale cui si ricollegano i valori tutelati dalle disposizioni penali.

(98) Sulla possibilità di dedurre vari tipi di giudizio dal principio di ragionevolezza, INSOLERA G., *Principio*, cit., 324; in precedenza, LUTHER J., *Ragionevolezza della legge*, in *Dig. disc. pubb.*, XII, Torino, 1997, 350 ss.

(99) Sul giudizio binario e ternario di ragionevolezza, cfr., anche per una serie di riferimenti bibliografici e giurisprudenziali, D'ANDREA L., *Ragionevolezza*, cit., 41 ss. e 49 ss.



tutela con il minor numero possibile di 'effetti collaterali', è in grado di fungere da presidio contro una possibile degenerazione applicativa dell'incriminazione.

I diversi fattori di astrazione insiti nell'art. 185 t.u.f. e nel contesto empirico-criminologico di riferimento, ad esempio l'indisponibilità di leggi di copertura con capacità prognostico-predittiva adeguate al processo penale e lo 'scarto' tra evento di alterazione ed offesa al bene protetto potrebbero portare, nell'applicazione pratica della disposizione, ad un progressivo impoverimento dell'accertamento fino a far coincidere l'integrazione del tipo con l'appartenenza di un'operazione finanziaria *al novero delle manovre sospette* stilate periodicamente dall'autorità di vigilanza.

Si tratterebbe di una deriva *contra legem*, dimentica della tendenziale concretezza dell'accertamento prognostico preteso dall'art. 185, che trasformerebbe quest'ultimo da reato di pericolo tendenzialmente concreto, in illecito di pericolo accentuatamente astratto, per di più basato sulla clausola generale del compimento di artifici innominati.

In questo modo si violerebbe un fondamentale principio di scienza della legislazione penale, quello per cui l'astrazione del pericolo è accettabile se si accompagna alla *massima determinatezza possibile del tipo legale*, al limite del ricorso ad elementi numerici (100), poiché il reato di pericolo rischia di trasformarsi altrimenti in una 'notte hegheliana' in cui tutto è nero, *rectius*: reato.

Con riferimento alla manipolazione del mercato, la sommatoria di un arretramento marcato della soglia consumativa e dell'indeterminatezza del tipo rischia pertanto di far piombare

(100) Il criterio è rispettato ad esempio in tema di inquinamento idrico, dall'art. 137, co. 5 d. lgs. 152/2006, che prevede: «Chiunque, nell'effettuazione di uno scarico di acque reflue industriali, *superi i valori limite fissati nella tabella 3 o, nel caso di scarico sul suolo, nella tabella 4 dell'Allegato 5 alla parte terza del presente decreto*, oppure *superi i limiti più restrittivi fissati dalle regioni o dalle province autonome o dall'Autorità competente* a norma dell'articolo 107, comma 1, in relazione alle sostanze indicate nella tabella 5 dell'Allegato 5 alla parte terza del presente decreto, è punito con l'arresto fino a due anni e con l'ammenda da tremila euro a trentamila euro. *Se sono superati anche i valori limite fissati per le sostanze contenute nella tabella 3/A del medesimo Allegato 5*, si applica l'arresto da sei mesi a tre anni e l'ammenda da seimila euro a centoventimila euro» (corsivi nostri).

l'incriminazione nella 'teratogenia' del potestà punitiva, cioè l'ipereffettività della norma penale (101).

Fatti i dovuti distinguo, si tratta di un fenomeno non ignoto alla storia italiana del diritto penale commerciale, se solo si pensa al progressivo oblio dei connotati di pericolosità ed insidiosità del tipo della fattispecie di false comunicazioni sociali *ante* riforma, che trasformò surrettiziamente l'art. 2621 c.c. in un paradigma punitivo basato sul pericolo astratto<sup>102</sup>.

Contro tali rischi la ragionevolezza dell'interpretazione del tipo richiama alla massima concretezza possibile dell'accertamento, cioè alla *completa considerazione del contesto storico* in cui si pone la condotta manipolativa e al riscontro della *probabilità effettiva di distorsione del mercato* come conseguenza dell'artificio, pur nella frequente complessità e oscurità delle trame causali, effettive e potenziali, sottese alla manipolazione.

(101) Sul 'divieto di ipereffettività' per *norme* e, più in generali, *sistemi* penali, poiché le scelte di criminalizzazione liberali devono rispettare la barriera invalicabile delle garanzie per il reo, PALIERO C.E., *Il principio di effettività del diritto penale*, in *Riv. it. dir. pen.*, 1990, 475.

(102) Sullo slabbramento giurisprudenziale degli elementi costitutivi del 'vecchio' art. 2621 c.c., v. MUSCO E., *Diritto penale societario*, Milano, 1999, 61 ss.; COLOMBO G.E., *La "moda" dell'accusa di falso in bilancio nelle indagini della procura della Repubblica*, in *Riv. soc.*, 1996, 716 ss.; con toni sarcastici BONDI E., *"Volsi così colà ove si puote ciò che si vuole" (Contributo allo studio delle false comunicazioni sociali)*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 1995, 1177 s.; MAZZACUVA N., *Lo straordinario "sviluppo" delle false comunicazioni sociali nel diritto penale giurisprudenziale: tra legittime istanze punitive e "irrazionali" soluzioni interpretative*, in *Crit. dir.*, 1995, 293 ss.; NAPOLEONI V., *I reati societari, III, Falsità nelle comunicazioni sociali e agguato societario*, Milano, 1996, 62 ss.; FOFFANI L., *Reati societari*, in PEDRAZZI C.-ALESSANDRI A.-FOFFANI L.-SEMINARA S.-SPAGNOLO G., *Manuale di diritto penale commerciale*, Bologna, 2001, 228; LA MONICA M., *Manuale di diritto penale commerciale*, Milano, 1993, 646.

## CAPITOLO II

### LA MANIPOLAZIONE DEL MERCATO TRA DIRITTO PENALE E PROCESSO

SOMMARIO: 1. La ricostruzione *processuale* del reato di manipolazione del mercato: da illecito di *pericolo* a fattispecie di *evento*. – 2. Il carattere dall'effettiva alterazione dei prezzi nell'ambito dell'accertamento giudiziale. – 3. L'evento di alterazione dei prezzi: riflessi sulla definizione della consumazione del reato. – 4. I confini temporali della manipolazione del mercato (il *tempus commissi delicti*). – 5. I confini spaziali della manipolazione del mercato (il *locus commissi delicti*). – 5.1. Il *locus commissi delicti* nei rapporti tra il nostro ed altri ordinamenti nazionali: la disciplina della direttiva 2003/6/CE. – 5.2. Il *locus commissi delicti* nei rapporti tra il nostro ed altri ordinamenti nazionali: la disciplina italiana. – 5.3. Il problema dei conflitti positivi di giurisdizione tra diversi ordinamenti nazionali: il valore tendenziale del principio del *ne bis in idem*. – 5.4. Il *locus commissi delicti* della manipolazione del mercato come problema di ripartizione della potestà giurisdizionale all'interno dell'ordinamento italiano: considerazioni metodologiche. – 5.4.1. Il *locus commissi delicti* della manipolazione del mercato mediante operazioni finanziarie effettive o simulate. – 5.4.2. Il *locus commissi delicti* della manipolazione del mercato mediante diffusione di notizie false. – 6. Rilievi conclusivi.

1. *La ricostruzione processuale del reato di manipolazione del mercato: da illecito di pericolo a fattispecie di evento.*

L'*esegesi* della fattispecie penale di cui all'art. 185 t.u.f. ha condotto a dirimere il dubbio circa la natura di reato di pericolo concreto o astratto del delitto di manipolazione del mercato in senso forzosamente compromissorio. Abbiamo ritenuto che si tratti di un reato di pericolo concreto, con alcuni significativi tratti di astrazione. Tale scelta ermeneutica obbliga a trarre le dovute conseguenze dal punto di vista della *determinazione del momento in cui il delitto giunge a consumazione*.

Quest'ultimo tema possiede invero marcati connotati di criticità, che necessitano di attenta analisi.

Si constata infatti in questo caso un curioso paradosso ermeneutico, quasi una manifestazione di 'schizofrenia del tipo' nel momento del suo impatto applicativo. La ricostruzione *processuale* del reato di manipolazione del mercato si stacca, fino ad autonomizzarsi, dalla conformazione *sostanziale* del tipo legale. Se l'art. 185 t.u.f. tipizza un illecito di pericolo, in cui non compare alcun estremo effettuale che ne possa rappresentare l'evento, il processo rilegge, invece, la disposizione normativa *a partire da un evento di alterazione del mercato*, restituendo all'osservatore l'immagine di un reato diverso (1).

(1) La dipendenza del processo dalla verifica dell'evento di alterazione è notata da SEMINARA S., *L'aggiotaggio (art. 2637 c.c.)*, in Giarda A.-Seminara S. (a cura di), *I nuovi reati societari: diritto e processo*, Padova, 2002, 558. Sulla necessità di un effettivo accertamento del nesso tra condotta ed alterazione dei prezzi v. anche PREZIOSI S., *Aggiotaggio (art. 2637 c.c.)*, in Rossi A. (a cura di), *I reati societari*, Torino, 2005, 469 ss.; MAGRO M.B., *Manipolazioni di mercato e strumenti derivati*, in *Diritto della banca e dei mercati finanziari*, 2007, 62. Si veda, ad esempio, il caso oggetto della sentenza del Tribunale di Milano dell'11 novembre 2002 (in *Riv. trim. dir. pen. ec.*, 2003, 747 ss.), in cui l'aggiotaggio, allora riconducibile all'art. 2637 c.c., si è presentato come fenomeno di effettiva alterazione; come riferisce la sentenza: «alle ore 16.59, ossia un solo minuto prima della chiusura del mercato telematico, un solo broker [...] inseriva un ordine di acquisto di 200 basket dei titoli che compongono il MIB 30. [...] Venivano in quell'istante conclusi contratti per un controvalore di circa 47 miliardi di vecchie lire e l'indice MIB 30 realizzava in un solo minuto un rialzo di 365 punti, pari ad un +1,73 % rispetto all'ultimo valore della precedente seduta, passando da quota 21.051 a 21.416, valore massimo registrato dall'indice MIB 30 nel corso di quella giornata borsistica e con una variazione da -0,43% a +1,3% rispetto all'ultimo valore della precedente seduta» (corsivi nostri). Anche in casi successivi si registra immancabilmente una variazione effettiva dei prezzi, cfr. Trib. Milano, 26 febbraio 2007, in *Corr. merito*, 2007, 912 ss., in cui il giudice registra come «l'istruttoria che ha generato l'odierno procedimento ha avuto origine a seguito dell'anomalo andamento dei prezzi e delle quantità scambiate delle azioni UNIPOL priv. nel periodo compreso tra il 19 marzo ed il 1 aprile 2003. In tale periodo, infatti, il prezzo del titolo UNIPOL priv. è cresciuto del 6,7% (passando da € 1,669, prezzo ufficiale del 18 marzo 2003, a € 1,781, prezzo ufficiale del 1 aprile 2003) tra volumi molto sostenuti in un contesto di mercato debole (il Mibtel, nello stesso periodo, è sceso di circa l'1%)» (corsivi nostri). Si veda, ancora, Trib. Milano, 27 marzo 2006, in *Riv. trim. dir. pen. ec.*, 2007, 845 ss.: «L'azione Banca di Roma, dopo aver registrato nell'intera seduta una perdita del 3%, aveva trovato un supporto attorno a valori di prezzo che oscillavano in un range limitato quando, in soli sette minuti, l'intervento di UBM ha determinato un calo improvviso dell'1,8%, per effetto della sola operatività del desk [...] da cui è partita l'offerta in vendita della quasi totalità (l'88%) delle azioni scambiate nel periodo. [...] Ciascuna delle offerte, pur considerata singolarmente, ha inciso sui corsi dell'azione abbattendoli di più dello 0,5%. tutte sono state inserite a prezzi notevolmente inferiori a quelli di mercati registrati al momento; e l'ultima, che ha concluso l'illecito manipolativo, non solo ha determinato una variazione negativa del prezzo superiore all'1,5% ma si è distinta per avere concentrato più del 50% delle vendite sul titolo effettuate da UBM nell'intera giornata di

La qualificazione del reato di manipolazione del mercato come una fattispecie di *pericolo generico* dovrebbe determinare una serie di conseguenze pratiche, dal punto di vista della 'gestione processuale' della fattispecie. In particolare, gli oneri probatori dovrebbero essere ridotti, poiché per il giudice sarebbe sufficiente verificare l'integrazione in concreto di una condotta dotata di caratteristiche artificiose ed ingannevoli, effettuando una mera prognosi circa l'effetto di turbativa degli investimenti finanziari.

La prassi, tuttavia, tende a ricostruire la manipolazione del mercato come un fenomeno *immancabilmente produttivo di un evento*, costituito dall'*effettiva* variazione di un prezzo.

La manipolazione del mercato come *fenomeno criminale* si discosta dalla *ricostruzione normativa* contenuta nella fattispecie penale: il giudice si vede costretto *dalla manifestazione concreta dell'illecito* a verificare se possano essere esclusi fattori concomitanti che siano da soli in grado di giustificare l'*effettiva variazione dei prezzi* e le dimensioni di tale variazione; in altri termini, il processo si trova a dover *escludere possibili e alternativi rapporti di causalità* tra l'operazione manipolativa e la variazione sensibile dei prezzi di uno o più strumenti finanziari.

Si rende, pertanto, necessaria una previa opera di coordinamento dei rapporti tra diritto penale e processo, al fine di verificare quanti siano, tra gli elementi che la giurisprudenza riconosce come oggetti di accertamento in un giudizio di manipolazione del mercato, quelli realmente riconducibili *al tipo legale astratto* e quanti siano, invece, il frutto di una *ricostruzione processuale 'deformante' della fattispecie legale*.

L'incongruenza tra diritto penale sostanziale e processo penale, data dal fatto che nella giurisprudenza si rinviene costantemente la ricerca e l'accertamento di un evento lesivo, ha a nostro avviso una ragione

contrattazioni» (corsivi nostri). Infine, si consideri Trib. Milano, 21 dicembre 2006, in *Ginr. comm.*, 2007, 1291 ss.: «La vicenda trae origine da anomalie nelle contrattazioni sul Warrant put Intesa Bci ord nella seduta di Borsa Valori del 28 dicembre 2001, rilevate dalla Consob [...] Nel corso della seduta del 28 dicembre 2001 il prezzo di mercato del Warrant put ha fatto registrare un forte calo, ma in questo caso, secondo le rilevazioni dell'organo di controllo, non risultava collegato [...] all'andamento del prezzo del titolo Intesa Bci ord. Infatti il prezzo del warrant è passato da euro 3,719 a euro 3,506 (-5,73%), mentre il prezzo di Intesa Bci ord. è rimasto sostanzialmente invariato tra le due sedute [...]. Il 28 dicembre sono stati negoziati 3.670.800 Warrant put, mentre la media degli scambi giornalieri del mese di dicembre 2001 (escluso il 28 dicembre 2001 era stata di 416.844 Warrant» (corsivi nostri).

precisa, consistente nel mancato rispetto di un *vincolo di realtà* da parte del legislatore nel momento in cui ha costruito l'incriminazione in analisi. Se la manipolazione come fenomeno empirico-economico *esiste* ed è *conoscibile solo a partire da un effettivo mutamento delle variabili di mercato*, ne consegue che, per punire in modo razionale, la norma giuridica dovrebbe attendere la concretizzazione degli indicatori della natura manipolativa della condotta, perché altrimenti risulterebbe impossibile individuarne la capacità alterativa dei mercati. Breve: il concetto economico di manipolazione del mercato sta e cade con una *variazione effettiva dei prezzi di titoli*.

La dottrina economica sottolinea come la manipolazione del mercato compaia con i tratti della *movimentazione di volumi elevati di titoli, tramite operazioni spesso concentrate in singole giornate di borsa* o anche in poche ore, con *peculiari effetti sui prezzi*, che presentano inversioni di tendenza (2). L'episodio manipolativo può essere individuato solo sulla base delle informazioni contenute nelle serie storiche finanziarie concernenti il titolo della cui manipolazione si sospetta, ovvero sulla base dell'andamento dei prezzi e dei volumi effettivamente fatti registrare dallo strumento finanziario (3), o ancora tramite il rinvenimento di autocorrelazioni (4)

(2) Evidenzia la necessità di verificare se si siano realizzati comportamenti anomali dei prezzi per poter individuare uno schema manipolativo, BARUCCI E., *Market Abuse Detection: profili teorici ed operativi*, reperibile alla seguente URL: [www.infogroup.it/conv\\_11\\_97\\_2006/Barucci\\_convegno\\_MF\\_11\\_07\\_06.pdf](http://www.infogroup.it/conv_11_97_2006/Barucci_convegno_MF_11_07_06.pdf), 9; sulle tracce lasciate dai fenomeni di abuso di mercato in termini di prezzo e volumi di scambio, cfr. MINNENNA M., *L'individuazione dei fenomeni di abuso di mercato: un approccio quantitativo*, in 54 *Quaderni di finanza*, 2003, ed anche in [www.consob.it/main/consob/publicazioni/quaderni\\_finanza/qdf54.htm](http://www.consob.it/main/consob/publicazioni/quaderni_finanza/qdf54.htm), 16 ss. Per un approccio *ex post* ai fenomeni di manipolazione, EASTERBROOK, F.H., *Monopoly, Manipulation and the Regulation of Futures Markets*, 59 *J. Bus.*, 1986, 103 ss. e PIRRONG S.C., *The Self-Regulation of Commodity Exchanges: the Case of Market Manipulation*, in 38 *J. Law & Econ.*, 1995, 197 s.; ID., *The Inefficiency of U.S. Commodity Law: Diagnosis and A Proposed Cure*, in 18 *Res. L. & Ec.*, 1997, 173 ss.; ID., *Detecting Manipulation in Futures Markets: the Ferruzzi Soybeans Episode*, in 6 *Am. L. & Economics Rev.*, 2004, 28 ss. Vi è nella letteratura americana anche chi presceglie una prospettiva opposta, strettamente preventiva o *ex ante*, ritenendo impossibile un accertamento *ex post* della manipolazione: cfr. LOWER R.C., *Disruptions of the Futures Markets: a Comment on Dealing with Market Manipulation*, in 8 *Yale J. on Reg.*, 1991, 391 ss.; MCDERMOTT E., *Defining Manipulation in Commodity Futures Trading: the Futures "Squeeze"*, in 74 *Nw.U.L. Rev.*, 1979, 202 ss.; PERDUE W.C., *Manipulation of Futures Markets: Redefining the Offence*, in 56 *Fordham L. Rev.*, 1987, 345 ss.

(3) Cfr. BARUCCI E-FARALLI V., *Una metodologia per l'individuazione di fenomeni di Market Abuse nei mercati finanziari*, in *Banca impr. soc.*, 2004, 515, i quali sottolineano (528 s.) che il modello teorico da essi proposto prescinde da una serie ulteriore di informazioni di cui invece dispone la Consob, in particolare rilevano dati relativi alla presenza di eventi significativi sul mercato e concernenti l'identità e l'attività degli intermediari finanziari che

elevate dei volumi o dei rendimenti o tra volumi e rendimenti (5). Al fine di individuare fenomeni manipolativi, occorre evitare di considerare uno o più transazioni isolate, ma ricorrere ad un'analisi complessiva delle operazioni condotte in quel dato mercato e dei segnali che esso ha manifestato in un periodo limitato di tempo, in particolare su base giornaliera. Gli indicatori da considerare sono sia quantitativi (la dimensione di un'operazione), sia qualitativi (particolare attivismo di un singolo intermediario (6) e andamento di volumi e rendimenti su base giornaliera, o anche infragiornaliera) (7).

In conclusione, sebbene la manipolazione del mercato sia, per ragioni strutturali, un reato di pericolo *rispetto agli interessi sovraindividuali*

negozano il titolo di cui si sospetta la manipolazione, che rendono l'accertamento da parte dell'autorità di controllo sui mercati ancora più preciso ed agevole.

(4) Le autocorrelazioni sono particolari dipendenze statistiche intercorrenti tra alcuni dei valori che compongono una serie storica continua di dati concernenti volumi e rendimenti.

(5) Ovviamente il riscontro di anomalie nell'analisi di uno o più dei indicatori ora elencati potrebbe segnalare non l'integrazione di un abuso di mercato, ma un *break* strutturale, vale a dire la deficienza del mercato rispetto alle ipotesi che stanno alla base degli studi economici su di esso, come i presupposti di razionalità degli operatori o di efficienza degli scambi, cfr., BARUCCI E-FARALLI V., *Una metodologia*, cit., 516.

(6) In particolare, lo scambio da parte dell'intermediario di un volume elevato di quel dato strumento finanziario rispetto agli scambi complessivi di esso o rispetto al complessivo numero di titoli scambiati da quell'operatore.

(7) L'analisi *su base infragiornaliera* dell'andamento del mercato e del titolo che si sospetta sia oggetto di manipolazione è indispensabile per l'individuazione di fenomeni di manipolazione, mentre può non essere necessaria per quelli di *insider trading*, cfr. BARUCCI E., *Market*, cit., 15. È stato inoltre sottolineato come il metodo di individuazione degli abusi di mercato, basato sull'analisi storica dell'andamento di volumi e rendimenti di un titolo, di per sé sia scarsamente capace di catturare episodi di manipolazione di breve periodo in assenza di informazioni sugli intermediari coinvolti nelle operazioni, informazioni di cui invece la Consob fortunatamente dispone, cfr. BARUCCI E-FARALLI V., *Una metodologia*, cit., 528 s. Le oscillazioni delle variabili di mercato possono essere guardate, infatti, sia dal punto di vista *dei rendimenti del titolo manipolato*, che dal punto di vista *della composizione degli intermediari*. Per quanto attiene ai *rendimenti*, essi subiscono, in presenza di fenomeni manipolativi, delle brusche variazioni, 'eterodosse' rispetto alla naturale tendenza a tornare sempre ad un valore di lungo periodo; si osservano insomma dei rendimenti anomali rispetto alla media, che rimandano a fenomeni complessi chiamati *abnormal returns* e di *momentum effect* (sul *momentum effect*, ovvero una tendenza di breve periodo del prezzo, che si contrappone alla tendenza di lungo periodo del prezzo stesso a rimanere intorno ad un valore medio, v. tra gli altri, SHEFRIN H., *Beyond Greed and Fear: Understanding Behavioral Finance and the Psychology of Investing*, Boston, 2000, 77). Con riferimento alla *composizione degli intermediari* che operano sul mercato, il numero di essi e della quota di titoli da ciascuno negoziati (*concentrazione statica*), sia l'andamento della quota di negoziazioni gestita da ciascun intermediario (*concentrazione dinamica*), rappresentano, insieme all'andamento e dei prezzi e dei volumi scambiati, variabili significative per scoprire gli abusi di mercato, smascherando ruoli e identità di autori o complici della manipolazione.

che si prefigge di proteggere, ciò non implica che l'incriminazione sia costretta a rescindere dal tipo legale anche l'estremo dell'*effettiva alterazione dei prezzi* degli strumenti finanziari. Questo evento intermedio si rivela, oltre che utile, addirittura *indispensabile ai fini dell'accertamento* di una condotta manipolativa.

Il legislatore, pur dovendo ricorrere ad un'incriminazione di pericolo, ha quindi errato nel decidere di prescindere dall'*effettiva* verificazione di un'*alterazione dei prezzi*: la volontà di anticipare la soglia di consumazione del reato, per alleggerire il carico probatorio della fattispecie, *ha prodotto una discrasia tra diritto penale sostanziale e processo*. In sede processuale – che costituisce l'inesorabile banco di prova della razionalità e dell'adeguatezza al fatto di una norma incriminatrice – è emersa l'esigenza di costruire la manipolazione come un reato incentrato su un evento intermedio: l'*effettiva alterazione dei prezzi* degli strumenti finanziari.

L'*effettivo* mutamento dei prezzi o dei volumi scambiati possono essere surrogati da un giudizio di pericolo solo a costo di un evidente effetto di *over- e under-inclusiveness*: sul piano economico è, infatti, noto agli addetti ai lavori che la medesima manovra speculativa può produrre o non produrre effetti distorsivi sul mercato, per una serie di combinazione tra fattori micro- e macro-economici. Ne consegue il rischio di punire comportamenti che non avrebbero generato una crisi del mercato e, correlativamente, di lasciare impuniti comportamenti che, invece, hanno prodotto effettivamente alterazioni patologiche delle quotazioni.

Una nuova fattispecie *processuale* di manipolazione del mercato ha così soppiantato la fattispecie *sostanziale*, per soddisfare un'*esigenza prasseologica di accertamento* dell'illecito ed un'*istanza di razionalità dell'intervento punitivo* che non avevano trovato corrispondenza nella disposizione penale astratta.

## 2. Il carattere dall'*effettiva alterazione dei prezzi nell'ambito dell'accertamento giudiziale*.

Uno sguardo sulla prassi consente di affermare che l'*effettiva* variazione dei prezzi è un connotato di tutte le ipotesi di manipolazione venute all'attenzione della giurisprudenza.

Dal punto di vista della *legge applicata*, cioè dello sviluppo processuale dell'incriminazione di manipolazione del mercato, l'accertamento diventa pertanto più articolato: la verifica dell'idoneità *ex ante* dell'operazione manipolativa ad alterare le quotazioni viene soppiantata dall'*esclusione di cause indipendenti dalla condotta dell'imputato*, che potessero da sole determinare la variazione dei prezzi (8).

Ulteriore fattore di complessità dell'accertamento è dato dal fatto che l'art. 185 (come l'art. 2637 c.c.) non richiede un *mero contributo causale alla variazione* dei prezzi, ma impone che la condotta sia *da sola* idonea alla *sensibile* alterazione.

Nella prospettiva processuale, il punto cruciale diviene allora se la condotta dell'imputato sia stata in grado di indurre una variazione dei prezzi di dimensioni significative; *a contrario*, deve potersi escludere che altri fattori abbiano determinato non solo una generica alterazione dei prezzi, ma la *sensibile* variazione degli stessi, connotata cioè da tutti i requisiti quantitativi e qualitativi che la rendono economicamente significativa.

Viene perciò esclusa, ad opera del connotato della *sensibilità*, la rilevanza penale sia della condotta che improduttiva di variazioni dei corsi azionari, sia di quella che abbia determinato o contribuito a determinare una *alterazione non sensibile* del prezzo di uno o più strumenti; soprattutto rimane priva di tipicità quella operazione che abbia contribuito ad un'*alterazione* che è *divenuta* sensibile solo *per il concorso di altri fattori*, senza che la variazione dei prezzi, nei propri caratteri dimensionali, possa essere considerata il frutto del progetto speculativo. Breve: è penalmente irrilevante l'*alterazione* la cui sensibilità sia stata determinata da altre concause, poiché, in assenza di questi, il

(8) La trasformazione dell'accertamento del giudice da giudizio *ex ante* di idoneità causale a verifica *ex post*, tesa ad escludere decorsi causali alternativi, è notata da SEMINARA S., *L'aggiotaggio*, cit., 558.

movimento dei valori di borsa riconducibile alla condotta dell'imputato non avrebbe integrato un elemento essenziale del *tipo*.

L'accertamento causale, da mero giudizio oggettivo, volto a collegare avvenimenti realmente verificatisi sul mercato, si colora qui, a differenza di altre fattispecie di evento, anche di un giudizio *valutativo*, volto ad individuare un *rapporto di adeguatezza qualitativa* tra la condotta del manipolatore e la dimensione della variazione dei prezzi, *in aggiunta* alla verifica di un collegamento eziologico.

3. *L'evento di alterazione dei prezzi: riflessi sulla definizione della consumazione del reato.*

Il fatto che l'applicazione processuale del reato di manipolazione del mercato aggiunga surrettiziamente un evento di alterazione dei prezzi alla fattispecie descritta dell'art. 185 t.u.f. (allo stesso modo dell'art. 2637 c.c.) può comportare una significativa conseguenza in ordine alla *determinazione del momento consumativo del delitto*, laddove induca la traslazione logica e temporale della consumazione del reato, fino a fare coincidere quest'ultima con il *momento in cui si realizza l'effetto distortivo* sul mercato in conseguenza della manovra speculativa.

Per esigenze di chiarezza espositiva e per chiarire l'equivoco da cui nasce la posizione espressa dalle pronunce giurisprudenziali che, come vedremo, collegano la *consumazione* – e quindi i correlativi concetti di tempo e luogo di commissione del delitto – al *momento in cui si realizza la distorsione del mercato*, occorre a questo punto richiamare le premesse teoriche essenziali e condivise in tema di *consumazione del reato*. Si tratta di un concetto teorico, con immediate ricadute pratiche, inevitabilmente connesso alla struttura della norma incriminatrice, poiché consiste nella corrispondenza totale tra fatto concreto e fattispecie astratta (9). La consumazione rappresenta, pertanto, la variabile dipendente dall'*ultimo momento del fatto tipizzato*. Il riferimento, per la determinazione del momento consumativo, è sempre *la norma legale*: diviene così centrale il binomio 'reato di mera condotta vs. reato di evento', perché solo la

(9) In questo senso v., a mero titolo esemplificativo, FIANDACA G.-MUSCO E., *Diritto penale, P.te gen.*, Bologna, 2007, 451; MARINUCCI G.-DOLCINI E., *Manuale di diritto penale*, Milano, 2009, 221; PULITANÒ D., *Diritto penale*, Torino, 2009, 194.

presenza di un evento può 'sganciare' la consumazione dall'ultimo frammento della condotta tipica.

Nell'applicazione concreta della fattispecie di manipolazione del mercato, la consumazione viene invece a coincidere, anziché con la *compinta realizzazione degli elementi del tipo*, con una situazione successiva all'integrazione del reato, vale a dire con *l'esaurimento degli effetti dell'illecito*, (che ben possono protrarsi, o anche compiutamente manifestarsi, dopo un intervallo temporale cospicuo rispetto al completamento dell'operazione manipolativa).

Tale giurisprudenza tende perciò a sovrapporre alla *perfezione* del reato, da cui dipendono *locus* e *tempus commissi delicti*, il momento in cui si realizza la *massima intensità* dell'offesa e dopo il quale *cessano gli effetti dannosi* (come nel caso della manipolazione del mercato) e/o la *situazione antigiusuridica* derivante dal reato (in quest'ultimo caso con particolare riferimento ai reati permanenti e abituali) (10). Bisogna, per inciso, chiarire che è priva di riflessi sulla definizione del luogo o del tempo della commissione del reato la natura concreta o astratta del pericolo quale elemento della fattispecie penale (11), poiché è la conformazione del tipo legale e non *l'astrattezza* o la *concretezza* del pericolo da esso espresso che guida il giudice nella *collocazione spazio-temporale* del fatto. Astrattezza e concretezza sono cioè canoni interpretativi del concetto valutativo *pericolo*, qualifiche irrilevanti sul piano della consumazione non foss'altro perché il pericolo, *per se*, non ha né tempo né luogo.

A prescindere dalle critiche in ordine all'assenza di un evento di alterazione nell'ambito della fattispecie di manipolazione del mercato, è

(10) Sulla distinzione tra consumazione e perfezione, PULITANÒ D., *Diritto*, cit., 196 e soprattutto MANTOVANI F., *Diritto penale, P.te gen.*, Padova, 2007, 416, che utilizza il termine *perfezione* per definire l'integrazione di tutti gli elementi della fattispecie astratta, mentre ricorre al termine *consumazione* per descrivere il raggiungimento della massima gravità concreta della reato perfetto.

(11) Di questa opinione pare, invece, MELILLO G., *Note in tema di competenza territoriale per il delitto di manipolazione del mercato*, in *Cass. pen.*, 2007, 2748 ss., quando afferma: «[...] sia che si configuri l'elemento della concreta pericolosità come modalità di qualificazione della condotta, sia che si ravvisi nel medesimo stato di pericolo un elemento operante sul distinto piano della tipizzazione dell'evento, si è in presenza di un oggetto necessario dell'accertamento giudiziale dal quale dipende il riconoscimento della concreta sussistenza dell'illecito e dunque, ad ogni effetto processuale, anche la collocazione nello spazio e nel tempo del reato medesimo».

evidente che, di fronte ad un reato di mera condotta quale è l'art. 185 t.u.f., sia quest'ultima a segnare i confini della consumazione (12).

Quanto appena detto vale con riferimento all'ipotesi non aggravata di cui al primo comma dell'art. 185, mentre al comma successivo potrebbe sorgere qualche dubbio in ordine alla presenza di un riferimento ad un effetto della condotta, tra i fattori che possono determinare un aumento della pena. Pare corretto ritenere che si tratti di un'ordinaria circostanza aggravante: la disposizione, infatti, parla di «rilevante offensività del fatto (13)» e non di *evento*, di una *qualifica normativa dell'intera condotta tipica* e non di un *estremo fattuale ad essa successivo*, come invece fanno le ipotesi pacificamente ricondotte alla categoria dei reati aggravati dall'evento. La «rilevante offensività del fatto» è una qualifica generale che ben si adatta anche ai reati di pericolo e, più in generale, a tutte le fattispecie di mera condotta, posto che l'assenza dell'evento non determina di per sé un *deficit* di offensività. Nel caso della manipolazione, peraltro, l'offensività del fatto può derivare dall'ampiezza dello schema manipolativo, dalla rilevante insidiosità dello stesso, ovvero ancora dall'aver prescelto, come titolo *target* della speculazione un titolo grandemente diffuso tra il pubblico.

In definitiva, quella di «rilevante offensività» costituisce una qualifica normativa che definisce i caratteri di disvalore del fatto per come descritto nel primo comma dell'art. 185, senza aggiungere ad esso una «propaggine» in termini di conseguenze

(12) Quand'anche si propendesse per l'inquadramento del reato tra quelli connotati da un evento di pericolo (sulla presenza di un evento di pericolo nella fattispecie penale di manipolazione del mercato cfr. AMATI E., *Sub art. 185*, in *Le nuove leggi civili commentate*, 2007, 1061), non si potrebbe replicare all'obiezione che sottolineasse la mancanza in quest'evento di ogni connotazione fattuale, tale da permettere per esso una collocazione spazialmente e temporalmente separata dalla condotta. Ne deriva che, anche qualora si ritenesse presente un evento di pericolo, la manipolazione del mercato troverebbe *nella condotta* il riferimento cronologico e spaziale in cui il reato si esaurisce, giungendo a consumazione.

(13) La rilevante offensività del fatto richiama, in negativo, quell'irrilevanza del fatto che costituisce una pietra portante dell'edificio del processo minorile e del processo innanzi al giudice di pace. Già in relazione a questa nozione di irrilevanza emerge nitidamente come l'offensività non sia un dato storico, empiricamente misurabile e dipendente dai caratteri fattuali ed oggettivi del reato compiuto in concreto. Esso è piuttosto il frutto di una serie di considerazioni in cui l'importanza economico-sociale del danno creato è solo uno degli indici da valutare, insieme all'ocasionalità del comportamento illecito, all'intensità della risoluzione criminosa, all'impatto che la prosecuzione del processo avrebbe sulle esigenze educative del minore (ovviamente con riferimento al solo processo penale minorile in quest'ultimo caso); per una compiuta analisi del concetto di tenuità del fatto, cfr. MANNOZZI G., *La giustizia senza spada*, Milano, 2003, 259). In particolare, rientra tra i criteri per stimare la tenuità del fatto anche l'intensità del disvalore soggettivo del reato: potrebbe, ad esempio, essere considerato *tenue* un reato produttivo di un danno ingente, ma compiuto a causa dell'impulsività e dell'immatùrità del giovane deviante (in questo senso, subito dopo l'entrata in vigore del d.p.r. 448/1988, cfr. PALOMBA F., *Il sistema del nuovo processo minorile*, Bologna, 1989, 380 ss.).

dannose. Ne deriva che il riferimento alla rilevante offensività del fatto non sposta i termini spazio-temporali della consumazione (14).

#### 4. I confini temporali della manipolazione del mercato (il *tempus commissi delicti*).

Il riconoscimento, operato dal processo, di un evento di alterazione come elemento indefettibile della manipolazione può comportare immediate conseguenze in ordine alla determinazione del *tempus commissi delicti*.

Il dato per cui un processo per manipolazione prenda avvio a seguito di un'effettiva alterazione del prezzo di uno o più titoli implica che, di fatto, il processo venga incardinato nel *luogo* in cui l'effetto della condotta sia stato avvertito con maggiore intensità e che il *tempo* del commesso reato sia «traslato» da quello *della condotta* a quello *dell'effetto* della stessa.

Di fronte a tale ricostruzione processuale della consumazione del reato in analisi è necessario, pertanto, chiarire come debba essere individuato il *tempus commissi delicti* in relazione alla manipolazione del mercato.

La determinazione del tempo del commesso reato è un'operazione che non deve essere condotta in una prospettiva sistematica e generale, ma *topica*: poiché è impossibile determinare un tempo del commesso reato che sia valido per tutti gli istituti penalistici – dalla successione delle leggi penali nel tempo, alle varie cause di estinzione del reato,

(14) Tale conseguenza deriva anche dal fatto che, trattandosi di una circostanza, la sua realizzazione pratica non avrebbe effetto sulla determinazione del momento consumativo, del *locus* e del *tempus commissi delicti*, come chiarito da MARINUCCI G.-DOLCINI E., *Manuale*, cit., 462. Diversamente, se il legislatore avesse fatto riferimento ad un evento nel secondo comma, la norma avrebbe introdotto una manipolazione del mercato aggravata dall'evento, il che per la dottrina avrebbe condotto a qualificare questa ipotesi come titolo autonomo di reato, più che come fattispecie circostanziata, da un lato al fine di attrarre nell'orbita di una rappresentazione pienamente dolosa un elemento di sicuro rilievo anche dal punto di vista del disvalore complessivo del fatto e, dall'altro lato, per evitare che l'evento, considerato quale circostanza, potesse entrare in un bilanciamento con eventuali attenuanti che ne cancellino la rilevanza (sulla qualificazione di molti reati aggravati dall'evento come figure autonome di reato, cfr. MANTOVANI F., *Diritto penale, P.le gen.*, cit., 383; MARINUCCI G.-DOLCINI E., *Manuale*, cit., 464 s.). In questa seconda eventualità, certamente l'evento avrebbe dovuto considerarsi quale elemento costitutivo di una «fattispecie maggiore» di manipolazione del mercato e ad esso avrebbe dovuto riferirsi l'interprete per identificare il momento consumativo del reato.

all'imputabilità, alla prescrizione – occorre, invece, individuare tanti *tempi commissi delicti* quanti sono gli istituti che ne dipendono, sulla base delle esigenze e delle discipline positive che li informano (15).

Nelle fattispecie incentrate sulla condotta, prive cioè di un momento effettuale, perde di rilievo la distinzione tra teorie che identificano il tempo del commesso reato con il *momento commissivo* (o *tempus commissi delicti*), in cui la norma penale cessa la sua funzione imperativa rispetto all'agente perché non residua alcun'altra attività esecutiva da compiere, e interpretazioni che fanno coincidere il tempo di commissione dell'illecito con il *momento consumativo* (o *tempus consummati delicti*) (16), in cui viene completato il tipo di parte speciale.

Infatti, ognuna delle due opzioni comporta l'identificazione del *tempus commissi delicti* con la *conclusione delle operazioni manipolative* che costituiscono la condotta illecita: la teoria che fa dipendere il tempo del reato dall'*integrale realizzazione della fattispecie*, dalla sua *consumazione*, implica che nel caso della manipolazione del mercato il *tempus* di commissione sia quello dell'*ultimo frammento dell'operazione* o, più frequentemente, del complessivo progetto alterativo, composto da più operazioni di diverso segno.

Il risultato è però analogo se si segue la *teoria della condotta*, che vorrebbe estese a tutti gli istituti che sono condizionati dal tempo di commissione del reato le esigenze di tutela del cittadino – in particolare

(15) Una ricostruzione unitaria del *tempus commissi delicti*, valida per i diversi istituti in cui rileva la collocazione temporale del fatto, è operata, invece, da LEVI N., *Tempus commissi delicti*, in *Ann. dir. proc. pen.*, 1933, 373. Sostengono la pluralità dei tempi di commissione del reato, ad esempio, SINISCALCO M., *Tempus commissi delicti*, in *Studi in onore di F. Antonicelli*, III, Milano, 1965, PAGLIARO A., *Legge penale nel tempo*, in *Enc. dir.*, XVIII, 1973, 1074; MANTOVANI F., *Diritto penale, P.te gen.*, cit., 417. È vero, però, che la dottrina impiega spesso il concetto di *tempus commissi delicti* collegandolo strettamente al problema della successione delle leggi penali nel tempo e ricorre, invece, al concetto di *consumazione* per tutte le altre ipotesi in cui si debba discutere della collocazione temporale del reato commesso, cfr., ad esempio, CADOPPI A.-VENEZIANI P., *Manuale di diritto penale, P.te gen. e spec.*<sup>3</sup>, Padova, 2007, 148. Ripercorre il dibattito sul problema del tempo del reato, di recente, FALCINELLI D., *La mappa cronologica dell'illecito penale: la disciplina del reato nel tempo e gli elementi del tempo del reato*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 2009, 225 s.

(16) Sulla distinzione tra momento commissivo e momento consumativo, cfr. PAGLIARO A., *Tempus commissi delicti*, in *Enc. dir.*, XLIV, Milano, 1992, 82 e LEONE M., *Il tempo nel diritto penale sostanziale e processuale*, Napoli, 1974, 114.

la riconoscibilità dei precetti penali (17) – sottese alla disciplina dell'art. 2 c.p.: anche volendo aderire a tale ultima impostazione, per cui il tempo di commissione del reato è quello in cui la norma penale esaurisce la propria funzione di comando e la volontà ribelle alle direttive di comportamento dell'ordinamento cessa di esteriorizzarsi nel mondo reale, è comunque l'*ultimo estremo della condotta* che determina il tempo del reato, anche nei reati di evento (18).

Va precisato che per *condotta* occorre intendere il *comportamento tipico*, non ogni atto che naturalisticamente, di volta in volta, faccia parte dell'*iter criminis* (19): ciò è espressione della più generale esigenza per cui non deve essere data *rilevanza* penale a ciò che non fa parte della *disposizione* incriminatrice, in ossequio alla quale abbiamo ritenuto di escludere ogni rilievo al concetto di *evento* (nemmeno se inteso come *evento di pericolo*). Ciò conduce a ritenere che, nella frequente ipotesi in cui la manipolazione del mercato si presenti come la successione di più atti raccolti in un complessivo disegno di alterazione del mercato, il *tempus commissi delicti*, lungi dall'essere individuato in un atto *iniziale* o in uno *intermedio*, coincida con l'atto *che chiude la successione di operazioni manipolative*, poiché con esso il reato *giunge a consumazione* e la norma penale *cessa le proprie funzioni imperative*.

##### 5. I confini spaziali della manipolazione del mercato (*il locus commissi delicti*).

Il fatto che la manipolazione del mercato sia un reato di mera azione, ma il problema di determinare la collocazione spaziale della condotta tipica è alquanto complesso, principalmente perché la

(17) Sull'impiego della c.d. *teoria della condotta*, CADOPPI A.-VENEZIANI P., *Manuale di diritto penale, P.te gen. e spec.*, cit., 148 s. Sulla teoria che fa dipendere il tempo del reato dall'integrale realizzarsi della fattispecie penale, PAGLIARO A., *Legge*, cit., 1075, che oltre alla teoria della condotta, espone anche la teoria mista o del *favor rei*, la quale imporrebbe di scegliere se applicare al caso concreto la teoria della condotta o quella della totale realizzazione del tipo, sulla base dell'effetto più favorevole per l'agente dell'una o dell'altra. Di recente, riconsiderano la teoria della condotta, quella dell'evento' e quella c.d. mista CANESTRARI S.-CORNICCHIA L.-DE SIMONE G., *Manuale di diritto penale, P.te gen.*, Bologna, 2007, 169, prediligendo, ai soli fini della disciplina dell'art. 2 c.p., della teoria della condotta.

(18) In questo senso, precisamente, ROMANO M., *Commentario sistematico del codice penale*<sup>3</sup>, I, Milano, 2004, 55.

(19) Sulla necessità di rifarsi alla condotta astratta considerata dalla fattispecie incriminatrice e non a quella concretizzata *hic et nunc*, SINISCALCO M., *Tempus*, cit., 241.



manipolazione possiede una fenomenologia comportamentale alquanto variegata e quasi immancabilmente si articola secondo *tipologie virtuali di interazione sociale*.

La problematica della collocazione spaziale del reato deve essere affrontata sia sul versante del *rapporto tra il nostro ed altri ordinamenti nazionali*, sia sul versante del *diritto interno*, dei criteri di riparto della competenza per territorio dei giudici penali italiani ai sensi degli artt. 8 ss. c.p.p.

La determinazione del luogo di commissione del reato, al pari della collocazione temporale dell'illecito, non è impresa che possa essere portata a termine con l'elaborazione di un concetto unitario o di criteri generali: proprio come nel caso del *tempus*, anche il problema del *locus* di commissione della manipolazione trova delle risposte normative variabili a seconda dei profili applicativi e, in particolare, delle 'sottofattispecie' della norma penale che vengono in considerazione (20).

#### 5.1. Il locus commissi delicti nei rapporti tra il nostro ed altri ordinamenti nazionali: la disciplina della direttiva 2003/6/CE.

La direttiva comunitaria sugli abusi di mercato del 2003 dispone, all'art. 9, che il regime da essa previsto si applichi a tutti gli strumenti finanziari che siano ammessi alle negoziazioni su uno qualunque dei mercati degli Stati membri, a nulla rilevando la nazionalità dell'emittente o del soggetto accusato di manipolazione ed il luogo in cui le condotte illecite siano state realizzate.

L'art. 10 della direttiva dispone che ogni Stato membro applichi i divieti ed obblighi fissati nella direttiva sulla base di due criteri di radicamento della competenza, alternativi tra loro:

- i) *la sede del mercato*: la giurisdizione spetta lo Stato membro nel cui territorio si trova il mercato in cui sono quotati i titoli oggetto di una data operazione finanziaria;
- oppure,

(20) L'esigenza di differenziare l'individuazione del *locus commissi delicti* a seconda degli istituti per i quali è rilevante collocare spazialmente il reato è un dato acquisito già da tempo: v., infatti, già SINISCALCO M., *Locus commissi delicti*, in *Enc. dir.*, 1974, XXIV, 1052.

- ii) *il luogo della operazione finanziaria*: ha giurisdizione lo Stato membro nel cui territorio viene compiuta un'attività finanziaria anche se quest'ultima abbia ad oggetto titoli quotati nel mercato mobiliare di un altro Stato comunitario.

Da ciò derivano una serie di ipotesi di giurisdizioni concorrenti tra Stati:

- a) nel caso in cui lo strumento finanziario *sia quotato su più di un mercato comunitario*;
- b) nel caso in cui la condotta manipolativa venga tenuta in uno Stato membro, ma *sia volta a colpire un titolo quotato su un mercato di un altro Paese membro*.

È evidente, quindi, la probabilità che più Stati si contendano la competenza a giudicare l'illecito (21): in queste evenienze, la direttiva sugli abusi di mercato del 2003 dispone, all'art. 16, co. 1, che i rapporti tra Stati membri debbano improntarsi alla più ampia collaborazione, in particolare attraverso scambio di informazioni e assistenza nelle indagini. Nei successivi comma 2 e 4 è previsto che in tre distinte ipotesi le autorità competenti di uno Stato comunitario possano rifiutarsi di dar seguito alle richieste di un altro Stato membro, volte ad ottenere informazioni ovvero ad effettuare un'indagine sul proprio territorio (con o senza la presenza del personale dell'autorità dello Stato richiedente). In particolare il rifiuto è possibile:

- a) se la comunicazione o l'indagine siano tali ad arrecare pregiudizio alla sovranità, alla sicurezza o all'ordine pubblico dello Stato membro destinatario della richiesta;
- e soprattutto, per quanto qui rileva:

(21) Cfr. ENRIQUES L.-GATTI M., *Is There a Uniform EU Securities Law After the Financial Action Plan?*, disponibile alla seguente URL: <http://ssrn.com/abstract=982282>, 28 ss., i quali sottolineano: «The market abuse directive, which lacks a principle to solve multi-jurisdiction problem, brings along additional issues, as cross-listed issuers must comply with possibly diverging implementing measures and interpretations under jurisdictions where they have a listings»; SIEMS M.M., *The EU Market Abuse Directive: a Case-Based Analysis*, in *2 Law and Financial Market Review*, 2008, 39 ed in <http://ssrn.com/abstract=1066603>, 24, che osserva: «If the financial instruments are admitted to trading in several countries, all of these Member States are competent and thus their implementation of the Eu law is applicable. Furthermore, the Member States is competent where the actions are carried out. This leads to problems if the implementation of the Eu market abuse law differs in the countries whose law is applicable».

- b) se, di fronte alle autorità dello Stato membro destinatario della richiesta, abbia già avuto avvio un procedimento giudiziario avente ad oggetto le stesse attività e contro le stesse persone;
- c) se nello Stato membro destinatario della richiesta sia già stata pronunciata sentenza definitiva a carico delle predette persone per le stesse azioni.

Benché la direttiva non proibisca espressamente di incardinare procedimenti paralleli in differenti Stati membri, la possibilità di impedire legittimamente l'effettuazione di fondamentali atti di indagine nei casi b) e c) vale, a nostro parere, come indicazione tendenziale a rispettare il principio del *ne bis in idem* (sostanziale e processuale) a proposito di pratiche di manipolazione del mercato di rilevanza *ovrastatale*, ma *intracomunitaria*: il conflitto positivo di giurisdizione dovrebbe tendenzialmente risolversi con la prevalenza dello Stato membro che sia stato maggiormente *reattivo* all'illecito manipolativo, vale a dire abbia avviato per primo le indagini e sia giunto tempestivamente all'accertamento dei fatti e alla irrogazione della sanzione.

2. *Il locus commissi delicti nei rapporti tra il nostro ed altri ordinamenti nazionali: la disciplina italiana.*

La globalizzazione dei comportamenti economici produce un immediato effetto sul diritto: l'*ultranazionalità dei diritti statuali*, cioè la possibilità di applicare una disciplina (anche fattispecie di diritto penale) al di fuori dei confini dello Stato che l'ha prodotta (22).

Il nostro ordinamento offre un primo riferimento normativo all'art. 6 c.p., che accoglie la cosiddetta teoria dell'*ubiquità* della legge penale italiana (23). Dopo avere sancito la competenza punitiva della legge

(22) Sugli effetti della globalizzazione sul diritto in termini di *formazione di un diritto non statale*, destinato a regolare i rapporti economici trans-statali, e *ultranazionalità del diritto statale*, cfr. GALGANO F., *La globalizzazione nello specchio del diritto*, Bologna, 2005, 77 ss.

(23) Sottolineano come l'art. 6, comma 2 c.p. sia volto ad estendere, mediante un'azione giuridica, l'applicabilità della legge penale italiana a fatti non realizzati integralmente nel territorio italiano, ma dei quali un solo frammento, parte dell'azione o dell'omissione o dell'evento, sia stato realizzato in Italia, MARINUCCI G.-DOLCINI E., *Corso di diritto penale*, Milano, 2001, 303.

italiana per ogni fatto commesso in Italia, la norma stabilisce, al capoverso, che si considera commesso in Italia, e quindi sottoposto alla nostra legge penale, ogni reato quando anche solo un segmento della fattispecie concreta, riconducibile al tipo penale, sia avvenuto nel nostro territorio, sia che si tratti di un frammento della condotta attiva o omissiva, sia che venga in rilievo l'evento lesivo (nel caso dei reati di evento) (24).

A proposito della validità nello spazio della legge penale italiana, il riscontro normativo più importante in tema di manipolazione del mercato è fornito dall'art. 182 t.u.f.: quest'ultima disposizione prevede, al comma 1, l'applicabilità dei reati di cui agli artt. 184 e 185 (e delle corrispondenti fattispecie amministrative), anche se commessi *interamente* all'estero, alla sola condizione che i titoli oggetto dell'abuso di mercato siano *quotati in Italia* o comunque *in un mercato comunitario*.

Il comma 2 della disposizione in analisi, anche se in modo piuttosto ermetico, estende l'applicabilità della legge italiana anche alle manipolazioni di titoli quotati in mercati comunitari diversi dal nazionale, alla condizione, implicita, *che il fatto sia però avvenuto in Italia*.

L'art. 182, co. 2, t.u.f., ad una prima lettura, sembrerebbe contenere una significativa deroga alla norma del codice penale, attribuendo alla legge italiana un'applicabilità comunitaria' assolutamente eccezionale, estesa ad ogni condotta manipolativa compiuta in Europa, in grado di innescare un potenziale conflitto permanente di giurisdizione tra il nostro sistema e gli ordinamenti degli altri Paesi membri.

Tale interpretazione sarebbe però irragionevole ed estenderebbe la giurisdizione italiana a fatti privi di alcun collegamento con il nostro ordinamento, perché interamente avvenuti all'estero e privi di riflessi sul mercato borsistico domestico. Interpretando in questo modo la

(24) Tale disciplina, vigente nel nostro paese come generale modello di fissazione della competenza per fatti non commessi interamente nei nostri confini (ai sensi degli artt. 3, comma 1, 6, comma 1 c.p. e 28 disp. prel.), viene spesso temperata, in ragione delle peculiarità di un reato, da altri criteri (come notato da PALAZZO F.C., voce *Legge penale*, in *Dig. disc. pen.*, VII, Torino, 1993, 369): ciò accade, ad esempio, proprio con riferimento al progenitore della fattispecie di manipolazione del mercato, l'art. 501 c.p., in cui fa la propria comparsa il cd. *criterio di difesa*, espresso nel comma 4: «Le pene stabilite nelle disposizioni precedenti si applicano anche se il fatto è commesso all'estero, in danno della valuta nazionale o di titoli pubblici italiani».

disposizione dell'art. 182 t.u.f. si violerebbero i due criteri di collegamento che la direttiva 2003/6/CE fissa all'art. 10 per l'applicabilità della disciplina nazionale di uno Stato membro, cioè che nel territorio di quest'ultimo abbia sede il mercato in cui è scambiato il titolo coinvolto o sia stata tenuta l'operazione finanziaria.

L'art. 182 t.u.f. è, in realtà, una fattispecie *bipartita* avente, al comma 1, un contenuto *dispositivo* in ordine all'ambito di applicabilità della legge penale e, al comma 2, un significato meramente *definitorio*. Il primo comma è l'unico dei due ad occuparsi dell'applicabilità della legge italiana, stabilendo che deve ritenersi integrato l'art. 185 t.u.f. anche se il fatto non è stato commesso in Italia, *alla condizione che abbia ad oggetto titoli quotati in Italia*.

L'art. 182, co. 2 ha, invece, un'efficacia *definitoria*, ricollegandosi idealmente alla definizione di strumento finanziario contenuta all'art. 180, lett. a) t.u.f.: quest'ultima disposizione chiarisce che gli strumenti finanziari suscettibili di manipolazione sono anche quelli quotati in mercati comunitari diversi da quelli italiani. L'art. 182, co. 2, ribadisce quindi, *dal punto di vista della legge applicabile*, che costituisce un abuso di mercato (*insider trading* o manipolazione) anche la condotta integrata nel nostro Paese e conforme agli artt. 184 ss. t.u.f., che si indirizzi verso titoli ammessi (o di cui è stata richiesta l'ammissione) in un qualunque Paese membro dell'Unione, diverso dall'Italia (25).

Sulla base delle due disposizioni ora citate è possibile giungere immediatamente ad una triplice constatazione:

- i) il compimento in Italia *di una sola operazione* di vendita o acquisto o diffusione di notizie false, quand'anche *di per sé* lecita, ma *rientrante in un complessivo progetto speculativo* di alterazione del mercato, incardina la competenza del giudice italiano alla repressione *dell'intera sequenza di transazioni* che compongono lo schema di manipolazione del mercato;

(25) Ne risulta una certa ridondanza tra l'art. 180, lett. a) t.u.f. e l'art. 182, comma 2 t.u.f., che ne costituisce una mera ripetizione, come notato anche da PREZIOSI S., *La manipolazione di mercato, nella cornice dell'ordinamento comunitario e del diritto penale italiano*, Bari, 2008, 153.

- ii) la disciplina punitiva italiana permane applicabile anche se i titoli oggetto della manovra compiuta in tutto o in parte in Italia siano *comunque quotati in un paese membro dell'Unione*;
- iii) le condotte manipolative che siano state *integralmente compiute all'estero* possono essere perseguite solo alla condizione che abbiano *ad oggetto titoli quotati in Italia* (26).

### 5.3. Il problema dei conflitti positivi di giurisdizione tra diversi ordinamenti nazionali: il valore tendenziale del principio del *ne bis in idem*.

La presenza di un criterio come quello di cui all'art. 182 t.u.f., potrebbe rendere verosimile l'ipotesi di una *convergenza di competenze* tra ordinamenti differenti per la repressione di un medesimo fenomeno manipolativo: si pensi, infatti, al caso di una turbativa tenuta in Italia, ma avente ad oggetto titoli quotati in un mercato estero, ovvero all'ipotesi inversa.

Al di là delle discipline dei Paesi membri della Comunità europea, la normativa italiana non è la sola a prevedere l'applicabilità delle proprie norme in tema di abusi di mercato a condotte che producono effetti in mercati esteri: per rimanere ad un sistema già considerato in questo lavoro, il medesimo discorso vale per la *securities law* statunitense. Quello degli Stati Uniti è, peraltro, l'ordinamento rispetto al quale più probabilmente si possono porre problemi di sovrapposizione di competenze, sia per considerazioni *economico-fattuali* (molti titoli di aziende italiane sono quotate negli Stati Uniti), sia per ragioni *giuridiche*, posto che anche il sistema nordamericano ha dotato le proprie norme in materia di competenza alla repressione delle frodi di mercato di una elevata capacità espansiva.

(26) «Art. 182 (ambito di applicazione) - 1. I reati e gli illeciti previsti dal presente titolo sono puniti secondo la legge italiana anche se commessi all'estero, qualora attengano a strumenti finanziari ammessi o per i quali è stata presentata una richiesta di ammissione alla negoziazione in un mercato regolamentato italiano. 2. Salvo quanto previsto dal comma 1, le disposizioni degli articoli 184, 185, 187-bis e 187-ter si applicano ai fatti concernenti strumenti finanziari ammessi alla negoziazione o per i quali è stata presentata una richiesta di ammissione alla negoziazione in un mercato regolamentato italiano o di altri Paesi dell'Unione europea».

Al momento, non sono noti precedenti di conflitto positivo di giurisdizione in materia di manipolazione del mercato-aggiotaggio. Vi è solo un provvedimento della Cassazione (27) che ha ritenuto di dover concedere l'estradizione per un soggetto accusato negli Stati Uniti di aver commesso truffe in relazione ad operazioni di borsa, frode telegrafica e associazione finalizzata ad impedire le attività dell'*Internal Revenue Service* (il corrispettivo statunitense dell'ufficio imposte dirette).

In breve, il proprietario e direttore generale di una società di intermediazione finanziaria aveva acquistato la maggioranza delle azioni di due società quotate in borsa, rivendendole poi ai propri clienti, in collaborazione con alcuni agenti di borsa, ad un prezzo notevolmente superiore a quello di acquisto, per effetto di un costo di commissione 'gonfiato'. Si era determinato così un rincaro dei titoli oggetto della manovra, delle cui cause non venivano ovviamente resi edotti i risparmiatori acquirenti. La Cassazione ha ritenuto che tali condotte potessero essere considerate illecite tanto negli Stati Uniti, quanto in Italia, in particolare ai sensi dell'art. 185 t.u.f., integrando così pienamente il requisito della doppia punibilità del fatto, ai fini della estradabilità dell'autore.

Il modello di intervento americano può essere definito agevolmente come *espansivo*, perché non trova alcun tipo di limitazione nei confini nazionali. È stato affermato, infatti, che «ogni mercato che non è esclusivamente un mercato estero è parte del commercio statunitense» (28) e che, benché una condotta ricada anche entro la giurisdizione di un altro ordinamento, «non ci sono scuse per non rispettare la legge statunitense» (*there is no excuse for not complying with US law*) (29). Conseguentemente, il fatto che una transazione abbia ad oggetto un titolo negoziato al di fuori dei confini statunitensi non rende inapplicabile la legge americana concernente le *securities frauds*.

Due sono le condizioni che giustificano la permanenza della giurisdizione nord-americana:

- a) il fatto che gli investitori americani abbiano subito un danno a causa della condotta fraudolenta posta in essere al di fuori dei confini statunitensi (30);

(27) Cass., sez. VI, 3 maggio 2006, in *Cass. pen.*, 2007, 61.

(28) «Any market that is not exclusively a foreign market is a part of US commerce». L'affermazione è del giudice Connor nel caso *Trasnor v. BP North America (Petroleum), et al.*, 738 F.Supp. 1472 (USDC SDNY 1990). La citazione è tratta da SWAN E.J., *Market Abuse Regulation*, Oxford-New York, 2006, 189, nt.1.

(29) L'affermazione è della Corte Suprema nel caso *Hartford Fire Insurance v. California*, 509 U.S. 764 (1993).

(30) Cfr. il caso *Schoenbaum v. Firstbrook*, 405 F. 2d 200 (2nd Cir. 1968). Precisamente sussiste la giurisdizione americana se vi sia stata una condotta di vendita a cittadini

- b) lo svolgimento di parte della condotta di *securities fraud* deve essersi svolta nel territorio americano (31).

La condizione *sub a)* è storicamente la più risalente: negli Stati Uniti, nell'ambito dei *business crimes*, si è nel tempo ritenuto di dovere applicare la legge penale americana a condotte che, benché poste in essere al di fuori del territorio nazionale producano un *effetto diretto, sostanziale, ragionevolmente prevedibile sull'economia americana* o anche solo se tale effetto risultasse *lo scopo intenzionalmente perseguito dai soggetti attivi* (è la cd. *teoria degli effetti*) (32). Con specifico riferimento al diritto dei mercati finanziari, tale dottrina ha comportato l'estensione extraterritoriale del *Securities Act* e del *Securities and Exchange Act* (33).

A partire dagli anni Settanta del secolo scorso, l'ultrattività territoriale della legge statunitense si è accresciuta della condizione *sub b)*, poiché la giurisprudenza è ricorsa all'impiego del c.d. *conduct test*: si tratta di un criterio in forza del quale si deve ritenere che appartengano alla competenza della giurisdizione americana quelle condotte fraudolente che, *benché realizzate per la maggior parte all'estero* (ed anche se non produttive di effetti apprezzabili negli Stati Uniti), presentino un collegamento strategico con gli Stati Uniti poiché almeno una parte dei comportamenti illeciti – che nell'economia del complessivo disegno criminoso si rivelino essenziali – è stata compiuta in quel Paese (34).

americani residenti negli Stati Uniti, ma anche se alle perdite sofferte da stranieri abbiano contribuito condotte tenute nel territorio americano (*Bersch v. Drexel Firestone*, 519 F. 2d 974 (2d Cir. 1975)). D'altra parte risulta valida ogni clausola contrattuale che sottoponga a legge e giurisdizione non americana una controversia solo se non irragionevole e comunque tuteli efficacemente contro le frodi gli investitori americani (cfr. *Bonny v. Lloyd's*, 3 F.3d 156 (7th Cir. 1993)).

(31) Cfr. *U.S. Leasco v. Maxwell*, 468 F. 2d 1326 (2nd Cir. 1972).

(32) Cfr. *United States v. Bowman*, 260 U.S.94 (1922), in cui la Suprema Corte ha affermato la giurisdizione extraterritoriale statunitense rispetto ad un'ipotesi di *conspiracy to defraud* in danno di una *corporation* con azionariato americano, pur in assenza di una chiara presa di posizione normativa da parte del Congresso: «The necessary locus, when not specially defined, depends upon the purpose of Congress as evinced by the description and nature of the crime and upon the territorial limitations upon the power and jurisdiction of a government to punish crime under the law of nation». In materia di diritto della concorrenza lo stesso principio è stato riaffermato nel caso *United States v. Nippon Paper Industries*, 109 F.3D 1 (1st Cir. 1997).

(33) Cfr. *Schoenbaum v. Firstbrook*, 405 F. 2d (2nd Cir. 1968).

(34) *Leasco Data Processing Equipment Corp. v. Maxwell*, 468 F. 2d 1326 (2nd Cir. 1972); *Bersch v. Drexel Firestone, Inc.*, 519 F. 2d 974 (2nd Cir. 1975). Richiede, invece, la realizzazione nello Stato di atti non meramente preparatori comunque collegabili causalmente all'effetto

Questa tendenza *giurisprudenziale* all'espansione applicativa a livello sovranazionale del diritto statunitense dei mercati si è tradotta poi a livello *normativo*, poiché il *Sarbanes Oxley Act* del 2002 trova espressa applicazione anche rispetto agli emittenti stranieri, che siano registrati in un mercato di quel Paese: una società estera, quotata a New York, ovvero che sia controllata da una società statunitense è destinataria di richieste di trasparenza al pari di ogni altra società 'autoctona' (35).

Posta questa marcata tendenza espansiva tanto della legge statunitense quanto di quella italiana rispetto agli illeciti economici, occorre finalmente chiedersi come potrebbe essere neutralizzata una situazione di conflitto di giurisdizione.

Una prima indicazione può essere fornita dal trattato di estradizione Italia-Statii Uniti (36).

della manovra fraudolenta sul territorio, la pronuncia *Itoba v LEP Group PLC*, 54 F.3d 118 (2d Cir. 1995), cert. denied, 516 U.S. 1044 (1996), che peraltro afferma, ripercorrendo lo stato del sistema normativo americano a questo proposito: «It is well recognized that the Securities Exchange Act is silent as to its extraterritorial application. See, e.g., *Affadda v. Fenn*, 935 F.2d 475, 478 (2d Cir.) (citing 15 U.S.C. § 78aa), cert. denied, 501 U.S. 1005 (1991). However, in determining whether Congress intended that the "precious resources of United States courts" be devoted to a specific transnational securities fraud claim, we are not without guidance. Two jurisdictional tests have emerged under this Court's decisions: the "conduct test", as announced in *Leasco Data Processing Equip. Corp. v. Maxwell*, 468 F.2d 1326, 1336-37 (2d Cir. 1972), and the "effects test", as announced in *Schoenbaum v. Firstbrook*, 405 F.2d 200, 206-09 (2d Cir.), rev'd with respect to holding on merits, 405 F.2d 215 (2d Cir. 1968) (in banc), cert. denied sub nom. *Mantley v. Schoenbaum*, 395 U.S. 906 (1969). There is no requirement that these two tests be applied separately and distinctly from each other. Indeed, an admixture or combination of the two often gives a better picture of whether there is sufficient United States involvement to justify the exercise of jurisdiction by an American court. It is in this manner that we address the issue of jurisdiction in the instant case. Because we believe that the allegations are sufficient to support jurisdiction, we reverse». Sul tema v., per tutti, DI MARTINO A., *La frontiera e il diritto penale*, Torino, 2006, 191 ss.

(35) La dilatazione del campo applicativo della *securities law* americana, mediante l'intervento del *Sarbanes-Oxley Act*, è colta da vari AA. nel panorama italiano, v. DI MARTINO A., *La frontiera*, cit., 192; GALGANO F., *La globalizzazione*, cit., 77 s.; MONTANI E., *L'esperienza degli Stati Uniti*, in Alessandri A. (a cura di), *Il nuovo diritto penale delle società*, Milano, 2002, 476.

(36) Il trattato è stato ratificato con l. 225/1984; Unione Europea e Stati Uniti hanno sottoscritto il 25 giugno 2003 un accordo (n.10792), di valore integrativo rispetto ai trattati bilaterali di estradizione stipulati tra gli Stati membri dell'U.E. e gli Stati Uniti; al momento, però, l'Italia e molti altri ordinamenti europei non hanno ancora provveduto agli adempimenti di loro competenza, previsti dall'art. 22 dell'accordo per l'entrata in vigore dello stesso.

Questa convenzione prevede, infatti, all'art. VI, il principio del *ne bis in idem* recitando: «L'extradizione non è concessa quando la persona richiesta è stata condannata, assolta o graziata, o ha scontato la pena inflittale dalla parte richiesta per gli stessi fatti per i quali l'extradizione è domandata». Qualora non via sia stato ancora l'esaurimento della vicenda processuale, l'art. VII dispone che «l'extradizione può essere rifiutata se la persona richiesta è sottoposta a procedimento dalla parte richiesta per gli stessi fatti per i quali l'extradizione è domandata» (37).

Si può desumere da quanto appena detto una regola più generale, *metodologica*, in grado di fornire una possibile soluzione ai conflitti di giurisdizione tra Stati in materia di condotte manipolative 'transnazionali': il problema della convergenza di più norme nazionali va affrontato procedendo anzitutto alla verifica della presenza di strumenti convenzionali di collaborazione che, per lo più sul piano della giurisdizione, conducano ad evitare in via preventiva che il medesimo fatto sia oggetto di due procedimenti giudiziari in ordinamenti diversi (*ne bis in idem* processuale) e/o che sia punito due volte (*ne bis in idem* sostanziale) (38).

(37) Come notato da GALANTINI N., *Evoluzione del principio del ne bis in idem europeo tra norme convenzionali e norme interne di attuazione*, in *Dir. pen. proc.*, 2005, 1570, il *ne bis in idem* estradizionale non è perfettamente coincidente con il *ne bis in idem* processuale, poiché il primo impedisce la consegna di un soggetto in ragione della pendenza o della conclusione nel Paese che rifiuta l'extradizione di un procedimento verso la stessa persona, ma non garantisce che nello Stato richiedente l'extradizione il processo a carico della persona fisica non prosegua in contumacia e neppure che lo Stato che richiede l'extradizione ottenga la presenza del soggetto attraverso un'extradizione richiesta ad uno stato terzo in cui questi sia poi venuto a trovarsi.

(38) Ciò è confermato anche dall'art. 696 comma 1 c.p.p.: le disposizioni del codice di procedura penale in materia di *effetti delle sentenze penali straniere* subiscono la prevalenza di disposizioni patrizie in materia di *ne bis in idem* e rapporti giurisdizionali con autorità di altri Stati, cfr. GALANTINI N., *Evoluzione*, cit., 1571. A tal proposito, va ricordato che la l. 388/1993 ha recepito nel nostro ordinamento la convenzione del 19 giugno 1990, applicativa degli Accordi di Schengen del 14 giugno 1985, che all'art. 54 stabilisce: «Una persona che sia stata giudicata con sentenza definitiva in una parte contraente non può essere sottoposta ad un procedimento penale per i medesimi fatti in un'altra parte contraente, a condizione che, in caso di condanna, la pena sia stata eseguita o sia effettivamente in corso di esecuzione attualmente o, secondo la legge della parte contraente di condanna, non possa più essere eseguita». Recentemente, la Cassazione è tornata ad esprimersi sulla portata dell'art. 54 della Convenzione di applicazione dell'accordo di Schengen, affermando che il divieto di un secondo giudizio a carico del medesimo soggetto per gli stessi fatti opera solo qualora la condanna emessa dal primo Stato sia stata eseguita o sia in corso di esecuzione, mentre il giudice del secondo Stato può procedere senza violare

Eccezion fatta per alcune convenzioni mirate a specifici settori di criminalità (39), non esistono disposizioni generali del diritto internazionale pattizio che vietino il *bis in idem*, né, d'altra parte, vi sono norme interne che specificamente si occupino del problema della litispendenza internazionale (40).

Volendo dunque trarre delle conclusioni in ordine al problema dell'individuazione delle legge applicabile a condotte di manipolazione del mercato connotate da caratteri di transnazionalità, valgono ancora le parole di Palazzo, il quale, a proposito dei conflitti di giurisdizione tra ordinamenti nazionali, constatava: «ad oggi sembra di poter dire che non esistano norme di diritto internazionale al riguardo aventi portata generale, né di carattere convenzionale, né di carattere consuetudinario» (41).

In una tale situazione di 'anomia' è allora facilmente concepibile che la composizione di conflitti *positivi* di giurisdizione, in cui due Stati rivendichino a sé la competenza a punire un fatto illecito, sia, per lo più, raggiunta *in via di puro di fatto*, nel caso in cui (a) uno dei due ordinamenti sia praticamente impossibilitato ad esercitare la giurisdizione ovvero, (b) l'autorità politica di uno dei due Paesi, tramite

la normativa convenzionale in tutti i casi in cui la sentenza non sia stata ancora eseguita, nemmeno in parte, pur se passibile di esecuzione, cfr. Cass., sez. VI, 2 ottobre 2006, in *Cass. pen.*, 2008, 1063, con nota di PLASTINA N., *Il ne bis in idem ai sensi dell'art. 54 della Convenzione di applicazione dell'accordo di Schengen: la Cassazione si pronuncia ancora sui limiti al nuovo giudizio*. Peraltro, esiste un'altra convenzione, firmata a Bruxelles il 25 maggio 1987, sull'applicazione del principio del *ne bis in idem* in ambito europeo; quest'ultimo atto internazionale è stato ratificato dall'Italia, ma non è ancora entrato in vigore perché non tutti gli Stati membri hanno depositato i propri strumenti di ratifica. DE AMICIS G., *Osservazioni in tema di ne bis in idem europeo*, in *Cass. pen.*, 2006, 989 ritiene che, poiché il contenuto dell'art. 54 della Convenzione applicativa degli Accordi di Schengen contiene formulazioni analoghe a quelle della convenzione di Bruxelles, quest'ultima sia stata, di fatto, superata dalla prima.

(39) In particolare, la Convenzione relativa alla lotta contro la corruzione nella quale sono coinvolti funzionari delle Comunità europee o degli Stati membri dell'Unione europea del 1997; la Convenzione OCSE sulla lotta alla corruzione dei pubblici ufficiali stranieri nelle operazioni economiche internazionali del 1997; la Convenzione relativa alla tutela degli interessi finanziari delle Comunità europee del 1995.

(40) Sottolinea la carenza di riferimenti normativi, internazionali ed interni, in materia di litispendenza internazionale, GALANTINI N., *Commento alla soluzione di un caso di litispendenza internazionale*, in *Cass. pen.*, 2006, 3359 ss. In generale sul tema del *ne bis in idem* v. anche EAD., *Evoluzione*, cit., 156 e PISANI M., *Il ne bis in idem internazionale e il processo penale italiano*, in *Studi di diritto processuale civile in onore di G. Tarzia*, I, Milano, 2005, 553 s.

(41) PALAZZO F.C., voce *Legge*, cit., 367.

un atto discrezionale, decida di rinunciare alla astratta applicabilità della propria legge penale (42).

La definizione della legge applicabile alla manipolazione di mercato costituisce un problema condizionato da un rischio permanente di conflitto di giurisdizione, poiché il *locus commissi delicti* viene identificato, nei vari ordinamenti nazionali, in modo da poter sempre affermare il collegamento tra il fatto ed il proprio diritto.

Conclusivamente, la soluzione dei conflitti di giurisdizione (in particolare di quelli *positivi*) può essere affidata, ove presenti, a strumenti pattizi di diritto internazionale che, sia pure senza regolare espressamente il tema dei reati finanziari, definiscano le condizioni generali per evitare il *bis in idem* processuale. Al di fuori di quest'ipotesi, il rischio di incardinare procedimenti paralleli in Stati diversi per il medesimo fatto di manipolazione è molto alto e può essere scongiurato al più tramite accordi politici tra i Paesi che affermino la propria competenza a sanzionare la condotta illecita. In tale situazione, si può solo auspicare il progressivo riconoscimento internazionale del *ne bis in idem*, che sostanzialmente assegni la competenza a punire allo Stato che più tempestivamente si sia attivato per la repressione dell'illecito, in modo da configurare la *giurisdizione* a conoscere dell'illecito come una sorta di 'premio' per l'effettività degli apparati.

(42) Recentemente, un modello di composizione di tipo 'politico puro' (analizzato da DI MARTINO A., *La frontiera*, cit., 287), poiché devoluto ad un generico sistema di consultazione tra gli Stati, si è concretizzato nell'art. 22, co. 5 della Convenzione del Consiglio d'Europa sulla criminalità informatica del 23 novembre 2001 (ratificata in Italia con la l. 48/2008), che così dispone: «Quando più di una parte rivendica la propria competenza per una presunta infrazione prevista dalla presente convenzione, le Parti coinvolte si consultano, laddove sia opportuno, al fine di stabilire la competenza più appropriata per esercitare l'azione penale». Lo stesso modello di composizione si rinvia anche all'art. 9, co. 2 della Convenzione di Bruxelles del 1997, relativa alla lotta contro la corruzione nella quale sono coinvolti funzionari delle Comunità europee o degli Stati membri dell'Unione europea, il cui art. 9, comma 2 recita: «Qualora più Stati membri abbiano la competenza giurisdizionale per un illecito e ciascuno di essi abbia la possibilità di definire un procedimento relativo ad un illecito sulla base degli stessi fatti, gli Stati membri interessati collaborano per decidere quali di essi debba perseguire l'autore o gli autori con l'obiettivo di concentrare, se possibile, le azioni in un unico Stato membro».

5.4. *Il locus commissi delicti della manipolazione del mercato come problema di ripartizione della potestà giurisdizionale all'interno dell'ordinamento italiano: considerazioni metodologiche.*

Con l'apparizione sullo scenario normativo dell'art. 185 t.u.f. (ma già prima con l'introduzione dell'art. 2637 c.c.), l'aggiotaggio è divenuto uno strumento repressivo praticabile, la cui frequenza applicativa deriva anche da una *funzione suppletiva* che la fattispecie si è trovata a svolgere rispetto alle improcedibili ipotesi di falso contabile di cui agli artt. 2621 e 2622 c.c.: sparito dalle aule giudiziarie il reato di falso in bilancio, il compito di contrastare la criminalità finanziaria è ormai del tutto affidato alle norme incriminatrici dell'aggiotaggio e della manipolazione del mercato. Il problema dell'individuazione del luogo di commissione di questi ultimi reati ha così acquisito una grande rilevanza pratica.

La nuova fattispecie di manipolazione del mercato ha, di fatto, posto il problema della esclusiva competenza del Tribunale di Milano, per tutti i fatti riconducibili alla norma incriminatrice di cui all'art. 185 t.u.f. (43). La creazione di una sorta di tribunale *ad hoc* per tutte le condotte di alterazione dei mercati degli strumenti finanziari quotati non si era posta con riferimento alle previsioni incriminatrici che hanno preceduto cronologicamente l'art. 185 t.u.f., poiché si trattava di fattispecie complessivamente ineffettive e, quindi, prive di riscontro giudiziario (44). Peraltro, la linea interpretativa che radica la competenza territoriale a Milano sembra generale per i reati finanziari di abuso di mercato (45), valevole, quindi, anche con riferimento alla fattispecie di *insider trading*.

(43) Diversa la situazione rispetto all'illecito amministrativo: si segnala infatti che, in un giudizio di opposizione a un provvedimento amministrativo sanzionatorio emanato dalla Consob in tema di manipolazione del mercato, la Corte d'Appello di Torino ha affermato la propria competenza territoriale ritenendo, sulla base del comma 4 dell'art. 187-septies, che il foro della *residenza* della persona fisica e della *sede legale* della persona giuridica concorrano in via alternativa, soprattutto quando vi sia coinvolgimento nello stesso fatto illecito amministrativo tanto dell'ente rappresentato quanto della persona fisica rappresentante, cfr. Corte App. Torino, 23 gennaio 2008, in *Soc.*, 2008, 1104.

(44) Anche MELILLO G., *Note*, cit., 2755, sottolinea come i problemi pratici posti in tema di competenza territoriale dall'art. 185 t.u.f. non si siano poste rispetto alle disposizioni incriminatrici dell'aggiotaggio che li hanno preceduti poiché si trattava di norme inapplicabili.

(45) Trib. Milano, 27 marzo 2006, in *Riv. trim. dir. pen. ec.*, 2007, 845; Cass., sez. V, 25 gennaio 2005, in *Banca, Borsa tit. cred.*, 2006, 265; Trib. Milano, g.u.p., ord. 22 novembre 2006, in *Foro ambr.*, 2006, 495.

Le varie tesi che sostengono che il reato di manipolazione del mercato si configuri sempre presso il capoluogo lombardo hanno diversa ampiezza e sono supportate essenzialmente da tre argomentazioni.

A) Vi è innanzitutto una motivazione di carattere, per così dire '*speciale*', poiché utilizzata con specifico riferimento alle forme di manipolazione attuate *tramite operazioni finanziarie effettive o simulate*, in base alla quale le operazioni compiute per manipolare il mercato trovano in quest'ultimo la propria realizzazione e quindi in esso vadano collocate. Il mercato, a sua volta, viene poi ubicato presso la sede *della società che lo gestisce* (Borsa italiana S.p.a.), cioè Milano. La consumazione del reato potrebbe aversi soltanto con l'incrocio tra ordini di acquisto e vendita *sul mercato telematico milanese*. L'intesa finalizzata a concludere operazioni effettive o simulate aventi la propria esclusiva ragion d'essere nella modificazione dei corsi di mercato di un titolo costituirebbe ancora un'«operazione preliminare non consumativa» e, quindi, non radicherebbe la competenza nei luoghi in cui sia stata integrata (46).

B) Vi è poi un secondo tipo di argomento, di carattere '*generale*', poiché *valido per tutti i tipi di manipolazione*; ogni tipologia di condotta manipolativa è tale poiché provoca il *pericolo di alterazione sensibile del prezzo* di uno o più strumenti finanziari: di qui si deduce che la fattispecie penale in analisi contemplerebbe un *evento di pericolo*, che si realizzerebbe ineluttabilmente nel luogo in cui si ritiene abbia sede il mercato, vale a dire, ancora una volta, Milano. Costituendo la manipolazione del mercato un reato di *evento di pericolo*, la consumazione ricorrerebbe nel luogo e tempo in cui si concretizza la rilevante possibilità di sensibile alterazioni dei prezzi (47).

(46) Questa posizione è sostenuta ad esempio da MELILLO G., *Note*, cit., 2756 ss.: in particolare, l'A. sottolinea (2758) che, nel caso delle operazioni simulate e del compimento di altri artifici, «soltanto l'incrocio tra ordini di acquisto e di vendita sul mercato realizzano le condizioni prescritte per la consumazione del reato».

(47) Il Tribunale di Milano, in una ordinanza del 2006, ha preso espressamente posizione sul punto, affermando che poiché la manipolazione del mercato rappresenta un fattispecie dotata di un evento di pericolo, il delitto si consuma nel luogo e nel tempo in cui si verifica la rilevante possibilità di verifica della sensibile alterazione del prezzo dello strumento finanziario, cfr. Trib. Milano, sez. G.i.p., 22 novembre 2006, cit. A questo provvedimento fa riferimento una successiva pronuncia del Tribunale milanese, che si è espressa in questi termini: «allo scopo dell'individuazione della *locus commissi delicti*, occorre avere riguardo non al luogo in cui viene posta in essere la condotta manipolativa, bensì a

C) Una 'variazione sul tema' è costituita da un terzo argomento: il Tribunale di Milano ha concluso per la propria competenza rispetto ad una condotta sospettata di costituire un abuso di informazioni privilegiate, ricorrendo ad una motivazione fondata su parametri *esterni* rispetto alla struttura legale dell'incriminazione. Sarebbero criteri decisivi, secondo il giudice, la *presenza* nel capoluogo lombardo dell'*autorità amministrativa competente a vigilare sugli scambi finanziari* e la *collocabilità* in quella città del *bene giuridico protetto dalle incriminazioni di abuso di mercato*, vale a dire il regolare funzionamento delle contrattazioni finanziarie (48). Alla luce di questa impostazione, sarebbero gli *scopi* dell'incriminazione (e l'organizzazione territoriale dell'autorità preposta al loro raggiungimento) a determinare il *locus commissi delicti*.

A nostro parere, tutte e tre le tesi sopraesposte cadono in un doppio equivoco:

- i) si ritiene che, poiché si sia storicamente verificata un'alterazione di un titolo, allora *sia nel contesto in cui si è realizzata la variazione dei prezzi*, cioè nel mercato, *che si è consumato il reato*;
- ii) si considera il mercato *come un luogo fisico* e l'alterazione dei prezzi *come un fenomeno spazialmente definito*.

Far derivare la *consumazione* del reato dall'effettiva variazione dei prezzi rappresenta una consecuzione logica fallace per una serie di motivi, che possono così essere compendati:

- a) in primo luogo, esula, come detto, dalla fattispecie penale l'estremo della variazione effettiva;
- b) in secondo luogo, non è possibile partire, per la definizione di un effetto giuridico-processuale – la *determinazione del giudice competente* –

quello in cui si verifica l'evento di pericolo, interagito dalla rilevante possibilità – da accertarsi in concreto – di verifica della sensibile alterazione del prezzo dello strumento finanziario», cfr. Trib. Milano, 26 febbraio 2007, in *Corr. merito*, 2007, 912 ss.

(48) Cfr. Trib. Milano, 25 ottobre 2006, in *Foro Ambr.*, 2006, 430 ss., che afferma: «[...] l'individuazione della Borsa quale luogo attraverso il quale Consob esercita il suo potere-dovere di controllo ed anche la considerazione che il bene protetto dalle norme che si assumono violate è la stabilità ed il regolare funzionamento del mercato finanziario, inducono il Tribunale a ritenere che il *locus commissi delicti* (ovvero quello in cui è avvenuto il compimento dell'operazione finanziaria) sia quello in cui ha sede la Borsa, in altre parole Milano». La pronuncia ha ad oggetto un fatto riconducibile al reato di *insider trading*, nella formulazione previgente rispetto all'entrata in vigore della l. 62/2005, ma dal punto di vista della definizione della competenza il discorso vale anche per l'illecito di manipolazione del mercato.

da un dato la cui esistenza concreta viene verificata all'*esito del processo*: che vi sia stata un'alterazione dei prezzi, e non una mera variazione fisiologica, rimane infatti un dato incerto fino al termine del giudizio;

- c) in terzo luogo, l'evento di pericolo cui si vorrebbe collegare la consumazione è, peraltro, costituito da un triplice elemento normo-valutativo, il *pericolo* di un'alterazione dei prezzi che si consideri *sensibile*: il momento consumativo finisce così per radicarsi non su un *fatto*, ma su una *valutazione*.

Infine, occorre sottolineare come l'*alterazione del prezzo di un titolo* possa assumere qualsiasi forma, tanto quella della *variazione della quotazione* quanto quella della *mancata variazione* (quando la manipolazione consiste in un'indebita stabilizzazione di un titolo) (49) e la stessa mutazione repentina del valore di borsa può rivelarsi una *fluttuazione fisiologica* indipendente o causata da altri fattori: individuando il *locus commissi delicti* nel luogo in cui si trova la sede del mercato, si rischia di sottrarre il procedimento al giudice nella cui circoscrizione è avvenuto un fatto certo – la condotta – per attribuirlo al tribunale nel cui ambito territoriale non si è verificato alcun fatto collegato al reato. In questo modo finiscono per essere comprese non solo le *esigenze di certezza e garanzia* sottese alle disposizioni legali che individuano in astratto il giudice naturale dell'imputato, ma anche le *ragioni pratiche* cui obbediscono i criteri di competenza per territorio, riconducibili alla *maggior vicinanza del giudice alla prova*: è da ritenere, infatti, che una maggiore facilità istruttoria sia posseduta dal giudice del luogo della condotta piuttosto che da quello del luogo *in cui si verifica la modificazione della registrazione contabile del titolo* (50).

La competenza del giudice deve, quindi, collegarsi alla *condotta tipica*, intesa come elemento di certa collocazione temporale e di necessario collegamento all'imputato, mentre il pericolo di alterazione dei prezzi

(49) Come notato anche da DI AMATO A., *Gli abusi di mercato*, in Id. (a cura di), *I reati del mercato finanziario*, in Id. (diretto da), *Trattato di diritto penale dell'impresa*, IX, Padova, 2007, 148.

(50) In generale, sulla logica sottesa ai criteri di definizione della competenza territoriale, DI MARTINO C., Sub *Art. 8*, in CONSO G.- GREVI V. (a cura di), *Commentario breve al codice di procedura penale*, Padova, 2005, 16.



non si verifica in un luogo fisico ne ha la consistenza di un *fatto*, bensì la controvertibile dimensione di una *valutazione*.

Quanto all'equivoco *sub ii*), consistente nel ritenere il mercato come un *luogo fisico*, corre l'obbligo di una serie di precisazioni. La locuzione *mercato*, non altrimenti qualificata, è onnicomprensiva ed equivoca, il cui nucleo concettuale è l'interazione tra un *complesso di soggetti* che pongono in essere rapporti di scambio, tramite domande ed offerte (51). Quello che è certo è che il mercato, nelle sue evoluzioni più moderne, cessa di essere un'organizzazione riconducibile ad un luogo fisico, per diventare un luogo ideale, di *rilevanza nazionale o internazionale*, privo di connotazioni spaziali.

A nulla serve rilevare come i regolamenti che disciplinano le negoziazioni di borsa prevedano l'intervento del gestore del mercato per la definizione degli orari degli scambi, la gestione degli errori e disfunzioni tecniche, la sospensione dei titoli ecc. (52). Innanzitutto, tali norme secondarie e privatistiche non possono condizionare l'esercizio del potere punitivo statale, che deve invece essere guidato da parametri legali e normativamente collegato alla fattispecie astratta del reato al fine di garantire il principio del giudice naturale di cui all'art. 25 Cost. Inoltre, anche qualora si volesse fare riferimento a queste normative in via interpretativa, *ad adiuvandum* rispetto alla interpretazione del *locus commissi delicti* del reato di manipolazione del mercato, si noterebbe immediatamente come il regolamento dei mercati gestiti da Borsa Italiana S.p.a., non colloca le contrattazioni e gli scambi in un luogo, né tantomeno ritiene imperativamente che Milano debba essere considerata il luogo in cui gli scambi avvengono (53). La conferma definitiva della assenza di ogni connotazione spaziale del mercato è fornita dalla recente direttiva 2004/39/Ce, che all'art. 4, punto 14, specifica che per mercato regolamentato deve intendersi «un sistema multilaterale, amministrato e/o gestito dal gestore del mercato, che consente o facilita l'incontro – al suo interno ed in base alle sue regole non discrezionali – di interessi multipli di acquisto e di vendita di terzi relativi a strumenti finanziari, in modo da dare luogo a contratti relativi a strumenti finanziari ammessi alle negoziazioni conformemente alle sue regole».

(51) La nozione di mercato come situazione sociale data dalla relazione tra soggetti e non come luogo oggettivo è espressa da CAIA G.,  *Mercati pubblici*, in *Enc. giur. Trecc.*, XX, 1990, Roma, 1 e GALGANO F.,  *Mercato*, in *Dizionario enciclopedico del diritto*, II, Padova, 1996, 956. Sulla mancata collocabilità spaziale del mercato, cfr. già RICOSSA S., *Dizionario di economia*, Torino, 1988, 305.

(52) Così, invece, motiva Trib. Milano, 25 ottobre 2006, cit.

(53) Come notato anche da CAMERA G., *Spunti di diritto processuale in materia di insider trading e market abuse*, in *Foro ambr.*, 2006, 445.

A nostro parere, dunque il *locus commissi delicti* varia in base al tipo di condotta manipolativa che in concreto viene compiuta: il discorso deve quindi essere articolato a seconda che venga in rilievo la manipolazione mediante il *compimento di transazioni finanziarie* (effettive o simulate) oppure mediante la *diffusione di notizie false*.

#### 5.4.1. Il locus commissi delicti della manipolazione del mercato mediante operazioni finanziarie effettive o simulate.

Con specifico riferimento alle manipolazioni del mercato compiute mediante operazioni finanziarie effettive sono possibili una serie di ricostruzioni alternative circa la collocazione spaziale del fatto delittuoso.

Le varie opzioni potrebbero essere poste, l'una dopo l'altra, lungo l'immaginaria linea della dinamica manipolativa.

- i) Innanzitutto si potrebbe ritenere che la manipolazione si consumi *al momento dell'elaborazione del progetto manipolativo*, ad esempio alla conclusione dell'accordo per effettuare acquisti incrociati tra i manipolatori: rispetto a questi accordi esterni al mercato, l'esecuzione di acquisti e vendite, effettive o simulate, sarebbe un mero post-fatto esecutivo del piano precedentemente elaborato.
- ii) Non senza solide giustificazioni, potrebbe però collocarsi la consumazione del reato *al momento in cui si digita il comando di acquisto o vendita* di titoli sul mercato telematico (54).
- iii) Ulteriormente, il reato potrebbe consumarsi *quando le proposte di acquisto o vendita aventi carattere manipolativo vengono accoppiate dal sistema*

(54) È questa l'interpretazione fatta propria da Trib. Milano, sez. I, 9 gennaio 2008, inedita, che sostiene come «dal punto di vista sostanziale della consumazione del reato [sia] irrilevante il luogo in cui si trova l'unità di elaborazione che mette a disposizione una o più risorse informatiche (server o servente) per altre unità (cliente o richiedente) in una rete di computer. Infatti, ciò che conta non è che l'operazione fraudolenta compaia su un sito pubblicato su un server di un determinato luogo, ma come quel sito sia inserito in un circuito informativo in grado di arrivare al pubblico – di operatori finanziati piuttosto che di investitori – che a sua volta possa rendersi strumento o addirittura vittima delle intenzioni criminose sottese alla diffusione. Appare evidente, dunque che il reato deve ritenersi consumato nel momento in cui l'agente determina l'immissione in rete dell'offerta di vendita o di acquisto artificiosa in quanto l'immissione stessa in rete del dato è idonea, considerato il circuito in cui è inserito, ad arrivare immediatamente a tutti gli operatori e a creare il pericolo di un'alterazione del prezzo».

*telematico* con altrettante proposte di vendita ed acquisto. In questo caso il luogo di commissione del reato dovrebbe convenzionalmente essere individuato dove ha sede il sistema di gestione dell' 'universo telematico parallelo' in cui avviene l'incrocio, cioè Milano (55).

- iv) Infine, secondo un'ultima interpretazione, il delitto potrebbe trovare compimento *quando l'intermediario*, attraverso cui è stata effettuata la negoziazione manipolativa, *abbia registrato presso i propri conti le transazioni compiute*: ai sensi degli artt. 30 e 32 del d. lgs. 213/1998, che regolamentano il trasferimento di strumenti finanziari dematerializzati, lo scambio di tali beni immateriali si perfeziona solo con l'esecuzione di tali scritture contabili.

Delle alternative sul campo, quella *sub i)* anticipa oltre ogni ragionevolezza il momento della consumazione del reato fino all'incriminazione di atti preparatori. Si finisce per parificare in un amplissimo post-fatto non punibile la realizzazione dell'alterazione dei prezzi e le fasi di concretizzazione del progetto distorsivo, cioè l'immissione delle proposte di negoziazione sul mercato telematico.

Nemmeno le soluzioni *sub ii)* e *iii)* paiono completamente soddisfacenti. Ritenere che il reato si consumi prima che l'operazione manipolativa interagisca con le altre transazioni e con il contesto significa prescindere dal fattore principale che attribuisce alla condotta il suo carattere di artificiosità e quindi porre una forzosa cesura tra *realizzazione della condotta e attribuzione ad essa della nota di fraudolenza che la caratterizza*. L'opzione *sub iii)* invece determinerebbe una discrasia tra consumazione del reato e compimento dell'operazione negoziale che ne costituisce la sostanza. Al di là della *virtualità* dell'incrocio tra proposte di acquisto, vi è un'intima contraddizione nel considerare esaurito il delitto quando l'operazione negoziale in cui la manipolazione consiste non ha ancora trovato perfetto compimento. Lungi dal rendere lo strumento penale un orpello della disciplina civilistica, si tratta di rendere congruenti due facce di un medesimo fenomeno normativo e questo risultato può ottenersi solo considerando compiuto il reato

(55) Tra le altre cfr. Trib. Milano, sez. II, ord. 19 febbraio 2008, inedita e Trib. Milano, sez. I, ord. 7 febbraio 2006, inedita.

quando è terminato l'iter negoziale relativo al trasferimento di strumenti finanziari.

Proprio per questo, al fine di determinare il momento di consumazione della manipolazione nella forma operativa non deve aversi riguardo al momento e al luogo in cui *l'accettazione delle proposte di acquisto o vendita* effettuate dall'aspirante manipolatore pervengono al proponente, bensì *al tempo in cui avviene l'individuazione dei titoli scambiati*, poiché solo a quel momento ed in quel luogo il contratto di scambio trova la propria integrazione. Data la natura immateriale degli strumenti finanziari, che circolano esclusivamente tramite scritture telematiche, l'individuazione degli strumenti finanziari avviene sempre nel momento e nel luogo in cui lo scambio *viene registrato sui conti dell'intermediario finanziario tramite cui l'operazione è stata condotta* (56).

Una parola chiara è stata, da ultimo, pronunciata dalla Cassazione, rispetto ad una fattispecie 'intermedia' di *insider trading*, quella prevista nella previgente formulazione dell'art. 180 c.u.f. (57).

In questa pronuncia, la Corte ha negato la competenza territoriale del Tribunale di Milano, rifacendosi alla normativa extrapenale che disciplina la dematerializzazione di strumenti finanziari negoziati nei mercati regolamentati (d. lgs. 213/1998, c.d. decreto euro): in base agli artt. 30 e 32 del decreto legislativo del 1998, la Corte sostiene che il perfezionamento della compravendita, e quindi la consumazione del reato di *insider trading*, consistente nell'acquisto o cessione di titoli in base al possesso di un'informazione privilegiata, non si consumerebbe al momento dell'incrocio tra proposta di acquisto e vendita sul sistema telematico (come sostenuto dalla Corte d'Appello del capoluogo lombardo), ma con *l'individuazione degli strumenti finanziari venduti*, che avverrebbe *nel luogo e nel momento in cui si opera la registrazione dell'operazione* e dei titoli sul conto aperto dall'acquirente presso

(56) Cfr. art. 32, co. 1, d. lgs. 213/1998. Della stessa opinione CAMERA G., *Spunti*, cit., 443 s. Per quanto attiene alla dematerializzazione cfr. artt. 28 s. d. lgs. 213/1998. In senso contrario, C. App. di Milano, sez. II, 12 novembre 2007, inedita, sostiene, con riferimento alla finitima fattispecie di *insider trading*, che l'acquisto di strumenti finanziari (e quindi, sottinteso, la consumazione del reato) si verifichi non al momento della registrazione sul conto dell'intermediario ma quando e dove si forma l'accordo tra le parti. Il luogo dell'accordo sarebbe quello in cui si trova il centro di negoziazione telematico gestito da Borsa Italiana S.p.a. L'annotazione sui registri dell'intermediario costituirebbe un'operazione postuma e unilaterale. Con specifico riferimento alla manipolazione del mercato è stato di recente sostenuto (Trib. Milano, sez. II, ord. 11 marzo 2009, inedita) che non possa farsi dipendere la realizzazione di una condotta penalmente rilevante dal verificarsi di un evento negoziale, che è estraneo alla fattispecie descritta dalla norma incriminatrice.

(57) Cass., sez. V, 23 febbraio 2009, sent. n. 200, inedita.

*l'intermediario finanziario* che ha svolto l'operazione (58). Solo da questo momento avviene *l'individuazione dei titoli* acquistati, l'acquirente ne acquista la proprietà e il venditore la perde ed il reato di *insider trading si consuma*. Nel momento dell'incrocio delle due proposte contrattuali si verificherebbe ancora solo una *vendita ad efficacia obbligatoria, irrilevante* dal punto di vista della *consumazione del reato* (59).

Queste considerazioni si attagliano perfettamente anche al reato di manipolazione del mercato, il quale, nella forma operativa, si concreta in operazioni di acquisto e vendita di strumenti finanziari quotati e dematerializzati. Ne deriva, che, anche rispetto alla sottofattispecie di manipolazione del mercato costituita dal compimento di negozi finanziari effettivi, la consumazione del reato avviene al momento della *conclusione dell'iter del negozio*, precisamente quando l'operazione finanziaria viene registrata, in addebito o in accredito, presso i conti dell'intermediario finanziario, nel luogo e nel tempo in cui avviene tale scritturazione contabile (60). Quanto appena detto vale anche per le operazioni simulate, dato che, benché non comportino alcun mutamento reale degli assetti proprietari e dell'allocatione dei rischi di mercato, esse vengono comunque tracciate dai sistemi di registrazione elettronica degli intermediari.

Con riferimento al *compimento di operazioni effettive o simulate*, il discorso può, quindi, esaurirsi nel ribadire che il luogo del commesso reato si identifica in quello in cui è stata registrata la transazione, reale o fittizia che sia, rimanendo indifferente, perché non considerata dalla

(58) Cass., sez. V, 23 febbraio 2009, cit., 9.

(59) Cass., sez. V, 23 febbraio 2009, cit., 8.

(60) In dottrina vi è chi ritiene che la conclusione del contratto finanziario e la sua esecuzione avverrebbero con l'abbinamento automatico degli ordini di scambio, mentre l'annotazione nei registri degli intermediari avrebbe valore meramente dichiarativo: di conseguenza il perfezionamento del reato e dell'illecito amministrativo avverrebbe in Milano (SEMINARA S., *Crisi finanziaria e disorientamenti etici e giuridici*, in *Dir. pen. proc.*, 2009, 273). Altri AA. osservano problematicamente: «Qui le esigenze processuali la fanno da padrone, per l'irresistibile tendenza a concentrare in un luogo stabile, e di agevole accertamento, il fuoco del rimprovero; la vicenda dell'agiotaggio è esemplare, ove il pericolo (peraltro, non presente nella fattispecie) assume la carnalità di un fatto, spacciando l'incontro telematico delle proposte per le note dell'evento, nel segno di una prognosi *ex ante* a base parziale», v. ALESSANDRI A., *Impresa e giustizia penale: tra passato e futuro. Un'introduzione*, in AA.VV., *Impresa e giustizia penale: tra passato e futuro*, Milano, 2009, 53.

fattispecie, che si sia prodotta o meno una variazione del prezzo di un titolo quotato (61).

#### 5.4.2. Il locus commissi delicti della manipolazione del mercato mediante diffusione di notizie false.

Il discorso è più complesso rispetto alla *diffusione di notizie false*. Si tratta di una condotta strutturalmente 'non finanziaria' che può essere integrata in ogni parte del territorio nazionale: essa non richiede di essere veicolata dai meccanismi di formazione dei prezzi, né dai sistemi contabili di registrazione delle operazioni mobiliari, potendo, ad esempio, essere compiuta anche mediante il rilascio di dichiarazioni ingannevoli ai *mass-media* o predisposizione di comunicati stampa emessi dalla sede della società quotata.

Anche rispetto a questa variante della manipolazione sono disponibili diverse ricostruzioni ermeneutiche in ordine al *locus commissi delicti*. In realtà si tratta di scegliere tra due opzioni, ma procediamo con ordine.

Per definire il luogo di commissione del delitto, nel caso di una condotta di diffusione mediante *mass-media* di notizie false, è possibile giovare di un parallelismo con il reato di diffamazione *a mezzo stampa*.

Il problema di fondo in tema di consumazione è in effetti lo stesso che è sotteso agli artt. 595-596-*bis* c.p. A ben guardare, il tema è anzi comune a tutti i reati nel cui tipo sia inserito il concetto di *comunicazione di informazioni o dati a terzi* (si pensi, ad esempio, al reato di pornografia minorile attraverso la diffusione, con qualsiasi mezzo, di materiale pornografico, *ex art.* 600-*ter* co. 3 c.p.): il reato necessita della *ricezione* dell'informazione tipica da parte del destinatario o è sufficiente il

(61) Da ultimo, un argomento normativo mal si concilia con la collocazione del *locus commissi delicti* nella sede di negoziazione degli strumenti finanziari quotati: l'art. 182, comma 1 t.u.f., sancisce, infatti, la distinzione tra *luogo di commissione del delitto* - lo Stato estero - e *luogo di negoziazione degli strumenti* oggetto della manovra - il mercato regolamentato italiano. Tale regola si è resa necessaria per l'assenza di un estremo effettuale del tipo, che potesse valere a rendere applicabile la legge italiana pur in presenza di una condotta integrata all'estero. Poiché *l'effetto della manipolazione*, che pur si realizza in Italia e precisamente su un mercato che ha sede virtuale a Milano, non viene contemplato dall'art. 185 t.u.f., la *consumazione* del reato si ha con il compimento della *condotta manipolativa*, nel luogo in cui l'operazione finanziaria viene compiuta.

compimento, ad opera del soggetto attivo, di tutto quanto occorre per porla a disposizione di terzi?

Poiché le condotte di diffusione, comunicazione, divulgazione *et similia* sono tali in quanto capaci di raggiungere i destinatari, non solo è impossibile moltiplicare i luoghi e i tempi del reato quanti sono i destinatari effettivi della comunicazione, ovvero indagare il momento della prima ricezione, ma, prima ancora, è inutile, alla luce del tenore letterale delle incriminazioni, compiere queste indagini bizantine. Le norme incriminatrici richiedono, infatti, la mera realizzazione di una condotta, purché comunicativa *in incertam personam*: ciò impone all'interprete di verificare semplicemente se si siano realizzati fattori impeditivi della comunicazione che abbiamo reso inidoneo il comportamento comunicativo del soggetto attivo (ad esempio sciopero dei trasportatori che impedisca l'effettiva distribuzione degli stampati, guasto improvviso al sistema telematico di borsa che interrompa la comunicazione degli ordini, *defaillance* del provider internet che abbia reso senza effetto il comando di invio del materiale pedopornografico). In caso di assenza di fattori impeditivi della comunicazione la condotta possiede la capacità di raggiungere, con la propria fraudolenza, un numero indeterminato di persone: ne deriva che al compimento di un'azione siffatta corrisponde la consumazione del reato (62).

Un'interpretazione ragionevole dei reati che puniscono la comunicazione di informazioni richiede insomma di rinvenire in concreto una condotta idonea a raggiungere i destinatari, senza imporre la prova dell'effettiva ricezione: ne deriva che il luogo e il tempo di commissione dell'illecito coincide con la conclusione del comportamento tipico.

La manipolazione del mercato mediante diffusione di notizie false pone a volte un ulteriore profilo critico, poiché le informazioni privilegiate che riguardano un emittente devono necessariamente passare attraverso un soggetto collettore e solo quest'ultimo ha il compito di diffondere al pubblico l'informazione sensibile per il mercato (si tratta della disciplina di cui all'art. 114 t.u.f., relativa alle

(62) In caso di fattori impeditivi della comunicazione si potrebbe discutere, tutt'al più, se si sia realizzato un tentativo punibile o un reato impossibile, per strutturale inidoneità dell'azione ai sensi dell'art. 49 c.p.

informazioni privilegiate concernenti lo stesso emittente o società controllate) (63). Proprio in riferimento a questo aspetto si acuisce il parallelismo tra la manipolazione del mercato e la diffamazione a mezzo stampa: anche in quest'ultimo caso vi è un 'intermediario dell'informazione', che fa da tramite tra il soggetto attivo del reato e i destinatari finali della comunicazione. Occorre allora verificare come la presenza di un intermediario della comunicazione si rifletta sul momento consumativo. A nostro parere, l'idoneità a raggiungere un pubblico indeterminato, e quindi il pericolo, è una qualità che la comunicazione acquisisce quando raggiunge l'intermediario, vale a dire la società di gestione del mercato o la Consob, nel caso della manipolazione del mercato.

È la valenza lessicale del termine *diffusione* a implicare questa soluzione. Se è vero che nella comunicazione alla Consob o alla società di gestione si esaurisce tutto quanto compete al manipolatore, in questa fase la condotta descritta dall'art. 185 t.u.f. non ha ancora trovato definitivo compimento. *Diffondere* significa interagire con destinatari indeterminati, ma la relazione tra il manipolatore informativo e la Consob o la società di gestione del mercato è un'interazione comunicativa tra soggetti determinati.

Il paradigma è rappresentato a nostro parere, dal delitto di diffamazione a mezzo stampa: l'esecuzione del fatto attraversa una prima fase – preparatoria – in cui il veicolo della diffamazione passa dalla redazione del giornale alla stamperia, ed una seconda – consumativa –, in cui avviene la prima diffusione del mezzo diffamatorio mediante la stampa di un numero rilevante di copie dell'articolo diffamatorio in vista della distribuzione e della vendita (64).

(63) «Art. 114, comma 1, t.u.f. (comunicazioni al pubblico) – Fermi gli obblighi di pubblicità previsti da specifiche disposizioni di legge, gli emittenti quotati e i soggetti che li controllano 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, 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 64, comma 1, lettera b) [...]».

(64) La fase consumativa si concreta, dal punto di vista spaziale, nel luogo di stampa, cfr. Trib. Monza, g.u.p. 24 aprile 2006, in *Foro ambr.*, 2006, 81 s., e reponibile anche alla seguente URL: <http://www.unicostmilano.it/giurisprudenza.asp>. Con riferimento ai reati connessi all'impiego di mezzi di comunicazione di massa, in particolare i reati connessi al mezzo della

Lo stesso vale, *mutatis mutandis*, con riferimento alla manipolazione del mercato mediante la diffusione di una notizia falsa: nel momento e nel luogo in cui viene esaurito il novero delle operazioni necessarie a mettere a disposizione di una cerchia indeterminata di soggetti l'informazione fuorviante, il reato può dirsi integrato<sup>(65)</sup>. Con riferimento alle comunicazioni di cui all'art. 114 t.u.f., solo al momento e nel luogo di messa a disposizione dell'informazione al soggetto preposto alla comunicazione al pubblico la condotta giunge a compimento e acquisisce l' idoneità a raggiungere la platea degli investitori: in questo momento la manipolazione informativa è consumata<sup>(66)</sup>.

\* Il Procuratore Generale presso la Corte di Cassazione, nell'esercizio della funzione di composizione di contrasti tra uffici del pubblico ministero di distretti differenti (ai sensi dell'art. 54-*quater* c.p.p.), ha adottato una decisione del tutto coerente con la ricostruzione del *locus commissi delicti* appena effettuata. Nel provvedimento ora citato, il magistrato ha ritenuto che, per individuare gli elementi rilevanti della fattispecie criminosa, non possa aversi riguardo a fonti normative diverse da quella che la prevede; inoltre, per analogia con un altro reato connesso a comunicazioni a distanza di carattere elettronico – la distribuzione,

stampa, la competenza va determinata con riferimento al luogo di prima diffusione dello stampato, coincidente con quello di stampa. Benché in alcune pronunce si è contestata questa identificazione (cfr. Trib. Milano, g.i.p., 2 gennaio 2003), tale soluzione deve essere ammessa perché ove la diffusione avvenga contemporaneamente ed in più luoghi e non sia pertanto possibile determinare il luogo ed il momento in cui si sia prodotta per la prima volta l'offesa del reato, il luogo di stampa del quotidiano o rivista rimane il criterio in base al quale individuare la competenza territoriale. Sarebbe assai arduo individuare il luogo del commesso reato quando la diffusione dello stampato avvenga in tanti tempi e luoghi quanti siano i distributori che ricevano le copie del quotidiano o della rivista dallo stampatore, cfr. DANIELE M., *Sub art. 8*, in Giarda A.-Spangher G. (a cura di), *Codice di procedura penale commentato*, Milano, 2007, 99.

(65) Si vedano Trib. Monza, g.u.p., 24 aprile 2006, cit.; Trib. Milano, g.u.p., ord. 12 gennaio 2007, in *Foro Ambr.*, 2007, 95; Trib. Milano, g.u.p., ord. 25 giugno 2005, in *Foro ambr.*, 2005, 208. Vedasi infine anche la nota della Procura della Repubblica di Milano, n. 9106/06 del 13 aprile 2006, per la quale all'art. 66 del Regolamento Consob 11971 prevede espressamente che nessuna diffusione al pubblico può ritenersi giuridicamente realizzata con al sola trasmissione dei dati al server di Borsa Italiana s.p.a. e prima che gli stessi siano elaborati e gestiti oltre che valutati dall'organismo di controllo del mercato regolamentato.

(66) Di diverso avviso Trib. Torino, g.u.p., 10 ottobre 2008, inedita, il quale ritiene che la manipolazione in forma informativa si compia nel momento e nel luogo in cui il manipolatore immette nel *Network information System* gestito da Borsa Italiana S.p.a. le notizie false, a nulla rilevando l'ulteriore attività di divulgazione della notizia da parte di

divulgazione o pubblicizzazione, anche per via telematica, di materiale pedo-pornografico (art. 600-*ter*, co. 3 c.p.)<sup>(67)</sup> – il Procuratore presso la Cassazione ha precisato che il luogo di consumazione del reato coincide con il luogo nel quale è stato digitato il comando di invio del materiale informatico. Una volta immesso tale materiale nella rete si realizza, infatti, il pericolo di un accesso ai dati da parte di una cerchia indeterminata di soggetti<sup>(68)</sup>.

A seguito di una recente modifica al regolamento emittenti, il criterio appena definito va declinato con maggiore precisione. La comunicazione ex art. 114 t.u.f. può ora avvenire mediante *agenzie di stampa* o può essere effettuata dallo stesso emittente mediante il proprio sito internet o ricorrendo ad un sistema di diffusione di informazioni regolamentate (SDIR), cioè un sistema di comunicazione elettronica che collega le società quotate ai *media*<sup>(69)</sup>. La manipolazione informativa può, quindi, consumarsi a Milano solo nel caso in cui le comunicazioni di cui all'art. 114 t.u.f. siano diffuse ad opera di un *media* o di un sistema di diffusione delle informazioni regolamentate che siano collocabili in questa città o, infine, qualora l'emittente abbia la propria sede nel capoluogo lombardo, nel caso in cui la comunicazione avvenga mediante il proprio sito internet<sup>(70)</sup>.

(67) Contesta la correttezza di questo procedimento analogico, posto che la rilevanza dell'immissione in rete, quale momento consumativo del reato connesso alla pornografia infantile è giustificata da una tendenziale indeterminabilità degli accessi ad internet e quindi dei destinatari, MELILLO G., *Note*, cit., 2765.

(68) Decreto Procuratore Generale presso la Cassazione, 7 giugno 2006, in *Cass. pen.*, 2007, 2748 ss.

(69) Cfr. art. 109, comma 1, Regolamento emittenti (Reg. 11971/1999 e successive modificazioni).

(70) Prima della modifica intervenuta nell'aprile del 2009, la comunicazione delle informazioni di cui all'art. 114 t.u.f. doveva rispettare una diversa procedura, che prevedeva il transito della notizia attraverso la Società di Gestione del mercato, che poi provvedeva alla sua diffusione presso il pubblico. Evidente che quindi, in precedenza, il luogo di diffusione della notizia coincideva con la sede della Società di Gestione del mercato: era presso quest'ultima che si predisponavano tutti i passaggi necessari alla pubblicazione al mercato della notizia. In analogia rispetto al reato di cui all'art. 595, comma 5, c.p., la *diffusione* di notizie false o fuorviante per il mercato non dovrebbe, infatti, ritenersi compiuta al momento della trasmissione del comunicato al soggetto preposto a comunicarlo al mercato, bensì quando il comunicato viene da quest'ultimo inoltrato al pubblico degli investitori: solo in questo momento ed in quel luogo si può ritenere integrata la prima diffusione della notizia falsa. Sul punto, in riferimento alla precedente disciplina, cfr. MELILLO G., *Note*, cit., 2760. Di diversa opinione CRESPI A., *Aggiornamento informativo, giurisdizioni "esclusive" e altre curiosità*, in *Riv. soc.*, 2006, 698. L'A. sottolineava che, dal punto di vista letterale, il più volte citato art. 66 del Regolamento Consob 11971 parlasse espressamente, prima della riforma, dell'invio del

In conclusione, la fattispecie astratta di cui all'art. 185 t.u.f. (e lo stesso vale con riferimento all'art. 2637 c.c.) descrive *comportamenti* e non *eventi* o situazioni *successive alle manovre manipolative*: è, quindi, all'ultimo segmento della condotta che deve aver luogo riguardo per determinare il *locus commissi delicti*. Quest'ultimo va inteso come:

- i) *il luogo in cui viene registrata la transazione finanziaria (reale o simulata) o un'altra condotta artificiosa* che si riveli idonea ad alterare il prezzo di uno strumento finanziario (nel caso della manipolazione operativa)
- ii) *il luogo di prima diffusione di una notizia falsa* (nel caso della manipolazione informativa).

#### 6. Rilevi conclusivi.

La riflessione sin qui condotta ha dimostrato che la presenza dell'evento di alterazione dei prezzi dei titoli quotati nella ricostruzione processuale di una fattispecie sostanziale di pericolo, quale è quella di cui all'art. 185 t.u.f., produce una serie di conseguenze pratiche di non poco momento, in particolare con riferimento alla ricostruzione dei connotati spazio-temporali dell'illecito penale.

Alla radice della discrasia tra diritto penale e processo risiede probabilmente la scelta di costruire la norma incriminatrice prescindendo da un evento intermedio di effettiva alterazione del prezzo di uno o più strumenti finanziari, che è invece ritenuto indispensabile dalla scienza economica nelle procedure di *market abuse detection* (71). La scelta del legislatore trovava il proprio fondamento politico-criminale, ovviamente, nello scopo di alleggerire il peso probatorio delle fattispecie e di anticipare il più possibile la soglia di consumazione del reato, a costo di abbandonare i risultati raggiunti dagli studi empirici sul fenomeno da regolare *normativamente*.

comunicato da parte dell'emittente alla società di gestione del mercato come di un'azione con cui l'emittente rende pubblica l'informazione rilevante ai sensi dell'art. 114 t.u.f. Adempito all'obbligo di comunicazione alla società di gestione, null'altro l'emittente avrebbe potuto compiere per manipolare il mercato e poiché, ulteriormente, la società di gestione del mercato non possedeva poteri valutativi e discrezionali in ordine all'inoltro al mercato della comunicazione ricevuta, doveva ritenersi che, con l'adempimento dell'obbligo di invio alla società di gestione, si consumasse anche il reato di manipolazione.

(71) Si rinvia ai già citati contributi di dottrina economica, BARUCCI E., *Market*, cit.; v. anche BARUCCI E.-FARALLI V., *Una metodologia*, cit., 515; MINENNA M., *L'individuazione*, cit.

Per una sorta di eterogenesi dei fini, la costruzione della manipolazione come reato di pura condotta incentrato sul *mero pericolo di alterazione dei corsi mobiliari*, anziché su un'effettiva alterazione dei prezzi (a sua volta pericolosa per gli investimenti allocati sul mercato manipolato), lungi dal semplificare l'accertamento processuale, lo ha complicato, inducendo l'enucleazione di un ulteriore estremo fattuale, la cui prova è necessaria per la dimostrazione della pericolosità della condotta e l'affermazione della responsabilità penale.

Nonostante il legislatore abbia cercato di estromettere dall'orizzonte della fattispecie l'effettivo impatto destabilizzante della condotta sul prezzo del titolo coinvolto in una manipolazione, il processo lo ha riproposto come tappa imprescindibile del giudizio penale.

La causa di tale fenomeno ci sembra facile a dirsi. L'idoneità all'alterazione sensibile dei prezzi è di per sé un parametro concettuale idoneo a distinguere con chiarezza le condotte manipolative, che sono tali in quanto pericolose per la stabilità dei prezzi degli strumenti finanziari, da quelle non manipolative in quanto non pericolose per l'andamento del mercato. Ciò che manca al concetto di idoneità alla sensibile alterazione dei prezzi è, invece, la praticabilità processuale, soprattutto con riferimento ad un segmento dell'incriminazione, quello dell'impiego di «altri artifici», non altrimenti definiti, che è strutturalmente correlato al contesto della condotta (72).

Il concetto di 'artificio concretamente idoneo ad alterare sensibilmente i prezzi' è, infatti, come detto in precedenza (73), correlato all'ambiente in cui viene tenuta la condotta: per essere verificato processualmente, ma ancor prima per essere apprezzato come fatto, necessita di un portato cognitivo ulteriore rispetto alla mera dimostrazione che una condotta finanziaria speculativa è stata tenuta sul mercato; sono, infatti, indispensabili i dati concernenti la situazione reale del mercato nel momento antecedente e susseguente all'integrazione della condotta (74).

(72) Per una più ampia riflessione sul significato e la funzione del concetto di alterazione sensibile cfr. *infra*, Parte III, cap. III, §§ 1 e ss.

(73) Il rinvio è alle riflessioni svolte nella Parte II del presente lavoro, cap. II, § 3.

(74) La condotta artificiosa, e quindi manipolativa, non è tale in forza di connotati intrinseci e strutturali, nemmeno quando si presenta come diffusione di notizie false o compimento di operazioni simulate: anche le forme 'nominate' di manipolazione del mercato devono, infatti, essere ingannevoli. Si ricordi, infatti, che il concetto di 'artificio' racchiude le condotte di diffusione di notizie false e di compimento di operazioni simulate,

In definitiva, una condotta è artificiosa, in quanto idonea ad alterare i prezzi di un titolo, *alla luce dei peculiari rapporti che essa intrattiene con il contesto in cui viene tenuta*, rapporti che la rendono fuorviata per il pubblico degli investitori che ne ha percezione. Ne deriva che la condotta descritta nella fattispecie di manipolazione del mercato, per quanto idonea in astratto a discernere con chiarezza la condotta speculativa lecita dalla turbativa illecita, non è processualmente dimostrabile se si prescindono dai suoi effetti concreti sul mercato. Il pericolo di alterazione dei prezzi è, per se, un concetto privo di un programma di azione che assegni al giudice parametri cognitivi per riscontrarlo nella concretezza di un processo e richiede di essere correlato allo stato del mercato successivo all'integrazione della condotta.

Si è sostenuto recentemente che l'impiego di concetti non dimostrabili processualmente, alternativamente, due conseguenze tipiche: l'abbandono dell'accertamento in concreto di un elemento del fatto tipico, con conseguente attestazione del giudizio su schemi presuntivi, o l'arricchimento della fattispecie sostanziale con dati e fatti ad essa estranei (75). Nel caso della fattispecie di cui all'art. 185 t.u.f. sembra si sia verificato il secondo fenomeno: è stato processualmente introdotto l'evento di alterazione sensibile per dimostrare, *ex post*, la pericolosità della condotta rispetto alla stabilità del mercato finanziario.

che ne rappresentano, anzi, l'esemplificazione. Si veda quanto detto nella Parte II, cap. II, § 2.

(75) Come sottolineato in un recente intervento di Carlo Sotis (*Formule sostanziali e fruibilità processuale: i concetti penalistici come "programmi di azione"*, in *Dir. pen. proc.*, 2009, 1149) «da frattura tra norma incriminatrice e dimostrabilità non giunge mai alla dichiarazione di illegittimità costituzionale (leggendo con attenzione la – splendida – sentenza sul plagio, ci si rende conto che questa aveva a che fare più con la fondatezza empirica di una condotta che non con la sua dimostrabilità), ma a due altri esiti, diametralmente opposti. A volte si registra un arricchimento del momento dell'accertamento (in questo è paradigmatica la storia del nesso di causalità tra condotta ed evento); altre volte si verifica invece uno scavalcamento totale dell'accertamento (e qui assolutamente paradigmatico è – come abbiamo ascoltato – la valutazione del contributo del compartecipe)».

### CAPITOLO III

#### IL PARAMETRO DELL'ALTERAZIONE SENSIBILE DEL PREZZO DEGLI STRUMENTI FINANZIARI: SIGNIFICATO DOMMATICO E POLITICO-CRIMINALE

SOMMARIO: 1. Posizione del problema: l'indeterminatezza della soglia di punibilità dell'alterazione sensibile dei prezzi. – 2. Le condizioni di compatibilità con il principio di determinatezza dell'espressione «sensibile alterazione del prezzo degli strumenti finanziari». – 3. Il significato del concetto di alterazione nell'ambito della fattispecie penale di manipolazione del mercato. – 3.1. La sensibilità della variazione dei prezzi di mercato. – 4. La funzione della clausola della «sensibile alterazione» nel sistema di illeciti in materia di manipolazione del mercato.

#### 1. Posizione del problema: l'indeterminatezza della soglia di punibilità dell'alterazione sensibile dei prezzi.

La manipolazione del mercato, in base al disposto degli artt. 2637 c.c. e 185 t.u.f., è punibile a condizione che la condotta artificiosa sia idonea a incidere in maniera significativa sul prezzo di uno o più strumenti finanziari. Emerge dal significato letterale delle disposizioni in analisi una stretta connessione tra il profilo quantitativo dell'alterazione dei prezzi e la punibilità della condotta tipica: di qui discende la riconducibilità della espressione «alterazione sensibile» al tema delle soglie di punibilità.

La legislazione penale ha conosciuto, di recente, un cospicuo impiego di tali strumenti di definizione dell'ambito del punibile, dalla riformulazione della fattispecie codicistica di usura, alla 'consolidazione'

dei reati ambientali (1), passando per le riforme dei reati tributari e di quelli societari, rispettivamente del 2000 e del 2002.

Tra le soglie di punibilità presenti nel nostro ordinamento, alcune si manifestano in forma *quantitativa*, ovvero tramite un espresso riferimento numerico, altre in forma *qualitativa*: in questa seconda ipotesi, il legislatore ricorre a concetti che solo in apparenza esprimono un riferimento *quantitativo*, poiché in realtà veicolano – per la propria indeterminatezza – una *valutazione qualitativa* dell'interprete sulla rilevanza della condotta.

Le disposizioni in tema di agiotaggio e manipolazione del mercato sembrerebbero rifarsi al modello della soglia *qualitativa*, riferendosi all'elemento della *sensibilità dell'alterazione*. La definizione di quest'ultimo elemento qualitativo è peraltro molto complicata, poiché la *sensibilità* qualifica un estremo della situazione tipica che non si è storicamente verificato, ma ha carattere meramente prognostico: l'alterazione, rispetto alla quale misurare la *sensibilità*, non deve, infatti, *concretizzarsi effettivamente*, poiché la fattispecie astratta si limita a considerarne il *pericolo* di realizzazione. La *sensibilità* è, quindi, una *qualifica* da apporre ad un'alterazione dei prezzi che è considerata dalla norma penale *in termini meramente potenziali*.

Si tratta di un elemento di discontinuità rispetto al consueto operare delle soglie di punibilità, poiché queste ultime risultano invece strutturalmente collegate a dati e fatti verificatisi e rispetto ai quali forniscono i parametri di misurazione della rilevanza penale. La *sensibile alterazione*, lungi dall'essere una soglia di rilevanza di un *evento* (*misurabile* perché *esistente*), è un connotato *valutativo* di una *condotta*, più precisamente la *sensibilità* è un elemento *del giudizio di pericolosità* della condotta. La *sensibilità* dell'alterazione del prezzo di uno strumento finanziario rappresenta una *soglia indeterminata* riferita, paradossalmente,

(1) Si pensi che, ai sensi dell'art. 137, co. 5 d. lgs. 152/2006, la sanzione penale dello scarico di acque reflue industriali scatta in caso di *superamento dei valori limite sanciti nelle tabelle allegate al decreto* ovvero fissate dalle Regioni, dalle Province autonome o dall'autorità competente. L'art. 257 co. 1 del medesimo decreto punisce, invece, «chiunque cagiona l'inquinamento del suolo, del sottosuolo, delle acque superficiali o delle acque sotterranee con il superamento delle concentrazioni soglia di rischio [...]».

ad un *evento potenziale* che, a sua volta, definisce il *livello di capacità manipolativa* della *condotta* necessario ad integrare il reato (2).

Sulla scia delle contestate soglie di rilevanza del falso societario, il legislatore avrebbe potuto certamente identificare numericamente (3), ad esempio tramite un dato percentualistico, la variazione dei prezzi penalmente rilevante, ma tale soluzione sarebbe stata irragionevole, poiché avrebbe meccanicamente determinato la punibilità del comportamento manipolativo, senza possibilità di contestualizzare il fatto rispetto al tipo di mercato e di titolo oggetto della manovra speculativa.

In questo capitolo cercheremo di verificare anzitutto la 'tollerabilità costituzionale' di una soglia indeterminata (4) come quella di cui all'art. 185 t.u.f.: è indispensabile cioè accertare se essa offra un parametro di giudizio univoco o se, invece, rimetta alla scelta discrezionale del

(2) Lo stesso discorso vale per l'esempio più eclatante di 'normazione penale mediante soglie', costituito dalle falsità contabili di cui agli artt. 2621 e 2622 c.c. Nello stesso senso v., infatti, ROMANO M., *Teoria del reato, punibilità, soglie espresse di offensività (e cause di esclusione del tipo)*, in Dolcini E.-Paliero C.E. (a cura di), *Studi in onore di G. Marinucci*, II, Milano, 2006, 1729 s. Accenniamo qui che, a nostro parere, lungi dal rappresentare una condizione atinente alla *punibilità* del fatto di manipolazione, la *sensibile alterazione* rappresenta un estremo *del fatto tipico*, con le conseguenze pratiche, *in primis* in termini di imputazione soggettiva, che ovviamente ne discendono. Recente dottrina riconduce anche le altre soglie di punibilità al fatto e non alla punibilità intesa come quarta categoria della sistematica del reato, cfr. FALCINELLI D., *Le soglie di punibilità tra fatto e definizione normo-culturale*, Torino, 2007, 67 s., che sottolinea come i limiti quantitativi ricondotti all'espressione soglie di punibilità siano tutti afferenti al fatto tipico, come suoi elementi normativi, in funzione di specificazione di fattori numericamente identificabili. Con riferimento alle soglie quantitative di cui agli artt. 2621 e 2622 c.c., queste sono state oggetto di divergenti qualificazioni in dottrina: alcuni le hanno ricondotte al fatto tipico, come elementi di specificazione della clausola dell'alterazione sensibile (cfr., in questo senso, FOFFANI L., *La nuova disciplina delle false comunicazioni sociali (artt. 2621 e 2622)*, in Giarda A.-Seminarà S. (a cura di), *I nuovi reati societari: diritto e processo*, Padova, 2002, 289 e PADOVANI T., *Il cammello e la cruna dell'ago*, in *Cass. pen.*, 2002, 1604), altri alle condizioni obiettive di punibilità (v. SEMINARA S., *False comunicazioni sociali, falso in prospetto e nella revisione contabile e ostacolo alle funzioni dell'autorità di vigilanza*, in *Dir. pen. proc.*, 2002, 680).

(3) Le soglie quantitative, secondo alcuni, mirerebbero, infatti, a indicare stipulativamente un significato da attribuire ad un *definendum* presente nella fattispecie incriminatrice in forma non numerica, cfr. FALCINELLI D., *Le soglie*, cit., 76.

(4) Per determinatezza, Padova, 1979, 1) ha inteso l'idoneità di un dato ad essere precisamente conosciuto in sé stesso ed eventualmente nel significato che esso esprime, ma tale definizione di determinatezza è stata criticata da esponenti della filosofia del diritto che l'hanno ritenuta atecnica e tautologica, cfr. LUZZATI C., *La vaghezza delle norme giuridiche*, Milano, 1990, 375.



giudice l'identificazione del contenuto di un estremo del tipo. Procederemo poi, una volta definito il significato del concetto di *sensibilità dell'alterazione*, ad analizzare la *funzione* svolta dalla soglia in analisi nell'ambito della fattispecie penale di manipolazione del mercato; indagheremo, infine, i riflessi prodotti sull'elemento soggettivo dall'impiego di termini valutativi e tecnici per la costruzione del tipo criminoso.

2. *Le condizioni di compatibilità con il principio di determinatezza dell'espressione «sensibile alterazione del prezzo degli strumenti finanziari».*

La fattispecie penale di manipolazione del mercato ricorre ad un'espressione linguistica – la *sensibile alterazione* – che è difficilmente riconducibile alla tipologia degli elementi *descrittivi* o di quelli *normativi*: si tratta, infatti, di una coppia di termini che non delinea *dati di fatto sensorialmente percepibili*, né esprime concetti *comprensibili sul presupposto di una norma giuridica*: ci troviamo di fronte ad un *tertium genus* di elementi costitutivi della fattispecie penale, avente natura *valutativa* (5).

Mentre gli elementi *descrittivi* e quelli *normativi-giuridici* sono suscettibili di una *definizione*, grazie alla quale, con successivi *giudizi di realtà* o di *qualificazione giuridica*, è possibile identificare quali fatti, cose o condotte

(5) Sugli elementi valutativi, v. CONTENTO G., *Corso di diritto penale*, I, Bari, 1996, 51. Occorre segnalare da subito che in dottrina è solo apparentemente pacifica la distinzione che corre tra elementi *normativi* ed elementi *descrittivi*: premesso un generale 'tasso di normatività' proprio di tutti gli elementi della fattispecie, proprio in quanto accolti in una norma giuridica (come sottolineato da RUGGIERO G., *Gli elementi normativi della fattispecie penale*, Napoli, 1965, 153), la distinzione si incentrerebbe sul processo conoscitivo necessario per l'attribuzione di significato al concetto normativo ed a quello descrittivo: per l'elemento *descrittivo* si imporrebbe la *ricognizione* della realtà naturalistica, per quello *normativo* l'*interpretazione di una norma giuridica o etico-sociale* diversa da quella penale in cui è contenuta, con l'ovvia conseguenza che, nel caso del rinvio a una norma di cultura, il meccanismo di identificazione può essere molto più complesso. Dietro l'apparente univocità della riflessione penalistica si agitano, però, contrasti in ordine alla stessa definizione degli elementi normativi del fatto tipico: in ordine ad essi si rende, perciò, necessaria una preliminare definizione stipulativa, che fondi una condizione del discorso sui principali elementi costitutivi della norma penale a tutela di interessi patrimoniali. Gli elementi *normativi giuridici* si caratterizzano, come già detto, per un rinvio dalla norma penale che li contiene ad una *norma giuridica* che fornisca le condizioni di uso del concetto normativo stesso; essi *non implicano necessariamente una valutazione da parte dell'interprete*, intesa come giudizio di osservanza o violazione rispetto ad un parametro esterno alla fattispecie.

debbono esservi sussunti, la riconduzione del concetto *valutativo* – e della *fattispecie penale* che lo contiene – ad una classe di situazioni concrete, passa attraverso la *formulazione di un giudizio di valore da parte dell'interprete*, che viene effettuato, come vedremo (6), alla luce del parametro che il concetto stesso offre (7). Gli elementi *valutativi*, come quelli *normativi giuridici*, determinano un'*integrazione della fattispecie penale*, ma non si riferiscono ad una norma giuridica *diversa da quella incriminatrice*, bensì ad un *criterio di valutazione di natura tecnica o etico-sociale* (8).

La valutatività del tipo legale (9) è particolarmente pregnante nel contesto del diritto penale finanziario rispetto al diritto penale tradizionale a tutela del patrimonio, che pure contempla elementi di questo genere (10). È infatti spesso impossibile descrivere comportamenti illeciti in un contesto economico avanzato, discernendoli da quelli leciti *sulla sola base* di elementi *descrittivi* e *normativo-giuridici*: esclusivamente tramite l'inserzione nel tipo di vere e proprie clausole aperte, che 'radichino' l'illecito ai contenuti *tecnico-economici* dei comportamenti disvolti, le norme penali acquisiscono significato e capacità tipizzanti (11).

(6) Cfr., *infra*, in questo capitolo, §§ 3 ss.

(7) Sulla necessità, per gli elementi valutativi, di un giudizio di valore da parte dell'interprete, PALAZZO F., *Il principio*, cit., 350 ss.

(8) Sulla distinzione tra elementi valutativi e normativo-giuridici, RISICATO L., *Gli elementi normativi della fattispecie penale*, Milano, 2004, 194, 203.

(9) La nozione di 'tipo' esprime per Palazzo (*Il principio*, cit., 350 ss.) un'unità omogenea di disvalore che unifica la molteplicità delle fattispecie concrete in un modello unitario di fatto.

(10) Sulla valutatività di molti elementi 'chiave' delle fattispecie a tutela del patrimonio, MANTOVANI F., *Diritto penale, P.le spec., Delitti contro il patrimonio*<sup>3</sup>, Padova, 2009, 14.

(11) Il carattere *valutativo* di un elemento della fattispecie può 'convivere' con la natura *normativa* dell'elemento stesso. Ciò avviene quando un termine si riferisce *ad una norma giuridica diversa da quella di cui fa parte*, ma acquista il proprio significato definitivo *dopo un giudizio di valore operato da parte dell'interprete* alla luce della norma giuridica extrapenale richiamata: esemplare è il caso delle *clausole di illiceità speciale*. I concetti *valutativi* rappresentano un *tertium genus* di elementi costitutivi della fattispecie, accanto a quelli *descrittivi* e *normativi*: ora occorrerebbe precisare che si tratta di una *qualità* che un elemento del tipo può possedere *in via esclusiva* – ci si trova qui in presenza di un elemento valutativo *in senso stretto* – o *in aggiunta* al proprio carattere di elemento normativo, dando luogo ad un concetto *normo-valutativo*. Occorre, quindi, distinguere tra gli elementi valutativi del tipo: alcuni sono dei veri e propri elementi normativi giuridici (a volte *sub specie* di clausole di illiceità speciale), altri sono elementi valutativi non giuridici, ma tecnici, come la nozione di *sensibile alterazione del prezzo* di cui all'art. 185 t.u.f. Solo la prima tipologia di elementi manifesta una cooperazione tra norme giuridiche ubicate in luoghi differenti dell'ordinamento, per cui

L'atteggiarsi del fatto tipico in senso accentuatamente normativo e strettamente valutativo dipende quindi dalle *caratteristiche peculiari dell'oggetto di regolazione* – la realtà economica –, ma, oltre a ciò, dalla *dinamicità e mutevolezza dei tratti di illiceità dei comportamenti economici* in rapporto al sistema di scambi in cui vengono posti in essere e *dall'emergere di sempre nuove modalità di speculazione illecita*, anche la natura camaleontica dell'illecito concorre a determinare l'esigenza di una fattispecie penale più 'malleabile' (12).

L'elemento della *sensibile alterazione* se, da un lato, rende più flessibile l'incriminazione, dall'altro lato immette nel fatto tipico descritto dall'art. 185 t.u.f. un dato potenzialmente 'pericoloso' per la legalità della fattispecie (13): l'interprete concorre a definire, attraverso una propria valutazione, il significato di un estremo cruciale del tipo, che altrimenti rimarrebbe *indefinito* (14).

Il ricorso ad elementi normativi *giuridici non valutativi* è compatibile con il principio di determinatezza, poiché essi sono in grado di rimandare ad un campo di significato preciso e non controverso. La

il significato della fattispecie viene determinato dalla lettura sinottica di due disposti normativi. Per essere considerato *normativo*, un elemento della fattispecie penale deve rinviare ad una disposizione extrapenale che definisce le condizioni per l'applicazione di esso: la norma *extrapenale* 'entra in comunicazione' con quella *incriminatrice*, fornendo, appunto, le 'condizioni di uso' dell'elemento normativo. È perciò evidente come, dal punto di vista del principio di legalità, gli elementi normativi sono autonomi semanticamente dalla fattispecie extrapenale, che si limita a definirne i criteri applicativi. Sul tema v., ampiamente, RISCATO L., *Gli elementi*, cit., 176 ss.

(12) Sulla tendenza al mutamento della realtà economica ed i riflessi in ordine alla tecnica di tutela penale, v. TIEDEMANN K., *Tecnica legislativa nel diritto penale economico*, in *Riv. trim. dir. pen. ec.*, 2006, 1 ss. Riconosce come i concetti valutativi siano l'unico strumento per il cui tramite il legislatore possa intervenire in materie particolarmente complesse LENCKNER T., *Wertausfüllungsbedürftige Begriffe im Strafrecht und der Satz "nullum crimen sine lege"*, in *Jus*, 1968, 255, citato da RISCATO L., *Gli elementi*, cit., 201, nt. 42.

(13) Per quest'approccio, cfr. RISCATO L., *Gli elementi*, cit., 81.

(14) Sulla indeterminatazza dell'espressione *sensibile alterazione* DI AMATO A., *Gli abusi di mercato*, in Id. (a cura di), *I reati del mercato finanziario*, in Id. (diretto da), *Trattato di diritto penale dell'impresa*, IX, Padova, 2007, 148 e SEMINARA S., *L'aggiotaggio*, cit., 558. In particolare, MUSCO E., *Diritto penale societario*, Milano, 1999, 324, già in riferimento al concetto di *price sensitivity*, sottolineava che giudicare dell'idoneità *ex ante* in concreto di una condotta a modificare il prezzo di un titolo, sulla base delle conoscenze personali dell'autore del fatto e di quelle generali note, equivalesse ad affidarsi a valutazioni approssimative, incerte, veicolo di valutazioni discrezionali del giudice. Ritiene incompatibile l'attributo sensibile con il principio di legalità anche AZZALI G., *Lineamenti dei delitti di aggiotaggio nell'attuale legislazione*, in *Riv. trim. dir. pen. ec.*, 1998, 767.

disposizione *penale* prevede un elemento che possiede un autonomo significato, mentre quella *extrapenale* fornisce all'interprete le mere coordinate esegetiche per comprendere se il caso concreto ricada entro la sfera di significato dell'elemento normativo stesso: *non vi è*, insomma, *alcuna integrazione metalegale del precetto* (15). Una volta introdotto nella fattispecie, l'elemento normativo giuridico è cristallizzato nel suo significato, divenendo 'fattuale' (16) al pari di ogni altro elemento descrittivo presente al suo fianco.

Non altrettanto si può dire per gli elementi *valutativi* (tanto normativi, che tecnici), la determinatezza dei quali dipende dal parametro richiamato e soprattutto dalla capacità di quest'ultimo di restringere la gamma di significati possibili dell'elemento ad un area sufficientemente circoscritta (17).

(15) Sulla non integrazione della fattispecie penale che contempra elementi giuridici, MARINUCCI G.-DOLCINI E., *Corso di diritto penale*, Milano, 2001, 138; in precedenza, v. BRICOLA F., *La discrezionalità nel diritto penale. Nozioni e aspetti costituzionali* (1965), ora in Canestrari S.-Melchionda A. (a cura di), *Scritti di diritto penale. Opere monografiche*, Milano, 2000, 188.

(16) PULITANO D., *L'errore di diritto nella teoria generale del reato*, Milano, 1976, 216, parla, infatti, della norma giuridica extrapenale richiamata dall'elemento normativo come di un *fatto tra i fatti*.

(17) Se si guarda al tipo penale in materia economica, trova conferma l'impostazione, recentemente proposta in dottrina (il riferimento è a RISCATO L., *Gli elementi*, cit., 202 ss.), per cui alla tradizionale dicotomia tra elementi *descrittivi* ed elementi *normativi* dovrebbe essere sovrapposta, fino forse a soppiantare la prima, la distinzione – più graduabile – tra *elementi valutativi* e *avalutativi*. Spesso la classificazione di un elemento di fattispecie come normativo o descrittivo, oltre ad essere controvertibile, si rivela al contempo inutile, in quanto è irrilevante *sul piano della tassatività e determinatezza* della fattispecie. Dal punto di vista della determinatezza rileva maggiormente il ricorso ad elementi *non valutativi* (descrittivi o meramente normativi) piuttosto che *valutativi*. Sull'importanza della dicotomia appena accennata, v. RISCATO L., *Gli elementi*, cit., 212 ss., che distingue (218 ss.) tra elementi descrittivi e normativi giuridici, da una parte, ed elementi valutativi, dall'altra, poiché solo i secondi porrebbero problemi di tassatività alla fattispecie ed inoltre integrerebbero sempre il senso del divieto. Si noti che anche nella dottrina tedesca si ritiene che il fatto tipico sia per la maggior parte dei casi un insieme di elementi bifronti, al contempo descrittivi e normativi, con prevalenza dell'uno o dell'altro profilo, cfr. ROXIN C., *Deruho penal, P.te gen.*, I, Madrid, 1997, 282. Tornando al panorama italiano, già da tempo, PALAZZO F.C., *L'errore sulla legge extrapenale*, Milano, 1974, 46, ha distinto, entro la categoria degli elementi normativi, gli elementi definitivi da quelli valutativi (i primi assimilabili agli elementi descrittivi, i secondi incidenti sul significato del precetto). È da assecondare, pertanto, la convinzione che gli elementi valutativi non debbano essere ricondotti alla dicotomia 'elementi descrittivi' vs 'elementi normativi', poiché la valutatività è predicato compatibile tanto con i primi quanto con i secondi, pur differenziandosi da entrambi. L'elemento valutativo, infatti, da una parte, non necessariamente rinvia ad una

Il rischio implicato dal ricorso all'elemento valutativo è quello dell'eccessiva indeterminazione di un elemento della fattispecie penale, che è un costo inaccettabile per il diritto penale dei mercati mobiliari. Da un punto di vista *giuridico*, l'indeterminazione comporta l'incertezza sulla liceità o illiceità del proprio comportamento e, da un'angolazione prettamente *economica*, un aumento intollerabile dei costi di informazione sulle coordinate normative del mercato. Se, infatti, la fattispecie penale possiede un ambito applicativo 'dai confini mobili', eccessivamente variabile a seconda dell'interpretazione del concetto valutativo operata dal giudice, l'agire economico degli attori del mercato, in qualsiasi posizione si trovino, appare gravato da oneri informativi che danneggiano grandemente la corretta allocazione degli investimenti; l'intervento punitivo, da fattore di *protezione* del bene giuridico si tramuterebbe così in ulteriore modalità di *offesa* ad esso.

L'indeterminazione degli elementi valutativi è stata sottolineata di recente in dottrina (18) con riferimento a quegli elementi che rinviano a criteri di valutazione di tipo socioculturale, esemplificati egregiamente dal concetto di 'oscenità' contemplato nella fattispecie di *atti osceni* di cui all'art. 527 c.p. È evidente, tuttavia, come anche molte espressioni che costituiscono un rinvio implicito a regole tecnico-economiche possano presentare margini di incertezza più o meno ampi (19).

Occorre, però, a questo punto procedere ad una serie di precisazioni terminologiche circa l'accezione del termine indeterminazione. Occorre, in primo luogo, distinguere tra il problema della possibile *indeterminazione* dell'elemento dell'alterazione sensibile, da quello della sua *ambiguità*: ambiguo è infatti, in senso tecnico, solo quel termine che *può assumere significati distinti* e rispetto a cui il

precisa norma, dall'altra parte, non ha capacità autenticamente descrittiva di un dato della realtà. Su quest'ultimo punto, RISICATO L., *Gli elementi*, cit., 213. Trova quindi una parziale conferma, nel *subsistema* penale oggetto della nostra analisi, la constatazione di Roxin, secondo cui la maggior parte degli estremi del fatto tipico è un *mixtum compositum* di elementi descrittivi e normativi, cfr. ROXIN C., *Deraba*, cit., 306.

(18) Si vedano le riflessioni, in chiave problematica, di RISICATO, *Gli elementi*, cit., 193.

(19) Peraltro, elementi valutativi indeterminati, aventi natura di *standard* si ritrovano anche nelle maglie del codice penale, si pensi - a mero scopo esemplificativo - al concetto di «negligenza, imprudenza ed imperizia» di cui all'art. 43 c.p., al concetto di «onore e decoro» contemplato all'art. 594 c.p., allo «stato di bisogno» menzionato dall'art. 644 c.p.; al «biasimevole motivo» contenuto all'art. 660 c.p., ai «maltrattamenti» cui si riferisce l'art. 572 c.p., alla «misura notevole» dell'art. 499 c.p. e al concetto di «stretto necessario» impiegato all'art. 439.

contesto ove viene impiegato è incapace di indirizzare ad una sola tra le alternative interpretative (20). Ancora diverso è il profilo della *genericità* della fattispecie: la genericità è, infatti, solo il predicato di termini che si riferiscono indifferentemente ad una pluralità di situazioni diverse (21), senza per questo essere imprecisi ed indeterminati.

L'unico possibile sinonimo del concetto di *indeterminazione* è solo quello, elaborato dalla filosofia del diritto, di *vaghezza*: questo ultimo termine definisce la situazione in cui vi sono fattispecie concrete rispetto alle quali è impossibile decidere se vi sia corrispondenza con la fattispecie astratta prevista dalla norma legale, nemmeno ipotizzando la *piena prova dei fatti* che compongono la fattispecie concreta o la *perfetta conoscenza del diritto e del linguaggio giuridico* (22).

La fattispecie penale di manipolazione del mercato potrebbe risultare *vaga* perché accanto ad ipotesi centrali ed incontroverse di alterazione sensibile del prezzo di un titolo, si possono ipotizzare altrettanti casi-limite, in cui vi è assoluta incertezza se sussista o meno quella *qualità della condotta* che l'art. 185 t.u.f. descrive come «doneità a provocare una sensibile alterazione dei prezzi». Si tratta di una incertezza dipendente più che da una *carenza di informazioni* riguardo alla situazione ed all'evoluzione del mercato e dei prezzi nel caso concreto, dalla *controvertibilità di regole di significato* che definiscano le condizioni d'uso dell'espressione *alterazione sensibile* (23). Certo, si tratta di un

(20) Per questa definizione di ambiguità, AISSEN J-HANKAMER J., *Ambiguità*, in *Enc. Einandi*, I, Torino, 1977, 417 ss.

(21) Tale accezione di genericità è impiegata da LUZZATI C., *La vaghezza*, cit., 48.

(22) Sulla *vaghezza* come sinonimo di *indeterminazione*, LUZZATI C., *La vaghezza*, cit., 70. Altra parte della dottrina ho sottolineato come il riferimento frequente agli elementi indeterminati non debba essere inteso come comprensivo di tutti gli elementi della fattispecie che non siano rigorosamente descrittivi, per cui non siano cioè predeterminate, tramite essi, tutte le modalità giuridicamente rilevanti della condotta, ma solo di quegli elementi che esigano un'ulteriore opera di apprezzamento da parte del giudice, sulla base di parametri valutativi non sempre rigorosamente individuabili, cfr. MESSINA S., *La discrezionalità nel diritto penale*, Roma, 1948, 178 ss.

(23) Per una definizione di *vaghezza/indeterminazione* come «impossibilità che regole di significato risolvano tutte le questioni che potrebbero sorgere sull'uso delle parole», cfr. LUZZATI C., *La vaghezza*, cit., 3. Più specificamente, la *vaghezza* in cui si imbatte l'interprete rispetto all'art. 185 t.u.f. costituisce un'ipotesi di *incertezza estensionale*, posto che è noto il nucleo dell'espressione alterazione sensibile, ma *non si è certi dell'applicabilità dell'espressione ai casi limite* (per una distinzione tra *vaghezza intensionale* ed *estensionale* cfr. CARNAP R., *Significato e sinonimia nei linguaggi naturali*, in ID., *Significato e necessità*, Firenze, 1976, 372); viceversa *non si tratta di un caso, forse più grave, di incertezza intensionale*, che è quell'ipotesi in cui non è fissato con certezza il *numero delle proprietà* che connotano un nome o un predicato. Per quest'ultima accezione di *vaghezza intensionale*, cfr. PAP A., *Semantics and Necessary Truth. An Inquiry into the Foundations of Analytic Philosophy*, New Heaven-London,

fenomeno assolutamente comune a tutti i termini che compongono un linguaggio costruito artificialmente, cosicché anche espressioni numeriche, in infinitesima misura, sono indeterminate (24): è opportuno allora precisare che l'indeterminatezza di cui si parla in riferimento all'«alterazione sensibile» è espressione di un fenomeno graduale e proprio della comunicazione verbale umana, che si manifesta, con incidenza variabile, rispetto ad ogni espressione linguistica (25).

1966, 430. Da altro punto di vista, il fatto che il termine alterazione sensibile sottenda un concetto di misura, potrebbe apparire come una *vaghezza di grado*, definita da Alston (cfr. ALSTON W.P., *Filosofia del linguaggio*, Bologna, 1971) come la mancanza di confini precisi tra l'applicazione o non applicazione di un termine lungo una scala quantitativa.

(24) Per una concezione gradualistica dell'indeterminatezza e per il riferimento alla vaghezza anche di termini numerici, cfr. LUZZATI C., *La vaghezza*, cit., 353 ss.

(25) Il punto è colto con chiarezza, proprio a proposito dell'aggiotaggio e del concetto di alterazione sensibile, da Cass., sez. V, 25 gennaio 2005, in *Banca, Borsa tit. cred.*, 2006, 265, che afferma: «Si può perciò concludere che il principio di determinatezza è un valore di tendenza, che va comunque perseguito, anche se la sua effettiva realizzazione può essere solo maggiore o minore, giammai assoluta. E una piena consapevolezza della relatività del principio è dimostrata anche dalla giurisprudenza costituzionale, che dichiaratamente tende a fissare i criteri ragionevoli di una determinatezza "sufficiente" delle norme penali; tanto che in molte sentenze si è enfatizzata la possibilità di attribuire comunque, in sede di interpretazione giurisprudenziale, un significato linguistico anche a formule normative vaghe (C. cost., 16 dicembre 1970, n. 191, con riferimento alla definizione dell'osceno, C. cost., 3 marzo 1972, n. 42, con riferimento al concetto di "morale delle famiglie" rilevante ai fini della violazione degli obblighi di assistenza familiare; C. cost., 13 giugno 1983, n. 169, con riferimento alla natura dell'attività di ragioniere rilevante ai fini dell'abusivo esercizio della professione; C. cost., 30 gennaio 1974, n. 20, e C. cost., 31 luglio 1989 n. 479, con riferimento al concetto di "vilipendio" rispettivamente negli art. 290 e 403), anche se si riconosce che non è in discussione una qualsiasi idoneità comunicativa del linguaggio normativo, ma si richiede un'efficacia denotativa tale da individuare con la massima precisione il tipo di comportamento offensivo qualificato di illecità. In particolare la Corte si è frequentemente ancorata al "diritto vivente" per escludere la indeterminatezza sia di norme cui la giurisprudenza di legittimità abbia comunque restituito un univoco contenuto normativo (C. cost., 18 gennaio 1989 n. 11); sia di norme di cui la giurisprudenza non avesse offerto ancora un'interpretazione univoca (C. cost., 31 luglio 1989 n. 472). Nel caso in esame la condotta criminosa risulta sufficientemente determinata da un chiaro riferimento alla sua natura "manipolativa", così definita mediante concetti ben sperimentati, come quelli che individuano le modalità "artificiose" delle operazioni e il risultato di "alterazione" del mercato che ne consegue; mentre il richiamo all'esigenza che siano "sensibili" le variazioni di mercato indotte contribuisce a connotare la condotta di alterazione e svolge quindi nella fattispecie una funzione meramente esplicativa degli elementi costitutivi dell'illiceità, rispetto alla quale è da ritenere tollerabile una maggiore elasticità espressiva, una volta individuato il tipico contenuto di disvalore del fatto (C. cost., 16 maggio 1989, n. 247, C. cost., 28 gennaio 1991, n. 35, con riferimento all'esigenza che sia individuato il fatto idoneo a "caratterizzare l'intero disvalore offensivo tipico" dell'illecito).

Posto che l'indeterminatezza è in fenomeno *inevitabile*, poiché connesso al linguaggio, e *graduabile*, il discorso deve spostarsi sul *grado di indeterminatezza* compatibile con il diritto penale: possiamo dire che il livello di vaghezza di un elemento valutativo è accettabile quando permanga per l'interprete la concreta possibilità di rinvenire un *parametro certo per l'effettuazione di una valutazione sul caso concreto* (26). Se, viceversa, i parametri di concretizzazione dell'elemento valutativo sono mutevoli e relativi, il campo semantico dell'elemento valutativo si dilata in modo eccessivo ed il criterio di determinazione di significato svanisce fino a essere sostituito dalla mera sensibilità politico-criminale dell'interprete. La situazione interpretativa che ne deriva è insostenibile per il sistema penale, poiché risulta impossibile *individuare il parametro esterno* alla norma penale o *quest'ultimo è inidoneo ad esprimere una regola univoca* per il caso concreto, per cui la gamma di possibili significati che l'elemento valutativo può veicolare è così estesa da permettere l'assunzione di decisioni anche diametralmente opposte (27).

L'indeterminatezza (o vaghezza) di un elemento della fattispecie penale può essere considerata un fenomeno graduale che da un massimo di *indefinitività* di un elemento, intollerabile per l'ordinamento, giunge ad un grado minimo, legittimo, individuabile *nella mera elasticità* di un estremo del tipo. Un elemento è elastico, e quindi indeterminato *in modo accettabile* per il sistema penale, quando si riferisce a realtà quantitative o a fenomeni temporali senza concretizzarli in termini numerici, ma indicando con precisione il parametro valutativo cui ricorrere per qualificare un caso concreto (28). Anche nella

Sembra ragionevole ritenere infatti che non sia possibile definire come alterazione una variazione dei prezzi che non sia sensibile».

(26) Così, RISICATO L., *Gli elementi*, cit., 201.

(27) Sulle ipotesi di indeterminatezza di elementi descrittivi, valutativi ed elastici, cfr. BRICOLA F., *La discrezionalità*, cit., 188.

(28) Il tema della determinatezza è stato accostato alla struttura elastica o rigida degli elementi della fattispecie: tutti i possibili elementi di fattispecie penali, tanto descrittivi quanto normativi, sono stati distinti in *rigidi*, *elastici* o *vaghi*; per questa tricotomia, MANTOVANI F., *Diritto penale, P. te. gen.* 5, Padova, 2007, 64 ss. Sarebbero *elastici* gli elementi – sia giuridici sia descrittivi – che si riferiscono ad elementi della realtà non determinabile a priori o non definiti dal legislatore. Si pensi ad es. al concetto di *pericolo*: tale elemento è sufficientemente determinato in quanto nel nostro sistema la sua interpretazione deve essere condotta alla luce del principio di offensività. Un altro elemento descrittivo elastico è rappresentato dal concetto di incesto (art. 564 c.p.), che fa riferimento ad un elemento della realtà materiale, ma non definito da nessuna norma giuridica e, perciò, necessità di

giurisprudenza della Cassazione – proprio con riferimento alle norme di tema di agiotaggio – sembra tramontata l'idea che la *determinatezza* della fattispecie sia una qualità monolitica e appare crescente la convinzione che si tratti di un carattere semmai graduabile, un risultato da raggiungere per successive aggiunte, non necessariamente ad opera della stessa autorità che ha posto la norma:

«Non occorre che la fattispecie legale descriva specificatamente il fatto incriminato, basta che la stessa renda possibile determinare la condotta sanzionata [...]. Nel caso in esame la condotta criminosa risulta sufficientemente determinata da un chiaro riferimento alla sua natura manipolativa così definita mediante concetti ben sperimentati come quelli che individuano le condotte artificiose delle operazioni e il risultato di alterazione del mercato che ne consegue [...]. È da ritenere tollerabile una maggiore elasticità espressiva una volta individuato il tipico contenuto di disvalore del fatto» (29).

### 3. Il significato del concetto di alterazione nell'ambito della fattispecie penale di manipolazione del mercato.

I profili problematici dell'espressione «sensibile alterazione» sembrerebbero riferirsi solo alla qualifica «sensibile» e non al termine *alterazione*: quest'ultima locuzione, seppure generica, rende esplicito

un'integrazione interpretativa del giudice. Sugli elementi elastici della fattispecie penale, cfr. anche BRICOLA F., *La discrezionalità*, cit., 70.

(29) Cass., Sez. V, 25 gennaio 2005, in *Banca, Borsa tit. cred.*, 2006, 265. Cfr., in argomento, BRICOLA F., *La discrezionalità*, cit., 178 ss., il quale sottolineava come l'elemento valutativo, rinviando ad una fonte esterna (giuridica, ovvero non giuridica) come parametro per la determinazione della regola del caso concreto, integrasse, dal punto di vista del procedimento di formazione della norma penale, un'ipotesi di formazione sintetica e, dal punto di vista della struttura della stessa, un fenomeno di etero-integrazione della norma legale: tale integrazione poteva essere parziale, poiché l'elemento valutativo costituisce solo uno tra gli elementi del tipo – come nel caso dell'ingiustizia nel delitto di furto – ovvero totale, in quanto l'elemento costituisce il fulcro tipizzante della fattispecie, come nel caso dell'abuso nel caso dell'abuso dei mezzi di correzione e disciplina (art. 571 c.p.). Già Cordero (CORDERO F., *Le situazioni soggettive nel diritto penale*, Torino, 1956, 168 ss.), con riferimento a casi in cui il modello normativo presenti una indeterminazione intenzionale e l'incriminazione debba essere completata dal risultato di una valutazione demandata al giudice, aveva parlato di eterointegrazione e di fattispecie e formazione frazionata; in quest'ultimo caso, la tipicità risulterebbe dagli estremi specificamente previsti di una norma e da un ulteriore elemento, frutto di una valutazione successiva. Sulle fattispecie a formazione frazionata, v. anche BRICOLA F., *Fatto del non imputabile e pericolosità*, Milano, 1961, 12.

l'intendimento del legislatore di riferirsi a forme di *adulterazione dell'incrocio tra domanda ed offerta* sul mercato (30).

In realtà, dietro ad entrambe le formulazioni letterali si nascondono debolezze concettuali di non poco momento, che meritano una sia pur breve analisi.

Cominciando dall'estremo dell'*alterazione*, risulta evidente che si tratta di un'espressione alquanto chiara nel proprio nucleo concettuale, coincidente con la corruzione della naturale conformazione di una data entità, con la deviazione da *standards* attesi.

I confini semantici del concetto si specificano però necessariamente a seconda dell'oggetto che subisce il processo di adulterazione e solo in funzione di esso il termine *alterazione* può acquistare un significato univoco. Ciò emerge bene proprio dal confronto tra alcune incriminazioni fondamentali del diritto penale dell'economia: oltre all'art. 185 t.u.f. (e alla figura finitima dell'art. 2637 c.c.) rileva un'altra coppia fattispecie formata dagli artt. 2621 e 2622 c.c.

Nelle incriminazioni della codice civile l'alterazione si riferisce alla rappresentazione economica, patrimoniale e finanziaria della società o del gruppo. In questo contesto alterazione significa *difformità della reale situazione economico-fattuale* che avrebbe dovuto essere 'fotografata' dal bilancio, con particolare riferimento alle causali dei costi effettivamente sostenuti (31): alterazione non significa altro che 'difformità dal vero contabile'.

Ben diverso è invece lo scenario nell'ambito della manipolazione del mercato: qui l'oggetto dell'alterazione è il prezzo, ma come riferito, non esiste un prezzo naturale, in relazione al quale parametrare un'alterazione (32). Anche il prezzo che il mercato da registrare a seguito di operazioni manipolative riflette il complesso di negoziazioni compiute e non è distinguibile strutturalmente da quello che sarebbe stato fatto segnare in assenza di artifici. L'*alterazione dei prezzi* si

(30) Della stessa opinione, seppure con riferimento alla fattispecie di *insider trading* previgente, che contemplava il medesimo riferimento al concetto di sensibile alterazione, GIAVAZZI S., *Insider Trading: profili di incostituzionalità*, in *Soc.*, 2004, 344, nt. 3.

(31) ZANNOTTI R., *Il nuovo diritto penale dell'economia*, Milano, 2008, 160. Sul falso come alterazione sensibile, PULITANO D., *False comunicazioni sociali*, in Alessandri A. (a cura di), *Il nuovo diritto penale dell'economia*, Milano, 2002, 155 ss.

(32) V., *supra*, Parte I, cap. II, § 1 ss.

manifesta esteriormente come la mera *variazione delle quotazioni*, cioè appare in termini assiologicamente neutri, privi di disvalore.

Per di più, mentre l'alterazione della rappresentazione economica di un bilancio è un estremo *effettivo*, nell'ambito della manipolazione si tratta di un evento *potenziale*, che può essere solo ipotizzato in via prognostica e non può essere quindi misurato.

Proprio quest'ultima notazione induce a ritenere che l'alterazione dei prezzi non sia un estremo del tipo che seppure in modo potenziale, si pone in rapporto di alterità rispetto alla condotta, ma è una qualità dell'azione tipica: l'alterazione delle quotazioni è una capacità della condotta e risulta essere il doppio della artificiosità dell'operazione speculativa. Tra impiego di artifici e alterazione corre solo una differenza di prospettiva: concentrarsi sugli artifici implica l'adozione del punto di vista del manipolatore; guardare alla possibile adulterazione dei prezzi significa adottare il punto di vista del mercato che ne subisce le iniziative criminose.

In definitiva, ci pare che quello dell'alterazione dei prezzi siano uno 'pseudo-elemento' del fatto, poiché *nulla aggiunge* dal punto di vista selettivo e *non differisce* da una *variazione fisiologica* delle quotazioni. Esso è privo di disvalore, diversamente dagli altri elementi costitutivi e si limita a riflettere il significato criminoso di una componente ben più importante del tipo, quello dell'artificio. Ne deriva che lo stesso fenomeno economico-fattuale è una *variazione delle quotazioni* o un'*alterazione dei prezzi* a seconda che consegua (*rectius*: sia concretamente probabile che consegua) ad un'operazione speculativa lecita oppure manipolativa.

### 3.1. La sensibilità della variazione dei prezzi di mercato.

Chiarito che l'estremo dell'*alterazione* dei prezzi è un'illusione ottica, rifrazione numerica dell'artificiosità di un'operazione finanziaria, va ora detto che maggiori problemi sono sottesi al concetto della *sensibilità* della variazione artificiosa.

Come l'alterazione, la *sensibilità* non è una qualità di un evento storico, ma va analizzata dall'interprete in chiave potenziale. Al di là dei parametri da utilizzare, di cui subito ci occuperemo, non si deve

valutare se una variazione storica sia rilevante o meno, ma, con procedimento logico bizantino, se poteva esistere una variazione dei prezzi e se tale variazione poteva essere significativa. Si tratta di una valutazione doppiamente ipotetica e, criticità di non poco momento, da svolgere senza il solido sostegno di leggi scientifiche di settore, dato che la disciplina economica rileva un abuso di mercato solo a partire da effettive variazioni di indici concernenti prezzi, rendimenti e volumi di scambio e non si esprime in termini predittivi e valutativi a questo proposito (33).

La scienza economica non offre un appiglio per la definizione del concetto di sensibilità dell'alterazione: trattandosi di una disciplina tendenzialmente *avalutativa* e *descrittiva*, esorbita dai suoi scopi fissare una soglia di intollerabilità sociale di una manipolazione del mercato. Compete al diritto, al diritto penale nel nostro ordinamento, l'onere di risolvere il problema, interamente *valutativo* e *prescrittivo*, della definizione di una soglia di significatività dell'alterazione, alla luce di scelte politico-criminali.

*Ex ante*, è impossibile dire se una condotta manipolativa probabilmente determinerà o meno una sensibile alterazione dei prezzi: se *una stessa manovra speculativa*, per la combinazione di fattori concomitanti (attinenti allo specifico mercato in cui viene integrata, al titolo che ha ad oggetto ed a variabili macroeconomiche) *può produrre o non produrre* una variazione delle quotazioni di uno o più strumenti finanziari, ancora più improbabile è intravedere se l'alterazione sarà *sensibile* o meno.

Occorre una sintesi tra il punto di vista della *norma giuridica* e la *sostanza empirica del fenomeno da regolare*: il rischio è infatti quello di ricostruire la sensibile alterazione come una soglia di punibilità priva di senso compiuto, perché riferita ad un evento verso cui la fattispecie è indifferente (34).

(33) La dottrina economica fa dipendere infatti la possibilità di identificare fenomeni manipolativi dalla verifica di segnali successivi ad essa; in questo senso, cfr. BARUCCI E.-FARALLI V., *Una metodologia per l'individuazione di fenomeni di market abuse nei mercati finanziari*, in *Banca impr. soc.*, 2004, 515 ss.; più di recente, BARUCCI E., *Market Abuse Detection: profili teorici ed operativi*, reperibile alla seguente URL: [www.infogroup.it/conv\\_11\\_97\\_2006/Barucci\\_convegno\\_MF\\_11\\_07\\_06.pdf](http://www.infogroup.it/conv_11_97_2006/Barucci_convegno_MF_11_07_06.pdf).

(34) La valutazione che il giudice deve effettuare è quindi, al contempo, *empirica* e *teleologica*, cioè basata sulla *ratio legis*: tale operazione di 'attribuzione di senso', ogni volta che

La sensibilità è concetto che compare, sotto varie fogge, oltre che nelle fattispecie di false comunicazioni sociali, anche nel reato di abuso di informazioni privilegiate, tenuto conto che la definizione legislativa contenuta all'art. 181 t.u.f. la definisce un'informazione che un investitore ragionevole impiegherebbe per formare le proprie scelte di investimento.

Al di là delle differenze tra le fattispecie citate, poiché nei falsi contabili la sensibilità è riferita alla alterazione della capacità rappresentativa dei bilanci, nella manipolazione del mercato alla idoneità di una condotta a turbare i corsi mobiliari, mentre nell'*insider trading* alla capacità di un'informazione vera di influire sulle quotazioni, in tutti casi riferiti il carattere *sensibile* è un connotato economico riferibile a scelte di investimento. Ne deriva che *sensibile* è ciò che è rilevante per l'investitore (nel caso della falsità contabile si parlerà più correttamente del *destinatario della comunicazione sociale*).

A questo punto si apre un'alternativa *interpretativa* e, alla sua radice, un'opzione *politico-criminale*.

Concentrandoci sulla manipolazione (ma il medesimo discorso vale anche per le altre figure citate, con i dovuti adattamenti), è infatti possibile intendere l'investitore rispetto al quale parametrare la sensibilità dell'alterazione, come *un soggetto medio e ragionevole*, 'oggettivizzando' così l'accertamento della sensibilità stessa; è però anche possibile ritenere che la sensibilità vada misurata in rapporto agli *investitori concreti* che, caso per caso, occasionalmente si trovano ad operare in concomitanza dell'illecito.

Nella prima ipotesi l'accertamento dell'idoneità all'alterazione subisce una *semplificazione*, o meglio una parziale *astrazione*, poiché, come evidenziato anche nella manualistica del diritto penale commerciale (35), il concetto di ragionevole investitore medio è un concetto ideale o, meglio, irrealistico.

viene compiuta, impinge il senso stesso del precetto penale, definendone ampiezza e portata. Su questo tipo di giudizi, v. PALAZZO F.C., *Elementi quantitativi e loro ruolo nella struttura della fattispecie (a proposito della frode fiscale)*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 1989, 1215 s.

(35) Chiaro sul punto ZANNOTTI R., *Il nuovo*, cit., 415, che osserva: «il ricorso al parametro dell'investitore ragionevole - versione post-moderna del buon padre di famiglia - [...] rappresenta un sistema approssimativo e non attendibile, posto che non esiste in natura una figura modello di investitore, tanto più in un settore delicato e spesso dominato da tendenze irrazionali quale è il mercato finanziario».

Nella seconda ipotesi, invece, l'accertamento acquisisce concretezza totale, ma ad un prezzo forse inaccettabile, quello di fare dipendere l'esistenza di un estremo del tipo, posto programmaticamente a presidio di interessi *sovraindividuali*, a disposizione delle percezioni soggettive, instabili e variabili di questo o quel *gruppo di operatori* che, nel caso concreto, abbiano subito la concomitante operazione del manipolatore.

La scelta condivisibile è, a nostro parere, la prima, seppure con la necessità di una serie di adeguamenti. L'individuazione del significato della qualifica *sensibile* dipende dagli *scopi politico-criminali della norma penale* in analisi.

Dalla lettura dei considerando della direttiva 2003/6/CE, di cui l'art. 185 t.u.f. è concretizzazione, emerge nitidamente come lo scopo delle norme in tema di manipolazione del mercato (oltre che di *insider trading*) consista *nell'implementazione dell'efficienza e dell'integrità degli scambi finanziari* (36).

Misurare la sensibilità dell'alterazione paramtrandola alle aspettative soggettive di coloro che occasionalmente frequentassero lo stesso mercato del manipolatore nel momento in cui egli agisce costituirebbe un accertamento al limite dell'impossibile, in considerazione della velocità e della spersonalizzazione delle relazioni finanziarie. Sarebbe inoltre un accertamento suscettibile di essere falsato da interessate deposizioni rielaborate *ex post* dai soggetti passivi della manovra speculativa. Infine, non si tratterebbe di un'impostazione coerente con il piano sovraindividuale della tutela, che pone gli investitori concreti nel ruolo di danneggiati 'di riflesso' dalla manipolazione e non in quello di titolari del bene giuridico protetto.

Se l'accertamento deve porsi su un piano meno personalistico, ciò non significa che l'investitore di riferimento, rispetto a cui misurare la sensibilità dell'alterazione, costituisca un modello monolitico. In aderenza all'impostazione 'tendenzialmente concreta' da noi prescelta

(36) Si veda in particolare il secondo considerando della direttiva sugli abusi di mercato: «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».

per l'accertamento del pericolo (37) – poiché più fedele al dettato della legge e, al contempo, alla morfologia del fenomeno da regolare – anche nell'identificazione del significato del termine *sensibilità* va accettata una certa standardizzazione dell'accertamento, pur contenuta il più possibile.

Obbedendo a tale vincolo metodologico occorre abbandonare ogni modello aprioristico di investitore ragionevole, per costruirne tante specie, ognuna aderente al concreto mercato di riferimento in cui agisce il manipolatore.

L'investitore modello ricostruito avrà i tratti comuni (o intermedi in caso di qualità graduabili) a tutti coloro che si scambiano strumenti finanziari nel medesimo momento e sul medesimo mercato in cui si muove il manipolatore: ad esempio avrà propensioni al rischio, interesse all'acquisto dello specifico titolo o bagagli conoscitivi intermedi tra quelli degli operatori presenti in quel frangente. Il tutto deve essere calato nel tipo di mercato nel cui ambito è avvenuto il fatto e 'tarato' sul tipo di strumento finanziario che è oggetto della manovra: una medesima variazione percentuale può essere sensibile o meno in dipendenza, tra l'altro, del volume delle contrattazioni e delle oscillazioni medie che ha fatto segnare nei periodi precedenti (38).

(37) Cfr., *supra*, in questa Parte, cap. I, § 3.

(38) Il senso di questa impostazione ci pare ben colto da una sentenza del Tribunale di Torino, (Trib. Torino, 7 novembre 2008, in <http://dejure.giuffre.it>), che nota: «per la determinazione del concetto di influenza sensibile (che ha natura eminentemente relativa in quanto strettamente collegata alle caratteristiche specifiche dello strumento finanziario al quale la notizia falsa si riferisce) ed al fine di riplasmarne il contenuto che si assume eccessivamente generico e svelarne l'aderenza al principio di determinatezza, è ben possibile (ed, anzi, occorre) riferirsi ad una serie di diversi fattori, che vanno dalla concreta situazione di mercato nell'ambito della quale si colloca la condotta incriminata, ai mezzi adoperati (quali, l'autorevolezza della fonte da cui promana la notizia, il tono di sicurezza con cui è stata esposta e comunicata, il risalto che è stato attribuito alla falsa notizia), nonché allo "spessore" del mercato stesso in relazione alle specifiche caratteristiche dello strumento finanziario e al volume delle negoziazioni, posto che la medesima falsa notizia appare ovviamente in grado di produrre effetti radicalmente differenti in relazione a titoli oggetto di pochissime transazioni o, al contrario, oggetto di un numero consistente di negoziazioni (ciò che rende evidente, peraltro, come la rigida fissazione di limiti o parametri fissi potrebbe risultare nient'affatto espressiva del carattere sensibile dell'influenza)».

Dovrebbe, pertanto, definirsi *sensibile* ogni alterazione del prezzo che sia – alla luce di una valutazione 'ritagliata' sul mercato *interessato in concreto* dalla turbativa – *rilevante* per costoro (39).

Ne deriva che la rilevanza della variazione dei prezzi dipende dalle aspettative informative dell'investitore tipo di quel mercato manipolato in concreto ed è, pertanto, *impossibile identificare in astratto una soglia numerica di rilevanza del fatto*. A dispetto delle pronunce che hanno ritenuto di individuare come sensibile una variazione che superi lo 0,5% del prezzo (40), è irrealistico fissare *ex ante* un valore percentuale o numerico assoluto di sensibilità, valido per tutti i *mercati* – indipendentemente dalla concentrazione e profondità degli stessi – e per tutti gli *strumenti finanziari*, rinunciando a considerarne la volatilità ed il flottante tipico di ognuno (41). Senza contare che fissare una soglia percentuale di variazione come requisito del tipo renderebbe penalmente irrilevante la manipolazione che si concretizza in una indebita stabilizzazione dello stesso.

#### 4. La funzione della clausola della «sensibile alterazione» nel sistema di illeciti in materia di manipolazione del mercato.

Delineato il *carattere valutativo* ed il *significato* dell'elemento della sensibile alterazione del prezzo, occorre ora individuare la *funzione*

(39) In relazione alla qualifica di *sensibilità*, si è parlato di elemento *quantitativo*, numericamente *indeterminato*, GIAVAZZI S., Insider, cit., 346. PULITANÒ D., False, cit., 155 ss., ritiene che, in relazione al concetto di alterazione sensibile di cui all'art. 2621 c.c., questo vada interpretato come alterazione rilevante per i destinatari e debba essere evitato il collegamento tra l'alterazione sensibile e criteri quantitativi che rischiano di essere sfuggenti.

(40) Ad esempio, Trib. Milano, 11 novembre 2002, in *Riv. trim. dir. pen. ec.*, 2003, 747 ss.; v. anche Trib. Milano, 24 giugno 2006, n. 3406, in *Riv. Trim. dir. pen. ec.*, 2007, 845 ss. Si riferisce, seppure in modo più critico, al valore dello 0,5% anche Corte App. Milano, 31 marzo 2004, in *Banca, Borsa tit. cred.*, 2006, 269 ss. Il valore percentualistico della variazione dello 0,5% delle quotazioni non è, ovviamente, frutto del caso, ma risulta stabilito, come *puro indice di anomalia* e non come tratto distintivo di un'alterazione sensibile dei prezzi, in una riunione tecnica svoltasi il 27 agosto 1997 tra i rappresentanti della Banca d'Italia, del Consiglio nazionale degli ordini degli agenti di cambio, di Borsa italiana, di CedBorsa, della Cassa di compensazione e garanzia e da altri esponenti di intermediari finanziari e banche. Di tale riunione fornisce precisamente notizia la Corte d'appello di Milano nella sentenza del 31 marzo appena citata.

(41) Sulla mutevolezza del concetto di sensibilità, in quanto dipendente da molte variabili legate alla situazione concreta, GIAVAZZI S., Insider, cit., 347.



svolta da questa clausola rispetto al tipo penale espresso dall'art. 185 t.u.f. (e dall'art. 2637 c.c.).

La «sensibile alterazione» rappresenta una sorta di 'cuneo' che permette all'interprete di separare, entro l'ambito dell'illecito, più sottotipi, *ratione gravitatis*. L'indisponibilità dell'evento di danno in contesti finanziari, derivante dalla necessità di anticipare la soglia di tutela penale, priva la fattispecie di un fondamentale elemento di graduazione della gravità dell'illecito: l'evento di danno, salvo in rari casi, è infatti uno dei fondamentali elementi di graduazione dell'illecito. Questo è ben visibile in contesti empiricamente afferrabili, come quelli considerati dai delitti contro l'incolumità individuale – si pensi alle fattispecie di lesioni che mostrano la formidabile graduabilità del concetto di infermità – e in alcuni delitti contro il patrimonio (42).

Da quanto detto consegue una duplice funzione dell'evento di danno: esso, consentendo di formulare un preciso giudizio di disvalore oggettivo del fatto stesso, si rivela non solo funzionale alla garanzia di offensività dell'illecito e alla profilassi di degenerazioni soggettivistiche dell'imputazione (43), ma anche alla *proporzione tra fatto e pena*.

Potrebbe obiettarsi che l'evento, in tali incriminazioni, viene sostituito dal pericolo: esso, soprattutto in contesti finanziari, pur assicurando una certa dose di oggettività alla fattispecie, rimane un concetto uniforme e *classificatorio* (44), una costruzione frutto di un

(42) Le forme dell'evento di danno (la sua estensione, la sua gravità, ecc.) determinano gran parte del grado di illiceità della fattispecie concreta: nel furto o nel danneggiamento, ad esempio, il valore della cosa sottratta e, rispettivamente, la misura del nocumento arrecato al bene aggredito, aumentano o diminuiscono il disvalore dell'evento, consentendo di distinguere sotto-fattispecie di illecito più o meno gravi, entro la cornice della fattispecie astratta. Nei tradizionali delitti contro il patrimonio *individuale* o di *gruppi numericamente definiti di soggetti*, la gravità del danno è elemento di graduazione del disvalore del fatto e, a volte, estremo costitutivo di *fattispecie incriminatrici speciali e 'degradate'* – si pensi alle fattispecie di furto punibili a querela dell'offeso (art. 626 c.p.) – o di *attenuanti 'di categoria'* (emblematica la previsione di cui all'art. 2640 c.c.): nei reati contro interessi patrimoniali *sopra individuali*, l'offesa è invece *monodimensionale* ed il disvalore d'evento non può essere graduato.

(43) Sull'evento di danno come garanzia dell'offensività del reato, MAZZACUVA N., *Il disvalore di evento nell'illecito penale*, Milano, 1983, 60 ss.; sul rapporto tra disvalore di evento e la struttura del reato in un ordinamento democratico, cfr. MARINUCCI G.-DOLCINI E., *Corso*, cit., 532.

(44) Sulla distinzione tra concetti *classificatori*, vincolati alla logica dell'*aut-aut*, ed i concetti *ordinatori*, che rimandano ad una valutazione scalare, cfr. MARINUCCI G., *Il reato come azione. Critica di un dogma*, Milano, 1971, 37; PALIERO C.E., *Minima*, cit., 707. Sulla graduazione dell'antigiuridicità, SCHIAFFO F., *Le situazioni "quasi scriminanti" nella sistematica*

giudizio binario, che ne verifica la presenza o l'assenza. *Tertium non datur*.

Se le fattispecie penali in ambito finanziario necessitano quindi di elementi di graduazione dell'illecito, ulteriori rispetto all'intensità del disvalore di intenzione (che, con il disvalore di evento rappresenta il normale parametro di graduazione dell'illecito) è necessario, quindi, ricercare cause di attenuazione o aggravamento dell'*antigiuridicità della condotta*. Soccorre allora l'elemento valutativo della «sensibile alterazione dei prezzi degli strumenti finanziari» (45).

Va sottolineato quale sia l'effetto concreto prodotto da tale clausola valutativa: nel favorire un razionale processo di graduazione della gravità del fatto, la sensibile alterazione dei prezzi degli strumenti finanziari concorre a districare l'intrico normativo formato dalla sovrapposizione della fattispecie *penale* e di quella *amministrativa* di manipolazione del mercato (46).

Il sistema parrebbe allora strutturato in modo da attribuire un rilievo decisivo al dato della sensibile alterazione dei prezzi. Svolgendo a pieno il ruolo della *soglia di punibilità*, la sensibile alterazione esige che integrino la fattispecie *penale* solo le condotte suscettibili di produrre un pericolo

*teleologica del reato*, Napoli, 1998, 265 ss.; cfr. già WELZEL H., *Il nuovo volto del sistema penale*, in *Jus*, 1952, 31 ss.; e ROXIN C., *Problemi fondamentali della teoria dell'illecito*, in Moccia S. (a cura di), *Antigiuridicità e cause di giustificazione. Problemi di teoria dell'illecito penale*, Napoli, 1996, 24. Una particolare attenzione ai profili quantitativi del reato si notano in PALAZZO F.C., *Elementi*, cit., 1213 ss.

(45) Gli elementi valutativi sono peraltro diffusissimi in ambito economico-finanziario: a) sotto forma di *clausole di illiceità speciale*: dalla *violazione delle disposizioni* regolanti i conflitti di interessi, di cui all'art. 167 t.u.f., alla *violazione degli obblighi* inerenti al proprio ufficio, di cui all'art. 174-ter t.u.f.; dalla *percezione di compensi in danaro od altra forma*, oltre quelli *legittimamente patuiti*, di cui all'art. 178, all'*assenza di abilitazione ai sensi del presente decreto* di cui all'art. 166; oppure, b) sotto forma di *riferimenti quantitativi o qualitativi indeterminati* che rimandano a parametri tecnico-economici. Si pensi agli artt. 2621 e 2622 c.c., in cui il concetto di *sensibile alterazione* viene utilizzato per espungere dall'ambito della punibilità una fetta di condotte, considerate aprioristicamente esigue. Per un'analisi della fattispecie di cui all'art. 174-ter t.u.f. sia consentito un rinvio a CONSULICH F., *Falsità nelle relazioni o nelle comunicazioni delle società di revisione*, in De Angelis L.- Rondinone N. (a cura di), *La tutela del risparmio nella riforma dell'ordinamento finanziario*, Torino, 2008, 631 ss.; per una riflessione più articolata dal punto di vista politico-criminale, CONSULICH F., *Corruzioni private e pubblico risparmio. Riflessioni teoriche sul nuovo statuto penale del revisore contabile*, in *Giur. comm.*, 2009, 790 ss.

(46) La questione dei rapporti tra la manipolazione del mercato penalmente rilevante e l'omonima violazione amministrativa verrà trattata, *infra*, nella Parte III, cap. IV, § 5.1.

qualificato *dal punto di vista dell'intensità*, lasciando al sistema degli illeciti extrapenalici tutte le altre turbative. La soglia di punibilità costituita dall'alterazione sensibile dei prezzi articolerebbe il sistema degli illeciti concernenti le turbative del mercato in modo da accordare un'*applicabilità generale ed ordinaria* alla fattispecie *amministrativa*, dotata della medesima tipicità dell'illecito penale di cui all'art. 185 t.u.f., ma priva del requisito dimensionale della sensibilità. Alla fattispecie *penale* residuerebbe il compito di contrastare le forme *più intense e qualificate di pericolo* per la stabilità del mercato, punendo solo le turbative che siano in grado di determinare un'alterazione dei prezzi *rilevante per i soggetti economici che operano in concomitanza con il manipolatore*.

## CAPITOLO IV

CONCORSO DI NORME E CONCORSO DI REATI  
(RECTIUS: DI ILLECITI) NEL SISTEMA ITALIANO DI  
REPRESSIONE DEI FENOMENI DI MARKET  
MANIPULATION

SOMMARIO: 1. Il 'calescopio' delle disposizioni incriminatrici della manipolazione del mercato: posizione dei problemi. - 2. Manipolazione del mercato mediante schemi speculativi complessi: il problema della qualificazione del progetto illecito in termini di unicità o pluralità di reati. - 2.1. La 'contestualità economica' come condizione per una qualificazione unitaria della manovra manipolativa. - 3. Il problema del *concorso omogeneo* di reati: l'art. 185 t.u.f. come norma a più fattispecie. - 4. Il problema del *concorso eterogeneo* tra agiotaggio e manipolazione del mercato: l'art. 185 t.u.f. al cospetto delle incriminazioni del codice civile (art. 2637 c.c.) e del codice penale (art. 501 c.p.) - 4.1. La manipolazione del mercato e la fattispecie codicistica di agiotaggio di cui all'art. 501 c.p.: una mappatura dei reciproci rapporti. - 4.2. La manipolazione del mercato e la figura di agiotaggio contemplata dal codice civile (art. 2637 c.c.). - 5. Alla ricerca di criteri differenziali tra illecito *amministrativo* e illecito *penale* di manipolazione del mercato: il 'tasso di artificiosità' della condotta o il grado dell'anticipazione della tutela. Critica. - 5.1. Il problematico rapporto tra illecito amministrativo e reato: la proposta di un'*actio finium regundorum* alternativa.

1. Il 'calescopio' delle disposizioni incriminatrici della manipolazione del mercato: posizione dei problemi.

Dopo avere affrontato il tema della struttura dell'anticipazione della tutela che caratterizza il reato di manipolazione del mercato, definito il momento consumativo del delitto e tematizzato il significato del concetto di alterazione sensibile dei prezzi di uno o più strumenti finanziari, rimangono 'sul tappeto' una serie di questioni di *carattere logico-formale*.

Un primo ordine di problemi ha, per così dire, una rilevanza *interna* alla disposizione incriminatrice di cui all'art. 185 t.u.f., poiché attiene ai rapporti *tra le sottofattispecie* che ne compongono la tipicità e alla possibilità di un concorso effettivo tra esse rispetto agli schemi manipolativi che si articolano in una pluralità di operazioni e condotte, tenute in tempi diversi.

Un secondo ordine di problemi ha, invece, una rilevanza *che oltrepassa i confini della singola norma penale*, poiché riguarda le relazioni tra l'art. 185 t.u.f. e gli altri illeciti (penali e para-penali) *che formano il sistema repressivo degli abusi di mercato* a carattere manipolativo.

In quest'ultimo ambito, cercheremo di definire, infatti, i confini tra la fattispecie di cui all'art. 185 t.u.f. e i reati di aggrottaggio di cui agli artt. 501 c.p. e 2637 c.c., per poi verificare se esista un criterio distintivo tra le tipicità delle fattispecie penali e amministrative di manipolazione del mercato, che, a prima lettura, paiono in tutto e per tutto sovrapponibili.

## 2. Manipolazione del mercato mediante schemi speculativi complessi: il problema della qualificazione del progetto illecito in termini di unicità o pluralità di reati.

Per alterare il corso di uno o più titoli sono solitamente necessarie operazioni per ingenti controvalori, ma se lo spostamento di una rilevante quantità di capitali avvenisse in un'unica soluzione, esso renderebbe immediatamente visibile lo schema manipolativo per le autorità di vigilanza: raramente la manipolazione di mercato si concretizza perciò come un'unica azione (1). Di qui la necessità di ripartire lo schema manipolativo come un *iter* che si articola in più fasi distinte, separate anche cronologicamente.

Tendenzialmente, solo la manipolazione *informativa* e, tra le manipolazioni *operative*, lo schema del *marking the close* scontano una rilevante probabilità di essere commesse con un'azione di mercato unitaria (2). Nella prassi, il manipolatore mette in esecuzione una strategia comportamentale che si caratterizza per lo più come la

(1) Sul concetto di azione, cfr., *infra*, § 2.1.

(2) Il più noto caso italiano di *'marking the close'* è stato in realtà costruito come una sequela di operazioni compiute in due giornate borsistiche consecutive, cfr. la ricostruzione in Trib. Milano, 11 novembre 2002, in *Riv. trim. dir. pen. ec.*, 2003, in particolare 750 ss.

*reiterazione di più condotte omogenee* oppure come la *risultante di una mescolanza tra varie tipologie di manipolazione*, che nelle analisi economiche di tale fenomeno (e conseguentemente dalla dottrina giuridica) (3) appaiono nelle loro 'forme pure', sublimata e classificate asetticamente.

Ad esempio, il Tribunale di Milano si è recentemente confrontato con uno schema manipolativo avente ad oggetto contratti con opzione *put barrier* (4). Nel caso concreto, la manipolazione si è manifestata come *reiterazione di proposte di negoziazione in vendita*: la speculazione aveva sia i connotati di *abuso di un potere di mercato*, perché ha comportato la *cessione di un ingentissimo quantitativo di titoli*, sia di una *contract based manipulation*, perché la speculazione è stata finalizzata a fare scattare il diritto, contrattualmente stabilito, di consegnare titoli al posto di capitale, alla scadenza dell'obbligazione (5).

Il punto è allora stabilire se, qualora il manipolatore parcellizzi il proprio progetto di 'sofisticazione' delle variabili di mercato in una pluralità di condotte (omogenee o eterogenee) poste in essere in tempi diversi, venga integrato un *unico* delitto di manipolazione (o aggrottaggio per i titoli non quotati) ovvero una *pluralità* di delitti, semmai riuniti nel vincolo della continuazione. Subordinatamente alla soluzione del primo quesito, dal 2005, anno di entrata in vigore della normativa nostrana sugli abusi di mercato, è emerso un secondo livello di analisi, concernente il tipo di rapporto – *cumulativo* o *alterativo* – tra l'illecito penale e quello amministrativo di cui all'art. 187-ter t.u.f. Ovviamente, nel caso si riscontrasse un rapporto di cumulo tra i due modelli sanzionatori, la soluzione concernete l'unicità o pluralità normativa dell'episodio delittuoso dovrebbe essere replicata con riferimento alla *fattispecie amministrativa*, poiché non si potrebbe giustificare un soluzione differenziata in ordine a due disposizioni che contemplano pressoché gli stessi elementi costitutivi. In breve: se si ritenesse che una condotta manipolativa articolata in più fasi integri più delitti di cui all'art. 185 t.u.f., anche la fattispecie punitiva amministrativa dovrebbe moltiplicarsi per tanti episodi di manipolazione quanti sono quelli che si ritengono

(3) Come evidenziato da MAGRO M.B., *Price manipulation e contratti con opzione put barrier*, in *Riv. trim. dir. pen. ec.*, 2007, 863.

(4) Cfr. Trib. Milano, 27 marzo 2006, in *Riv. trim. dir. pen. ec.*, 2007, 845 ss.

(5) Il dato è notato anche da MAGRO M.B., *Price*, cit., 866.

concretamente verificati, rimanendo impregiudicata la possibilità che si realizzino i presupposti dell'art. 8-bis, co. 1 e 2, l. 689/1981. Anche il diritto amministrativo punitivo conosce, infatti, l'istituto del concorso formale di illeciti e la possibilità che un vincolo progettuale unitario riconduca più violazioni ad una figura assimilabile al reato continuato di cui all'art. 81, co. 2 c.p.

2.1. *La 'contestualità economica' come condizione per una qualificazione unitaria della manovra manipolativa.*

Occorre ora definire primariamente se, e a quali condizioni, si possa ricondurre ad unità normativa, dal punto di vista penalistico, la pluralità di condotte che solitamente compongono uno schema manipolativo.

La ricognizione del problema dell'unità o pluralità di fatti illeciti deve essere effettuata nel rispetto di un vincolo di ragionevolezza e proporzione che dovrebbe informare la risposta punitiva rispetto alla manipolazione del mercato. Posto che la comminatoria editale prevista dall'art. 185 t.u.f. è già di per sé estremamente severa, un suo 'sfondamento verso l'alto' – seppure con il temperamento del cumulo giuridico delle pene, qualora si riscontrino i presupposti del reato continuato – comporterebbe un rischio di *over-deterrence* specie quando la pluralità naturalistica delle operazioni esprime, in realtà, uno schema economico unitario.

Le condizioni generali per poter riscontrare in concreto l'unicità del reato sono presto dette: vi è un presupposto *empirico*, costituito dalla *contestualità degli atti*, e uno di carattere *normativo*, vale a dire la possibilità di esprimere una valutazione giuridica unitaria della situazione.

Questo secondo requisito conosce, a sua volta, due varianti interpretative in dottrina. Secondo la prima, il reato sarebbe unico quando le diverse azioni tipiche, oltre ad essere *contestuali*, comportino un'unica *offesa* di un medesimo bene (6). La seconda è, invece, orientata al riscontro della unicità della *determinazione a delinquere*: il reato sarebbe

(6) In questo senso, ad esempio, MARINUCCI G.-DOLCINI E., *Manuale di diritto penale*, Milano, 2009, 440 s.; PULITANO D., *Diritto penale*<sup>2</sup>, Torino, 2009, 504; GALLO M., *Appunti di diritto penale*, II, parte I, Torino, 2000, 84.

unico quando alla contestualità degli atti si accompagni l'*unicità del fine* (cd. approccio *normativo-sociale*) (7).

Entrambe tali ricostruzioni non paiono, però, risolutive, perché pretendono di trovare una soluzione al problema su un piano *generale*, senza considerare che un'impostazione astrattizzante disconosce le peculiarità delle ipotesi normative *concrete*: la soluzione adeguata deve, invece, rispondere alla conformazione normativa e al disvalore espresso dalla fattispecie che venga di volta in volta in considerazione (8).

L'impostazione orientata alle conseguenze lesive dell'azione ha poi, in riferimento a fattispecie di manipolazione del mercato, e più in generale rispetto agli illeciti economici, scarsa pregnanza, poiché l'offesa, e ancor prima il concetto di bene giuridico a quest'ultima correlato, perde gran parte della propria capacità selettiva e orientativa rispetto alle opzioni ermeneutiche disponibili per l'interprete: la *manca*za di un bene giuridico si riverbera anche sul piano della definizione dell'*unità o pluralità di reati*, poiché è impossibile riscontrare, e quindi enumerare, gli eventi di danno o le esposizioni a pericolo concreto.

Per quanto attiene al criterio normativo-sociale, esso non definisce, invece, il concetto di *fine*, di modo che non è dato sapere se si deve trattare di una finalità esclusivamente *sogettiva* o derivante da una *tendenza oggettiva* dell'azione tipica: se si tratta di finalità soggettiva, l'unicità del reato finisce per essere delegata alle deduzioni dell'imputato, mentre, se la finalità assume tratti più oggettivi, la ripetizione della medesima tipologia di azione comporterà sempre la conclusione nel senso della unitarietà del reato, escludendo in radice la possibilità di un concorso formale omogeneo di illeciti.

Con specifico riferimento alla manipolazione del mercato, è fuorviante ritenere la *contestualità naturalistica* delle azioni un elemento indispensabile per affermare l'unicità del reato. In molti casi, infatti, le operazioni che compongono un progetto speculativo non sono contestuali, ma vengono effettuate in tempi successivi, a distanza di ore, ma anche di giorni e magari su mercati diversi (come nel caso della

(7) Critico verso tale posizione GALLO M., *Appunti*, II, cit., 83.

(8) In tal senso, con riferimento alle distinzioni tra unicità e pluralità di azione e unicità e pluralità di reati, cfr. FIANDACA G.-MUSCO E., *Diritto penale*, P.te gen.<sup>5</sup>, Bologna, 2007, 649 s.

manipolazione su derivati, in cui si agisce dapprima sul mercato del prodotto finanziario sottostante). Si potrebbe giungere così ad escludere l'unicità del reato anche nei casi in cui necessariamente le operazioni manipolative debbano essere frazionate e ripetute nel tempo, perché altrimenti non potrebbero aspirare ad alterare i prezzi dei titoli presi di mira oppure presenterebbero dimensioni quantitative così significative da risultare immediatamente visibili per le autorità di settore.

Allo stesso modo, non è corretto propendere per il concorso omogeneo tra una *pluralità di reati di manipolazione* quando si riscontri che una *pluralità di titoli* siano stati coinvolti della speculazione illecita. Questa soluzione potrebbe essere fuorviante quando la manovra speculativa comporti *necessariamente* l'alterazione di più titoli, posti su mercati differenti, il che accade normalmente nelle ipotesi di manipolazione su derivati e nelle altre forme di c.d. *contract based manipulation*: si tratta invece di situazioni in cui è chiaro che ci trova in presenza di un fenomeno economicamente unitario, seppur articolato, di manipolazione.

Se, in modo economicamente innaturale, separassimo ciascun modulo operativo, ritenendo ognuno di essi un autonomo delitto, vedremmo lievitare in modo irragionevole il trattamento sanzionatorio, accresciuto in modo abnorme nelle ipotesi di schemi manipolativi composti da decine di operazioni; d'altra parte, non considerare gli stretti legami tra ogni singola parte dello schema porrebbe l'interprete al cospetto di condotte di manipolazione che non possiedono, in sé considerate, alcuna giustificazione economica e logica, mentre in realtà risulterebbero decisive al cospetto dell'intera manovra di mercato, se accostate agli altri frammenti del progetto illecito.

La soluzione deve essere ritagliata sulla struttura del reato e orientata a rinvenire l'unico elemento comune alle varie teorie volte a individuare l'unicità o la pluralità del reato: il dato della *contestualità* delle azioni. Rispetto alla manipolazione del mercato, la *contestualità* va però intesa in senso *economico*. Occorre, cioè, risalire al *significato finanziario* dell'insieme di operazioni condotte dal (o dai) manipolatori. Non può essere *giuridicamente* disconosciuta l'unicità dell'operazione finanziaria se se le varie transazioni (effettive o simulate) o le condotte di diffusione di informazioni false, pur se effettuate in tempi relativamente distanziati,

rispondono ad una *logica comune di alterazione* di un *medesimo titolo* o di titoli tra loro collegati (come nel caso del titolo finanziario 'agganciato' ad uno strumento finanziario derivato), perché isolatamente considerate *non sarebbero state in grado di condurre a quel risultato distortivo*.

D'altra parte, è la stessa norma incriminatrice che, tanto all'art. 2637 c.c. quanto all'art. 185 t.u.f., si riferisce 'al plurale', definendo l'azione tipica (9), parlando di artifici, notizie false ed operazioni simulate, evidentemente comprendendo che una modificazione dei prezzi non consegue con facilità ad una sola operazione finanziaria o condotta di distorsione informativa.

Crediamo sia questo il senso delle parole di Pedrazzi, il quale, nell'affrontare l'alternativa tra configurazione unitaria e concorso omogeneo di reati di agiotaggio, affermò che l'agiotaggio si compone spesso di «manovre intessute di mosse magari in apparenza contraddittorie, epperò concatenate, sì che nel loro complesso congiurano ad imprimere al mercato un'unica e medesima 'spinta', al rialzo o ribasso. Poco importa se questa spinta travolgerà uno o più prezzi, o anche un numero indeterminato di prezzi: il sigillo dell'unità sta in questa *omogeneità e convergenza di attitudini*» (10).

Così intesa, la *contestualità economica* come *unicità del significato finanziario* di una *pluralità di azioni di mercato* permette di cogliere l'essenza illecita di alcuni schemi manipolativi, soprattutto quelli costituiti da transazioni effettive, le quali assumono la propria coloritura manipolativa in relazione *al contesto* in cui sono effettuate; ciò significa, più apertamente, che la natura artificiosa di alcune operazioni emerge solo in un quadro che le accosti ad altre operazioni, che possono essere a loro volta, *di per sé*, lecite o illecite. In altro modo, parcellizzare la valutazione giuridica in tante qualifiche quante siano le singole operazioni comporta la perdita della visione globale della speculazione manipolativa, facendo sfuggire alle maglie della repressione penale le componenti più insidiose del progetto illecito dei manipolatori.

Ne deriva la preferibilità dell'opzione che, lungi dal ritenere integrati tanti delitti di manipolazione quante siano le operazioni, reali o simulate, o le condotte di diffusione di notizie false che compongano

(9) Come già notato da PEDRAZZI C., *Problemi del delitto di agiotaggio* (1958), ora in ID., *Diritto penale*, IV, Milano, 2003, 57.

(10) PEDRAZZI C., *Problemi*, cit., 57.

un progetto manipolativo, o ancora, quanti siano i titoli coinvolti, parta dal progetto manipolativo per individuare il significato economico della complessiva condotta di mercato del manipolatore. Ciò induce ad escludere anche ogni interpretazione che qualifichi le ulteriori condotte manipolative (informative, operative o simulate che siano) come un approfondimento dell'offesa, penalmente irrilevanti di per sé in quanto assorbite come *post-fatto* non punibile della prima condotta di manipolazione. Questa opzione costituisce infatti una 'fotografia sfocata' che impedisce di delineare i contorni della manipolazione e la reale importanza di ciascuna delle operazioni condotte, oltre a perdere di vista la rilevanza penale di atti compiuti da altre persone successivamente alle prime transazioni penalmente rilevanti.

Posto che ci troviamo in presenza di un reato di pericolo e che, quindi, può non verificarsi un'alterazione del mercato (o comunque, a volte, non possa dirsi con certezza che l'alterazione dipenda in concreto dalla condotta dell'imputato), la chiave di lettura dei fatti deve essere costituita dalla ispirazione delle condotte ad una medesima logica economica, dalla finalizzazione, oggettivamente evidente, ad un medesimo risultato finanziario, che sia il raggiungimento da parte del prezzo di un titolo un determinato valore, ovvero l'azionabilità di certi diritti connessi ad contratto derivato o, infine, l'acquisizione del controllo di un emittente o altro ancora.

Occorre riagganciarsi a quanto detto a proposito della consumazione del delitto di manipolazione, che si verifica al momento in cui trova compimento l'ultima condotta che compone il progetto manipolativo. Siffatta conclusione è imposta dalla necessaria capacità di alterare sensibilmente il prezzo di uno strumento finanziario che la condotta tipica deve possedere, capacità che, per lo più, deriva solo dalla ripetizione della medesima condotta o dalla combinazione tra diverse tipologie di *market manipulation*. Poiché consumazione significa corrispondenza al modello legale delineato da una norma incriminatrice (11), ne deriva che, salvo casi eccezionali, una singola condotta di manipolazione non riesca a consumare il reato, rappresentandone al più una frazione. Solo la

(11) L'accezione di consumazione come integrazione di tutti gli elementi della fattispecie criminosa è propria, tra gli altri, di FIANDACA G.-MUSCO E., *Diritto penale, P.te gen.*, cit., 451.

sommatoria di più comportamenti, in quanto capace di alterare sensibilmente il mercato, integra il reato, che si presenta così come un delitto ad esecuzione necessariamente frazionata.

Anche dal punto di vista normativo abbiamo quindi una conferma della nostra opzione interpretativa. Rispetto all'art. 185 t.u.f. (e all'art. 2637 c.c.), il concetto valutativo della «sensibile alterazione» opera come elemento unificante le varie operazioni che compongono il progetto illecito, imponendone una qualificazione in termini di *unicità del reato*, poiché solo una pluralità di condotte è in grado di raggiungere quella capacità alterativa che è requisito espresso del tipo legale.

### 3. Il problema del concorso omogeneo di reati: l'art. 185 t.u.f. come norma a più fattispecie.

L'art. 185 t.u.f., pur nella sua estrema sinteticità, descrive una serie eterogenea di condotte tipiche: la *diffusione di notizie false*, il *compimento di operazioni simulate*, la *realizzazione di altre condotte artificiose*. Come spesso accade in ipotesi di questo tipo, la *comune tendenza* delle diverse condotte ad un medesimo risultato — o ad un medesimo scopo (se ci si pone dal punto di vista del soggetto agente) — la *frequenza* con cui, di fatto, esse si presentano *concretizzate congiuntamente* e la possibilità che vengano ulteriormente commesse *dalla medesima persona*, spingono il legislatore a considerare tali condotte nel contesto della medesima norma penale. Risulta, però, problematico per l'interprete capire se questo raggruppamento entro un medesimo enunciato normativo indichi *indifferenza per una realizzazione congiunta* dei comportamenti descritti o implichi *la possibilità che l'integrazione di due o più tipi di condotte corrisponda ad altrettanti reati*. Si tratta, nel primo caso, di una *norma a più fattispecie*, nel secondo, di una *disposizione a più norme* (12); entrambe le ipotesi sono riconducibili al fenomeno delle *leggi penali miste*.

(12) Per queste denominazioni, v. per tutti FROSALI R.A., *Concorso di norme e concorso di reati*, (1936) Milano, 1971, 272 ss., 277 ss.; per un'articolata panoramica delle opzioni definitive e delle soluzioni interpretative del fenomeno delle 'leggi penali miste', cfr. VASSALLI G., *La norma penale a più fattispecie*, in *Studi in onore di F. Antonicelli*, Milano, 1965, II, 357 ss.

Un risalente tentativo dottrinale di sistematizzare il problema delle leggi penali miste merita attenzione. Frosali ha ritenuto infatti di identificare due *criteri sostanziali* che inducono ad applicare *una sola volta* la sanzione prevista dalla norma anche se il colpevole integri più di uno dei comportamenti tipici: *l'identità del bene giuridico offeso* dalle varie condotte descritte dalla medesima disposizione di legge e, soprattutto, *il livello di gravità del fatto e capacità a delinquere* del colpevole *espresso nella situazione concreta* (13). La realizzazione di più comportamenti, ciascuno capace da solo di integrare il reato, in quanto sua fattispecie costitutiva equivalente alle altre, potrebbe essere qualificato unitariamente se la gravità oggettiva del reato e la pericolosità del reo, quali parametri generali di valutazione di gravità del reato, si mantenessero entro il limite segnato dalla pena massima che può essere inflitta per quell'illecito (14). In particolare: quando l'integrazione di più fattispecie di una medesima norma manifestasse l'unicità della risoluzione delittuosa, la moltiplicazione delle sanzioni, e persino l'applicazione del cumulo giuridico, risulterebbero soluzioni complessivamente sproporzionate rispetto alla gravità del reato.

La riflessione dottrinale, proseguita dopo il contributo di Frosali, è approdata solo al suggerimento di una serie di *criteri formali*, che non sono però che meri indizi per distinguere le norme a più fattispecie dalle disposizioni a più norme (15): ad esempio, l'indicazione di diversi comportamenti sotto una *separata numerazione* costituirebbe un indice di un rapporto di *cumulatività* tra le condotte tipiche, nel senso che l'integrazione di più di un comportamento implicherebbe la commissione di più reati; l'assenza di una separazione formale tra i diversi tipi di condotte indurrebbe, invece, a inferire l'indifferenza dell'ordinamento per la realizzazione di plurime fattispecie.

L'assenza di sicuri criteri distintivi tra *indifferenza/alternatività* o, viceversa, *cumulatività* delle ipotesi comportamentali descritte dalla norma rende il tema delle 'leggi penali miste' una questione di *ricerca della volontà della legge* attraverso gli strumenti interpretativi ordinari,

(13) L'identificazione di tali due criteri è in FROSALI R.A., *Concorso*, cit., 282 s.

(14) Così, FROSALI R.A., *Concorso*, cit., 282 ss., 709 ss.

(15) Sulla natura meramente indicativa dei criteri elaborati in dottrina per distinguere le norme a più fattispecie dalle disposizioni a più norme, VASSALLI G., *Le norme*, cit., 399.

*all'interno però di un limite di portata generale*, entro il quale impiegare l'interpretazione: quello della *ragionevolezza* dell'interpretazione prescelta *in rapporto al massimo edittale di pena prevista* dalla norma (16).

Rispetto alla disposizione di cui all'art. 185 t.u.f., la ragionevolezza della correlazione tra fatto e pena verrebbe, infatti, a mancare qualora ad un tetto di pena già elevato nel massimo – si ricordi: dodici anni di reclusione e multa di cinque milione di euro – si ritenesse potessero sommarsi altre identiche pene, nel caso si riconoscesse che le varie ipotesi criminose possano cumularsi. La previsione di una comminatoria così severa induce a ritenere che il legislatore abbia già valutato l'ipotesi in cui alle operazioni simulate si possano accompagnare *in concreto* gli artifici ovvero la diffusione di notizie false. Se ciò non fosse, verrebbe meno il nesso di ragionevolezza che deve intercorrere tra fatto e pena (17).

Quello della ragionevolezza sanzionatoria non è, occorre ammetterlo, un argomento conclusivo, ma induce a preferire l'interpretazione del reato di manipolazione del mercato come norma a più fattispecie. Occorre, inoltre, negare che la ragionevolezza integri un limite vago e scarsamente selettivo, poiché essa pare anzi un parametro interpretativo di crescente stringenza, data l'evoluzione che l'incidenza del principio di uguaglianza ha subito, nell'accezione di *ragionevolezza delle norme e dei trattamenti sanzionatori* da queste previsti. Il principio di ragionevolezza si è, infatti, arricchito nel tempo del riferimento alla *proporzione tra offesa e sanzione* (18), fino a venire giustiziato davanti alla Corte costituzionale (si veda in particolare la sent. 519/1995) (19).

(16) È questa la posizione di VASSALLI G., *Le norme*, cit., 401, che sottolinea anche (403) la natura problematica del rapporto tra delle norme e a più fattispecie e comminatoria edittale.

(17) Il controllo di ragionevolezza si manifesta secondo un'articolata serie di modelli. Come riferito da Insolera (*Principio di uguaglianza e controllo di ragionevolezza sulle norme penali*, in Insolera G.- Mazzacuya N.-Pavarini M.-Zanotti M. (a cura di), *Introduzione al sistema penale*, Torino, 2006, 324), esso può assumere la veste di mera declinazione del giudizio di uguaglianza, imponendo un mero raffronto tra la norma impugnata ed un *tertium comparationis*; in secondo luogo, può manifestarsi come bilanciamento in relazione ai principi sottesi a due norme di fonte costituzionale; oppure, ancora, come verifica dell'adempimento da parte del potere legislativo di alcuni obblighi sottesi al raggiungimento di finalità enunciate nella Costituzione.

(18) Sull'esigenza della ragionevolezza del trattamento sanzionatorio, da intendere in primo luogo come rispetto della proporzione tra pena e disvalore del fatto commesso,

Se la ragionevolezza ci porta a qualificare il reato di cui all'art. 185 t.u.f. (e dell'art. 2637 c.c.) come una norma a più fattispecie, occorre ora procedere all'individuazione dei rapporti strutturali tra le ipotesi comportamentali descritte dalla norma incriminatrice della manipolazione del mercato.

Il problema del concorso apparente o effettivo di norme appartiene infatti ad un piano *logicamente successivo*: siffatta indagine presuppone il chiarimento circa la natura di disposizione a più norme o norma a più fattispecie dell'incriminazione di cui si discute. Solo qualora si riconoscesse nell'enunciato normativo i caratteri di *più norme autonome* avrebbe senso l'alternativa tra *concorso apparente* e *concorso di reati*, mentre quest'ultimo dilemma non potrebbe neppure ipotizzarsi se le fattispecie descritte fossero *equivalenti* e, quindi, la loro realizzazione congiunta *indifferente* per l'ordinamento (20).

Trattandosi, a nostro parere, di una norma a più fattispecie e non di una disposizione a più norme, l'art. 185 t.u.f. (e l'art. 2637 c.c.) non pone problemi dal punto di vista del concorso di reati, nel caso in cui un soggetto integri due o più delle condotte descritte dalla disposizione legale.

Al di là dei problemi di irragionevolezza che porrebbe un'interpretazione contraria, sono i rapporti strutturali tra le modalità comportamentali descritte dall'art. 185 t.u.f. (e dall'art. 2637 c.c.) a indicare che il legislatore si limita ad esemplificare diverse modalità di violazione di un medesimo precetto penale. Ci pare, infatti, che tra le tre tipologie di condotta tipizzate intercorra un rapporto di specialità (21).

VASSALLI G., *I principi generali del diritto nell'esperienza penalistica*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 1991, 730.

(19) Rilevante è anche la sent. 5 maggio 1979, n. 26, con cui la Corte censurò l'equiparazione sanzionatoria tra diversi delitti contro la vita e l'incolumità stabilita dall'art. 186 c.p.m.p., il quale rispondeva ad una logica di subordinazione del bene della vita alla tutela della disciplina militare. Ne riferisce INSOLERA G., *Principio*, cit., 321, 340.

(20) Sulla priorità logica del problema della natura di norma a più fattispecie o di disposizione a più norme di una fattispecie criminosa rispetto al profilo del concorso apparente o effettivo di reati, PAGLIARO A., *Concorso di norme (diritto penale)*, in *Enc. dir.*, VIII, Milano, 1961, 545 ss.

(21) Accedendo all'impostazione per cui la manipolazione del mercato è una disposizione a più norme, una spiegazione del motivo per cui l'integrazione contestuale delle tre sottofattispecie non determini il cumularsi di più sanzioni dello stesso tipo potrebbe essere fornita individuando un *rapporto di sussidiarietà* tra di esse: il comportamento che abbia prodotto il maggiore effetto dannoso esaurirebbe il disvalore che connota le

All'indicazione delle *operazioni simulate* e della *diffusione di notizie false* si accompagna infatti un'ipotesi 'di chiusura', a carattere residuale, che vale a comprendere tutte le precedenti: gli «*altri artifici*». All'interno della medesima norma vi è, dunque, un rapporto di specialità tra sotto-fattispecie: il *genus* dell'artificio vale a comprendere le prime due *species* di condotta, che finiscono pertanto per costituirne delle specificazioni; l'integrazione di più comportamenti di manipolazione del mercato non comporta la moltiplicazione del numero di reati semplicemente perché le operazioni simulate o la diffusione di notizie false costituiscono una breve elencazione esemplificativa di tipologie di artifici idonei ad alterare il prezzo di uno o più strumenti finanziari. Il reale fulcro della fattispecie è il concetto di *artificio* e pertanto l'art. 185 t.u.f. (e l'art. 2637 c.c.), riferendosi a due ulteriori ipotesi comportamentali, non disegna certo altrettante figure di manipolazione del mercato, ma solo una norma a più fattispecie.

La diffusione di informazioni false o il compimento di operazioni simulate assumono il valore di *mere alternative modali* della violazione del precetto che vieta di manipolare il mercato: nelle norme a più fattispecie l'unicità della sanzione consegue all'unicità di violazione del precetto (22); l'unica, eventuale, conseguenza giuridica della realizzazione congiunta delle condotte descritte dalla norma può consistere, quindi, nell'innalzamento della severità del trattamento sanzionatorio all'interno della

lesioni meno gravi prodotte dai comportamenti omologhi. Già Frosali si era riferito alla sussidiarietà per spiegare perché, nel caso in cui vengano integrate più fattispecie di una medesima norma, una sola sanzione debba essere irrogata, quella corrispondente alla fattispecie che realizzatasi nel modo più grave, v. FROSALI R.A., *Concorso*, cit., 628 ss. In realtà, il riferimento all'interesse leso e all'intensità della lesione non ci pare potrebbe costituire un riferimento incontrovertibile per distinguere i casi di applicazione *cumulativa* da quelli di applicazione *alternativa* delle varie fattispecie: con particolare riferimento alla manipolazione del mercato, abbiamo già evidenziato come il mercato (o l'investimento in esso circolante), in ragione della propria dimensione sovra-individuale, abbia scarsa efficienza selettiva ed ermeneutica. Di unicità del reato in presenza di un unico evento lesivo parla, nel contesto del problema qui in analisi, DELOGU T., *Le norme penali congiunte*, in *Annali di dir. proc. pen.*, 1936, 527 s. Proprio con riferimento all'art. 501 c.p., della medesima opinione è VASSALLI G., *Le norme*, cit., 363. L'impossibilità di ledere un macro-bene esclude che l'intensità dell'offesa possa essere un criterio appagante, posto che essa si manifesta come un pericolo, che è un *giudizio* e non un *fatto graduabile* dal punto di vista della gravità. Sull'insufficienza del criterio del bene giuridico leso, tra gli altri, v. anche BRICOLA F., *Il rapporto di alternatività tra le fattispecie di falso in copie autentiche previsto dall'art. 478 c.p.*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 1960, 565 s.

(22) Come sottolineato da VASSALLI G., *Le norme*, cit., 379.



cornice edittale dell'art. 185 t.u.f., forse anche a questo scopo particolarmente ampia.

4. *Il problema del concorso eterogeneo tra aggio e manipolazione del mercato: l'art. 185 t.u.f. al cospetto delle incriminazioni del codice civile (art. 2637 c.c.) e del codice penale (art. 501 c.p.).*

L'impostazione dei rapporti tra fattispecie incriminatrici è un problema che, dal punto di vista metodologico, richiede una scelta di campo, posto che i criteri risolutivi della convergenza di diverse disposizioni rispetto ad un medesimo fatto sono, come noto, vari e ognuno di essi è articolato secondo differenti declinazioni al proprio interno. La criticabilità dei criteri valutativi di *consunzione* e *sussidiarietà* (23) impone di concentrare l'attenzione sul criterio legale di specialità al fine di definire i reciproci rapporti tra l'incriminazione di *manipolazione del mercato*, quella di aggio (art. 2637 c.c.) e quella di *rialzo o ribasso fraudolento di prezzi sul pubblico mercato o nelle borse di commercio* (art. 501 c.p.); escludiamo fin d'ora dall'orizzonte dell'analisi la fattispecie di *manovre speculative su merci* (art. 501-bis c.p.), in cui il riferimento a materie prime, generi alimentari di largo consumo e prodotti di prima necessità, quali oggetti materiali dell'azione, ambienta l'incriminazione in un contesto ben lontano da quello finanziario, vale a dire in una situazione emergenziale realizzatasi in ambiti commerciali quotidiani.

Poiché tutte e tre le disposizioni tutelano il medesimo interesse, di nessun aiuto è il bene giuridico, come parametro valoriale in grado di rendere l'offesa e la sua intensità elementi indicativi della norma prevalente: i criteri di *consunzione* e *sussidiarietà* sono pertanto immediatamente posti fuori causa.

(23) Per una serie di critiche ai due criteri, nell'ottica della centralità del principio di specialità, cfr. MANTOVANI F., *Concorso e conflitto di norme nel diritto penale*, Bologna, 1966, 99 ss. Di recente, lo stesso A. (MANTOVANI F., *Diritto penale, P.te gen.5*, Padova, 2007, 465) evidenzia come: «[...] In conclusione, in base al nostro diritto positivo il concorso apparente combacia con l'intero ambito del concorso di norme, cioè con tutte le fattispecie in rapporto di specialità e di specialità reciproca. Il concorso eterogeneo di reati si restringe al non-concorso di norme, riguardando cioè le fattispecie in rapporto di interferenza, di eterogeneità, di incompatibilità. E la relazione di «interferenza per la condotta» è l'unica che permette di configurare il concorso formale di reati» (corsivi dell'A.).

Neppure il riferimento alla *specialità in concreto* (24) può ottenere un migliore risultato: la mediazione del fatto storico non è in grado di fornire una soluzione soddisfacente poiché il concorso apparente intercorre *tra norme* poste nella loro relazione astratta, senza che una valutazione attinente a un piano completamente distinto, *naturalistico*, possa intervenire a stabilire quale delle due debba prevalere. Solo il confronto immediato e diretto tra gli elementi delle fattispecie astratte permette di cogliere che la specialità non esiste solo quando le due norme abbiano sostanzialmente *gli stessi elementi costitutivi* e una delle due li descriva però in termini più generali (o, viceversa, più specifici), ma soprattutto quando siano *presenti elementi diversi in una delle due*, che si *aggiungono* ad un insieme di elementi *comuni ad entrambe*: il punto è allora identificare *entro quale limite tale diversità di elementi costitutivi diventi una preclusione al riscontro di un concorso apparente di norme* e apra la strada al riconoscimento del concorso di reati.

Dal punto di vista *concettuale* e *definitorio*, la *mera interferenza tra norme* e la *specialità reciproca tra due norme* appartengono ad un medesimo fenomeno giuridico: la *specialità bilaterale*. Occorre, pertanto, evitare l'errore di considerare la specialità *reciproca* e specialità *bilaterale* come espressioni sinonimiche, poiché, in realtà, la prima è una *species* della seconda.

Due norme sono *reciprocamente speciali*, quando ciascuna possiede elementi speciali (per specificazione) rispetto all'altra, oppure allorché una contiene componenti *che specificano* gli estremi costitutivi dell'altra e quest'ultima menziona un elemento *aggiuntivo* che non è presente nella prima (se *entrambe* prevedessero elementi *aggiuntivi* si ricadrebbe nella *mera interferenza*).

Nell'ipotesi della *mera interferenza*, invece, tale rapporto si concretizza nella presenza, *in ognuna delle due disposizioni normative*, di elementi *peculiari*, diversi ed aggiuntivi rispetto a quelli presenti nell'altra, così che, in definitiva, le due *fattispecie astratte* contemplanò più di un elemento di estraneità l'una rispetto all'altra.

Quando vi è più di un elemento di estraneità tra due norme, la materia da esse regolata finisce per essere *diversa*, rendendo applicabile la

(24) Su cui v., in senso critico, MARINUCCI G.-DOLCINI E., *Manuale*, cit., 427, che ne disconoscono l'autonomia e, prima ancora, la correttezza logica.

disciplina del concorso (formale) di reati e non certo quella dell'art. 15 c.p., il cui presupposto operativo è, come noto, l'identità della materia regolata. L'interferenza è, quindi, una specialità bilaterale per aggiunta.

In definitiva, nella specialità reciproca, nessuna delle due norme presenta elementi aggiuntivi rispetto a quelli previsti dall'altra, oppure solo una delle due possiede nel proprio modello legale un estremo non previsto dall'altra: ogni volta in cui ciascuna figura criminosa possiede componenti normative che non compaiono nell'altra ci troveremmo al cospetto di una mera interferenza tra norme, con la conseguente applicazione di entrambe al caso concreto.

Quando si presenta un caso di specialità bilaterale, questa può essere, rispettivamente, per specificazione o per aggiunta unilaterale: se questo accade è integrato il dato saliente del criterio di specialità che è la convergenza di due fattispecie su una medesima materia (25).

Esempio di specialità reciproca era, proprio in tema di reati connessi alle turbative di mercato, il rapporto tra l'art. 501 c.p. e l'art. 2628 c.c. pre-riforma, l'aggiotaggio commesso dall'amministratore (elemento proprio dell'art. 2628 c.c.), al fine di turbare il mercato interno (art. 501 c.p.). Un fenomeno di interferenza tra norme si riscontrerebbe invece di fronte al caso concreto dell'atto sessuale tra ascendente e discendente, ipotesi in cui l'atto sessuale è il momento di intersezione tra la figura dell'incesto e quella della violenza sessuale, senza che vi siano altri elementi di raccordo tra le due fattispecie (26).

La regolamentazione giuridica di tale fenomeno di compresenza di norme è contenuta all'art. 15 c.p. Si tratta di una disposizione che consta di due parti, la prima delle quali stabilisce il presupposto per l'operatività del principio di specialità: la regolazione della stessa materia da parte di entrambe le previsioni normative. La materia regolata rimane la stessa anche quando in una delle due disposizioni sono presenti dei termini aggiuntivi rispetto all'altra: proprio l'assenza, nella fattispecie generale, di un elemento con cui confrontare l'elemento presente nella

(25) Per tale eloquente *actio finium regundorum* tra concorso apparente di norme e concorso di reati, cfr. DE FRANCESCO G.A., *Lex Specialis*, Milano, 1980, 60 ss. Per una compiuta elaborazione dei criteri distintivi tra specialità bilaterale e interferenza, cfr. MANTOVANI F., *Concorso*, cit., 230 ss.

(26) Esempio proposto, prima della riforma dei delitti sessuali nel 1996, da DE FRANCESCO G.A., *Lex Specialis*, cit., 21 s.

fattispecie speciale rende impossibile verificare un rapporto di diversità tra gli elementi costitutivi delle due norme (27).

La seconda parte dell'art. 15 c.p. mira, invece, a identificare, in via generale, quale delle norme regolanti la stessa materia debba prevalere. Poiché l'art. 15 c.p. pone in primo piano il termine legge come riferimento del rapporto di specialità, in dottrina si è sostenuto che, per individuare la norma speciale, occorre avere riguardo primariamente al campo applicativo dei complessi legislativi di cui le norme convergenti facciano parte: sarebbe pertanto speciale, e quindi dovrebbe applicarsi, quella contenuta nel testo legislativo rivolto ad un numero più contenuto di destinatari (28).

Nel riferirsi alla legge e non alla singola disposizione, il legislatore avrebbe, pertanto, implicitamente ammesso l'esistenza di ipotesi di specialità differenti da quella unilaterale tra fattispecie. Se esistesse solo tra fattispecie, infatti, il riferimento ad una specialità tra leggi sarebbe superfluo, o addirittura foriero di contraddizioni e confusioni: si pensi al caso di una fattispecie speciale in una legge generale che entrasse in concorso apparente con una fattispecie generale, ma contenuta in una legge speciale (29). In realtà, il riferimento al rapporto di specialità tra leggi dovrebbe valere a regolare il caso in cui la specialità unilaterale tra norme non è in grado di identificare la disposizione prevalente in caso di convergenza (30), cioè il caso di fattispecie reciprocamente speciali.

(27) Come notato da DE FRANCESCO G.A., *Lex*, cit., 59.

(28) Che una legge sia speciale allorché il legislatore disciplini in modo particolare una categoria di fatti già regolati da un'altra normativa, in considerazione della qualità dei soggetti o delle condizioni in cui il reato è commesso, è sostenuto da MANTOVANI F., *Concorso*, cit., 444 ss.

(29) In realtà, la contraddizione viene superata con riferimento alle ipotesi di specialità bilaterale, poiché in questi casi rimangono sempre delle fattispecie concrete ricomprese nella fattispecie generale (in quanto contenuta nella legge generale), che, non potendo essere risolte con l'applicazione della fattispecie contenuta nella legge speciale, implicano il ricorso alla fattispecie contenuta nella legge più ampia. Lo sviluppo di tali argomentazioni è in DE FRANCESCO G.A., *Lex*, cit., 129 s.

(30) È la posizione di DE FRANCESCO G.A., *Lex*, cit., 127 ss.

4.1. *La manipolazione del mercato e la fattispecie codicistica di aggioaggio di cui all'art. 501 c.p.: una mappatura dei reciproci rapporti.*

Concretizzando il discorso con riferimento alle fattispecie di aggioaggio ed incominciando dai rapporti tra l'art. 185 t.u.f. e la disposizione più risalente, rubricata *rialzo e ribasso fraudolento di prezzi sul pubblico mercato o nelle borse di commercio*, la relazione è da impostare in termini di *specialità reciproca*, precisamente *per aggiunta unilaterale*. La fattispecie contenuta nel t.u.f. *specificata*, infatti, che l'oggetto della manipolazione è costituito da strumenti finanziari quotati, mentre l'art. 501 c.p. si riferisce in generale a merci e valori; quest'ultima incriminazione *aggiunge* però, rispetto all'art. 185, la finalità «di turbare il mercato interno dei valori o delle merci». Non deve ingannare la presenza, nella disposizione più recente, dell'estremo delle operazioni simulate: non si tratta di un'aggiunta alla fattispecie codicistica, tale da impostare un rapporto tra le due incriminazioni in termini di specialità per aggiunta *bilaterale* e quindi sul mero piano *dell'interferenza*: come abbiamo detto nel paragrafo precedente, le *operazioni simulate* costituiscono un concetto ricavabile dalla categoria *dell'artificio* e pertanto la loro espressa menzione all'art. 185 t.u.f. rappresenta una mera *specificazione* del concetto di artificio presente anche all'art. 501 c.p.

Bisogna, quindi, rifarsi ai rapporti tra le 'leggi' entro cui compaiono le due incriminazioni. Certamente l'art. 501 fa parte del complesso normativo più generale in ambito penale – il codice – che proprio in quanto testo di riferimento per i consociati, seppure sempre più circondato dalla marea montante della legislazione speciale (31), aspira a fungere da tavola dei valori e catalogo delle fattispecie dotate di più marcato disvalore e, tendenzialmente, di più immediata percepibilità per la collettività (32). Viceversa, l'art. 185 compare in un *testo non penalistico*, il t.u.f., come *strumento di chiusura* a carattere punitivo di un *sistema normativo speciale* dedicato alla regolazione dei mercati finanziari, per reprimere condotte connotate da un'accentuata tecnicità. Ne consegue che la disposizione prevalente in caso di concorso apparente non possa

(31) Sul ruolo del codice nel diritto penale contemporaneo cfr., per tutti, PALIERO C.E., *L'autunno del patriarca*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 1994, 1223 s.

(32) Sul carattere di legge penale generale del codice penale, cfr. DE FRANCESCO G.A., *Lex*, cit., 127.

che essere quella dettata *ad hoc* per i comportamenti patologici dei mercati finanziari.

Se si ritenesse inconferente il riferimento all'ampiezza del testo normativo in cui compaiono le due fattispecie convergenti, la soluzione non muterebbe utilizzando il criterio della *funzione degli elementi differenziali*: per l'Autore alla cui posizione abbiamo ritenuto di aderire, quello appena accennato sarebbe uno strumento concettuale suppletivo, da utilizzare qualora ci si imbattesse nella presenza di due disposizioni, bilateralmente speciali, *della medesima legge* (33).

Sul presupposto che gli elementi speciali non hanno la medesima importanza nell'ambito delle disposizioni cui appartengono, né svolgono il medesimo ruolo, l'analisi della funzione degli indici differenziali induce ad individuare nell'art. 185 t.u.f. la disposizione prevalente: l'identificazione del *tipo di oggetto della speculazione* illecita nello *strumento finanziario* esprime una maggiore idoneità dell'incriminazione del t.u.f. ad affrontare le forme più moderne di manipolazione, mentre il soffermarsi della figura codicistica sull'aspetto psicologico della *finalità di turbativa*, peraltro relegata all'angusta dimensione del mercato interno, comprova l'obsolescenza – determinata da un approccio al contempo *'naïf'* e nazionalistico – dell'art. 501 c.p.

4.2. *La manipolazione del mercato e la figura di aggioaggio contemplata dal codice civile (art. 2637 c.c.).*

Veniamo ora ai rapporti tra l'art. 2637 c.c. e 185 t.u.f. Rispetto all'art. 2637 c.c., ovviamente nella parte dedicata all'aggioaggio su strumenti finanziari, il riparto delle aree applicative sembra più agevole. Le norme si presentano in rapporto di specialità unilaterale, ancora una volta in ragione dell'oggetto materiale della condotta: mentre l'art. 185 t.u.f. descrive condotte di manipolazione *genericamente riferite a strumenti finanziari*, l'art. 2637 c.c. si riferisce specificamente a strumenti finanziari *non quotati* o per i quali non è stata richiesta l'ammissione alle negoziazioni in un mercato regolamentato. Si possono però ipotizzare casi di società che emettono tanto strumenti finanziari *quotati*, quanto

(33) Per un'articolata disamina del criterio della funzione svolta dagli elementi differenziali tra due disposizioni normative, cfr. DE FRANCESCO G.A., *Lex*, cit., 138 ss.

titoli *non quotati* e lo schema manipolativo sia stato predisposto in relazione *all'attività complessiva della società*: in questa eventualità – che peraltro realizza una delle più insidiose forme di manipolazione: si pensi alla crisi dei *subprime* statunitensi (34) – alcuni ritengono che le incriminazioni di aggrottaggio concorrano, altri che la norma del t.u.f. dovrebbe essere ritenuta l'unica applicabile e quella del codice civile considerata sussidiaria (35).

Se è vero che la manipolazione del mercato *degli strumenti quotati* deve essere normativamente considerata alla luce del significato economico complessivo dell'operazione, evitando di moltiplicare l'applicazione della *stessa norma* per il numero di condotte che compongono il complessivo schema manipolativo, quando il progetto speculativo coinvolge *entrambe le tipologie di strumenti finanziari* (quotati e non quotati), osta ad una configurazione unitaria del fatto la considerazione che le *due diverse norme incriminatrici* sono specificamente dirette ad un tipo di strumenti finanziari, ognuno avente alle spalle altrettante situazioni criminologiche e normative. La manipolazione di strumenti *quotati* ha ad oggetto titoli di una società che si muove nel contesto delle regole e delle reti protettive predisposte dal t.u.f., mentre l'aggrottaggio di titoli *non quotati* si indirizza a valori mobiliari sottratti ai controlli e ai rimedi di un

(34) I *subprime* costituiscono prestiti che vengono concessi ad un soggetto che non può accedere ai tassi di interesse di mercato, in quanto ha avuto problemi pregressi nella sua storia di debitore. I prestiti *subprime* sono rischiosi sia per i creditori sia per i debitori, vista la pericolosa combinazione di alti tassi di interesse, cattiva storia creditizia e situazioni finanziarie poco chiare, associate a coloro che hanno accesso a questo tipo di credito. A fronte della rischiosità di tali prestiti, le banche statunitensi hanno emesso strumenti finanziari derivati volti a trasferire il rischio di credito. In particolare, si trattava di obbligazioni ottenute mediante la cartolarizzazione dei mutui immobiliari, contenente una componente derivativa, cioè collegata all'andamento dei prezzi di altri beni o titoli; esse sono state accompagnate da contratti di assicurazione, per 'coprire' il rischio di insolvenza dell'emittente delle obbligazioni stesse e garantire la restituzione del capitale versato (tali contratti di assicurazione prendono il nome di *credit default swap*). I contratti di assicurazione hanno poi iniziato ad essere scambiati su mercati *non regolamentati*, che garantivano profitti maggiori, fino a che, alla fine del 2006, non è stato necessario esigere l'esecuzione dei contratti di assicurazione per le insolvenze dei mutuatari *subprime* che a loro volta hanno determinato l'inadempimento degli emittenti delle obbligazioni: ciò ha infine causato una serie di fallimenti a catena nel sistema bancario e assicurativo.

(35) La prima soluzione, la concorrenza tra le due fattispecie, è sostenuta da SANDRELLI G., *I reati di market abuse*, in *Rivista* 231, 2006, 79; la seconda, favorevole alla preminenza applicativa dell'art. 185 t.u.f., da AMATI E., *La manipolazione del mercato: il reato*, in *Le nuove leggi civili commentate*, 2007, 1058.

mercato sorvegliato come quello della Borsa e rispetto ai quali emergono esigenze di tutela autonome.

In quest'ultima ipotesi, l'unitarietà *economica* della manipolazione deve, quindi, essere scissa forzatamente (per poi essere ricollegata tramite l'istituto della *continuazione*), non potendosi pretermettere che il contesto *normativo* attuale – diversamente da quanto accade nel contesto della *section 10 (b)* del *Securities and Exchange Act* statunitense (36) – considera come *diverse* le condotte indirizzate *anche* a titoli *non quotati*.

5. *I criteri differenziali tra illecito amministrativo e illecito penale di manipolazione del mercato: il 'tasso di artificiosità' della condotta o il grado dell'anticipazione della tutela. Critica.*

Un problema di convergenza tra norme si manifesta infine, in modo peculiare, tra la fattispecie *penale* e quella *amministrativa* di manipolazione del mercato. Il disposto dell'art. 187-ter t.u.f., infatti, assoggetta a sanzione amministrativa, dopo averle descritte in modo più articolato ed analitico, lo stesso tipo di condotte criminalizzate dall'art. 185 t.u.f. La sovrapposizione tra le due norme è poi definitivamente esplicitata dalla clausola di apertura della disposizione punitiva amministrativa che stabilisce la propria applicabilità anche quando vengano integrati gli estremi dell'omonimo reato: come noto, l'art. 187-ter esordisce, infatti, facendo salve le sanzioni penali *quando il fatto costituisca reato*.

L'enucleazione di un'*area di autonomia* tra le due disposizioni, in cui trovi applicazione una sola di esse senza sovrapporsi all'altra, potrebbe, *prima facie*, dipendere da due parametri discretivi:

- i) il criterio del 'tipo di artificio', per cui sarebbe rilevante il *maggiore livello di artificiosità* della condotta descritta nella fattispecie penale rispetto a quella amministrativa;

(36) Il *Securities and Exchange Act* del 1934, alla *section 10 (b)* prevede: «It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of any means or instrumentality of interstate commerce or of the mails, or of any facility of any national securities Exchange [...] (b) to use or employ, in connection with the purchase or sale of any security registered on a national securities exchange or any securities not so registered, any manipulative or deceptive device or contrivance in contravention of such rules and regulations as the Commission may prescribe as necessary or appropriate in the public interest or for the protection of investors».

ii) il criterio del 'tipo di pericolo', che punta l'accento sulla *diversa anticipazione della tutela* che caratterizzerebbe l'art. 187-ter (illecito di pericolo *astratto*), rispetto all'art. 185 (illecito di pericolo *concreto*).

Benché questi due profili vengano spesso analizzati congiuntamente (37), a nostro parere essi vanno invece tenuti distinti. Il problema dell'*artificiosità del comportamento* attiene all'*intensità del disvalore della condotta* e, quindi, alla maggiore o minore probabilità di determinare un errore nel pubblico in ragione dell'*insidiosità dell'inganno*; la tematica della *natura del pericolo* attiene alla *tipizzazione dell'offesa e all'accertamento che compete al giudice nel processo*.

Il criterio del '*tipo di artificio*' è stato impiegato dalla giurisprudenza, muovendo dalla riflessione sulla nozione di *artificio* penalmente rilevante. Questo termine, presente anche nella fattispecie amministrativa (cfr. art. 187-ter, co. 3, lett. c) e d)), alluderebbe, nel contesto di quest'ultima, a condotte truffaldine ed artificiose solo *astrattamente* produttive di un pericolo per il mercato, in quanto *connotate da un minore grado di frodolenza* (38). Più precisamente, la Cassazione ha affermato che la fattispecie *penale* si indirizzi a condotte connotate da *artifici e simulazione* concretamente pericolosi per il bene protetto, mentre quella *amministrativa* si riferirebbe a condotte qualificabili come *truffaldine e artificiose latu sensu* intese: l'art. 187-ter t.u.f. si limiterebbe quindi a predisporre una tutela anticipata ed astratta del mercato, riferendosi a 'forme di disturbo', di minore rilievo rispetto all'alterazione del mercato penalmente rilevante.

Sulla scia della posizione *giurisprudenziale* sopra ricordata, la *dottrina* ha affermato che gli articoli 185 e 187-ter t.u.f. si pongono in rapporto scalare, per cui la lett. b) del co. 3 dell'art. 187-ter t.u.f. manifesterebbe «senza alcuna pudicizia la scelta del legislatore di etichettare come manipolazione del mercato [...] condotte irrimediabilmente prive di connotazione di falsità e frodolenza, [...] del tutto sformite della capacità ingannatoria insita nei concetti di simulazione e artificio, ma

(37) Ad esempio, nella sentenza Cass. sez. VI, 16 marzo 2006, in *Cass. pen.*, 2007, 56.

(38) Cass., sez. VI, 16 marzo 2006, cit.

non per questo non in grado di influenzare il corso dei prezzi, fissandolo ad un livello 'artificiale o anormale'» (39).

Ulteriormente, è stato sostenuto che in nessuna delle condotte descritte dalla fattispecie di cui all'art. 187-ter, a differenza di quanto accade per l'art. 185, sia presente il collegamento *tra condotta decettiva e pericolo di alterazione del prezzo*: dovrebbero, pertanto, integrare l'illecito amministrativo quelle condotte che si connotino per la violazione di regole tecniche attinenti al contenimento del rischio e alla corretta formazione dei prezzi e, quindi, siano fraudolente solo genericamente (40).

Il legislatore, recependo la direttiva 2003/6/CE, avrebbe, così, operato una duplice scelta: da una parte avrebbe rinnegato l'equivalenza tra concetto di *manipolazione del mercato* e il paradigma della *condotta artificiosa e fraudolenta*; dall'altra, avrebbe ricondotto le operazioni manipolative non basate sul compimento di artifici, ma in grado di influire direttamente sulla determinazione dei prezzi mediante l'abuso di una posizione dominante, tra gli illeciti amministrativi: solo l'art. 187-ter co. 3, lett. b) t.u.f., contemplerebbe, infatti, le operazioni che fissano i prezzi ad un *livello anomalo e artificiale* (41).

Il criterio distintivo del grado di artificiosità della condotta pare in realtà impraticabile, proprio con riferimento al contesto finanziario. Anche nel contesto di una *concezione gradualistica dell'illecito*, l'artificio costituisce un elemento *non declinabile* quanto alla propria insidiosità in un settore di disciplina ove emergono interessi sovra-individuali: se l'insidiosità dell'artificio si misura, in una relazione *tra individui*, a partire dal grado di vulnerabilità della vittima all'inganno, in un contesto *finanziario* l'inganno appare standardizzato e monolitico e la sua gradazione appare impossibile, in considerazione del contesto

(39) Così MAGRO M. B., *Le manipolazioni di mercato tra illecito penale e illecito amministrativo*, in *Cass. pen.*, 2007, 68 s. Della stessa opinione PREZIOSI S., *La manipolazione di mercato nella cornice dell'ordinamento comunitario e del diritto penale italiano*, Bari, 2008, 193 ss.

(40) In questo senso, PREZIOSI S., *La manipolazione*, cit., 194, 197; in giurisprudenza, di recente, Corte App. Torino, 23 gennaio 2008, in *Soc.*, 2008, 1103 ss. Sostiene che solo l'illecito penale di manipolazione del mercato e non quello amministrativo contempli, da una parte, la concreta idoneità della condotta ad alterare i prezzi e, dall'altra parte, la valenza frodatrice della condotta, Cass., VI, 16 marzo 2006, in *Cass. pen.*, 2007, 56.

(41) In questi termini, MAGRO M. B., *Manipolazioni di mercato e strumenti derivati*, in *Diritto della banca e dei mercati finanziari*, 2007, 69 ss.

spersonalizzato in cui avviene il fatto. Come insegnato da Pedrazzi, nell'ambito dei mercati mobiliari la dissimulazione ed ogni forma di 'artificio minore', magari attinente alle prospettive speculative future dello scambio finanziario, sono degni di repressione *al pari del raggio più insidioso* (42).

Non pare che, in uno scenario speculativo collettivo, siano reperibili parametri per 'misurare' il grado di insidiosità dell'artificio, che portino ad applicazioni oggettivamente verificabili: posto che il mercato può essere manipolato anche tramite la combinazione di condotte in sé lecite, certamente non ci si può accontentare di analizzare la singola transazione commerciale; occorrerebbe allora considerare l'«impatto» sugli operatori che la manovra ha prodotto, ma di nuovo ci si troverebbe davanti al dato di fatto che, trattandosi di fattispecie in cui le condotte tipiche si indirizzano a destinatari *spersonalizzati e numericamente indeterminati*, è impossibile graduare il disvalore di azione espresso dal termine artificio in termini di maggiore o minore capacità ingannatoria se non a patto di indebite ed opinabili presunzioni.

Con specifico riferimento a quella modalità di manifestazione della manipolazione, che si presenta come *abuso di una posizione dominante*, basta qui ricordare quanto affermato nella prima parte di questo lavoro, vale a dire che anche in tali forme di turbativa del mercato è presente una componente artificiosa (43): il reperimento di una controparte contrattuale è reso possibile proprio dal *nascondimento della restrizione della concorrenza*. Peraltro, anche una considerazione nascente da un breve sguardo al passato, vale a dire alle fattispecie di aggio che si sono succedute a partire dal codice penale francese del 1810 e dai Codici penali preunitari, evidenzia come la repressione dell'alterazione del mercato abbia sempre avuto, esplicitamente o implicitamente, due anime: non solo la punizione del *comportamento fraudolento tout court* rispetto agli altri operatori, ma anche la sanzione della *restrizione indebita della concorrenza*, mediante la creazione di poteri di mercato.

Questa duplicità di piani emerge, ad esempio, all'art. 419 del c.p. francese del 1810, che recita: «Tutti coloro, i quali, con *fatti falsi e calunniosi sparsi a bella posta nel*

(42) Per le riflessioni in ordine alla rilevanza penale degli artifici 'minori', PEDRAZZI C., *Problemi*, cit., 88 ss.

(43) Cfr. Parte I, cap. II, § 4.1.

*pubblico*, con offerte superiori ai prezzi che i venditori stessi domandavano, riunendosi di intelligenza fra i principali detentori di una stessa mercanzia o derrata, tendente a non venderla o a venderla ad un determinato prezzo [...] avranno prodotto l'aumento o il ribasso dei prezzi delle derrate o delle mercanzie, o delle cedole ad effetti pubblici [...] saranno puniti [...]» (44). Medesimo il tenore dell'art. 389 c.p. sardo del 1859: «Coloro che, *spargendo fatti falsi nel pubblico*, e facendo offerte maggiori del prezzo richiesto dai venditori stessi, o concordandosi coi principali possessori di una medesima mercanzia o derrata, perobé non sia venduta ad un determinato prezzo [...] saranno puniti [...]» (45).

Occorrono poche parole rispetto al parametro individuato nel '*tipo di pericolo*'. Esso mira a distinguere le due fattispecie di manipolazione in base alla morfologia del pericolo considerato nella propria tipicità: mentre la fattispecie penale esigerebbe la realizzazione di un pericolo concreto per il bene protetto, quella amministrativa si accontenterebbe di una propensione lesiva generale della condotta, disponendo, pertanto, una maggiore rete protettiva rispetto all'integrità del mercato; la prognosi lesiva non potrebbe essere smentita, infatti, in quest'ultimo caso, dalla conformazione effettiva della situazione di riferimento (46).

Al di là dei dubbi della qualificazione del reato di cui all'art. 185 t.u.f. come illecito di pericolo solo tendenzialmente concreto (47), occorre ora sottolineare che, se si facesse dipendere la distinzione tra i due illeciti di manipolazione dal *tipo di giudizio* che il giudice è tenuto a svolgere, il risultato sarebbe assolutamente fuorviante; al di là delle pretese legislative, l'operazione che il giudice compie in sede processuale è, in entrambi i casi, *l'esclusione dei decorsi causali alternativi a quello riconducibile alla condotta dell'accusato*, che possano spiegare una data

(44) Sulla presenza della libera concorrenza tra gli scopi di tutela di questa incriminazione cfr. SVAMPA A., *La repressione de delitto di aggio dalla Rivoluzione francese al codificazione Rocco*, in *Giust. pen.*, 1992, 372.

(45) Il codice penale toscano del 1853, almeno secondo alcuni interpreti, reprimeva anche l'aggio all'art. 202 lett. a): «sono puniti coloro che, in tre o più persone, usano violenza ad oggetto di restringere ed impedire in qualunque maniera la libertà dell'industria o del commercio»; cfr. CRIVELLARI G., *L'aggio secondo il nuovo codice penale. Scritti teorico-pratici sulla nuova legislazione penale italiana*, V, II, Bologna, 1933, 167 ss.

(46) Chiarissima sul punto, Corte App. Torino, 23 gennaio 2008, cit., 1103 ss. Il problema della distinzione tra le due fattispecie in base alla diversa anticipazione della tutela (maggiore nell'art. 187-bis t.u.f., più attenuata nell'art. 185 t.u.f.) ritorna anche nella sentenza Cass., sez. VI, 16 marzo 2006, cit. come notato da AMATI E., *La disciplina della manipolazione del mercato tra reato ed illecito amministrativo. Primi problemi applicativi*, in *Giur. comm.*, 2007, 999; e MIEDICO M., *La manipolazione del mercato: illecito penale o illecito amministrativo?*, in *Soc.*, 2007, 632.

(47) Cfr. Parte III, cap. I, § 3.

alterazione delle quotazioni. Ricollegare la distinzione tra i due illeciti alla tipologia di giudizio di pericolo veicolata da ciascuno di essi sarebbe, quindi, una mistificazione teorica, poiché in realtà le operazioni ricostruttive del giudice si rivelano in entrambi i casi le medesime.

5.1. *Il problematico rapporto tra illecito amministrativo e reato: la proposta di un'actio finium regundorum alternativa.*

La peculiarità del rapporto tra i due illeciti di manipolazione del mercato è determinata, come detto al paragrafo precedente, dalla clausola di apertura dell'art. 187-ter t.u.f., che, facendo salve le sanzioni penali quando ricorrano gli estremi del reato, esprime non la sussidiarietà della disposizione amministrativa, ma la cumulatività di quest'ultima con la fattispecie criminosa di cui all'art. 185 t.u.f.

Quella di cui all'art. 187-ter t.u.f. è, quindi, una clausola di esclusione della sussidiarietà e non già una clausola di sussidiarietà espressa: essa vale a preservare la duplicità dei piani di ascrizione degli illeciti, la coesistenza di illecito penale ed amministrativo, che altrimenti sarebbe stata ridotta alla sola disposizione penale in via interpretativa, sulla base di un rapporto di sussidiarietà tacita della norma amministrativa rispetto a quella penale (48).

(48) In dottrina, oltre a chi sostiene, come detto più volte, che la distinzione andrebbe rinvenuta nell'assenza di connotati fraudolenti e truffaldini nella fattispecie di manipolazione del mercato amministrativa, vi è chi ritiene che i rapporti tra la fattispecie penale e quella amministrativa di manipolazione del mercato andrebbero impostati in termini di specialità bilaterale e quindi il criterio ermeneutico si ricaverrebbe dall'art. 9, l. 689/1981, ovvero, in caso di concorso formale in concreto, alla luce del principio di consunzione, che imporrebbe che la figura più grave, il delitto, consumi ed escluda quella meno grave, l'illecito amministrativo, cfr. PALIERO C.E., "Market abuse" e legislazione penale: un connubio tormentato, in *Corr. merito*, 2005, 811; seppure in termini problematici, anche MELCHIONDA A., (aggiotaggio) ed all'art. 185 d. lgs. 24/2/1998 n. 58 (manipolazione del mercato), in LANZI A.-CADOPPI A. (a cura di), *I reati societari*, 2007, 264. Della stessa opinione SANTORIELLO C., *Il reato di manipolazione del mercato*, in Santoriello C. (a cura di), *La disciplina penale dell'economia*, I, Torino, 2008, 794. Condivide lo spirito di congruenza di tale ultima soluzione con i principi generali dell'ordinamento, sottolineandone però le difficoltà che ne deriverebbero sul piano applicativo, stante l'autonomia dei procedimenti, AMATI E., *La manipolazione del mercato: l'illecito amministrativo*, in *Le nuove leggi civili commentate*, 2007, 1073. Sostiene, invece, che il significato della clausola di esordio della fattispecie amministrativa sia quello di evitare che l'inflazione della sanzione amministrativa pregiudichi il procedimento penale qualora vi siano gli estremi dell'art. 185 t.u.f., con il risultato che si produrrebbe un cumulo tra le due risposte sanzionatorie, LUNGHINI G., *La manipolazione del*

È però da escludere che la convergenza delle due fattispecie sia assoluta e totale: rimangono, infatti, spazi per ridurre le qualificazioni di un medesimo fatto ad un'unica norma applicabile. Questi i due fattori differenziali tra le disposizioni in analisi:

- a) il primo attiene alla possibilità di un'imputazione colposa della fattispecie amministrativa;
- b) il secondo è costituito dalla presenza, nella fattispecie penale, dell'elemento valutativo (alla soglia quantitativa indeterminata di punibilità) dell'alterazione sensibile del prezzo degli strumenti finanziari.

Quanto all'elemento *sub a)*, non occorre spendere molte parole, poiché la possibilità di un rimprovero per colpa della condotta manipolativa discende dalla comune struttura dell'imputazione soggettiva propria degli illeciti amministrativi, stabilita dall'art. 3, l. 689/1981 (49). Occorre solo sottolineare come si tratti di un criterio distintivo più apparente che reale, poiché la manipolazione, anche nel contesto della fattispecie amministrativa, viene descritta in termini tanto pregnanti dal punto di vista del disvalore di intenzione da rendere pressoché teorica l'ipotesi della perpetrazione colposa della turbativa di mercato (50).

Quanto al dato *sub b)*, il requisito della sensibile alterazione del prezzo di uno o più strumenti finanziari sancisce la specialità dell'art.

mercato, in *Dir. pen. proc.*, 2005, 1479; v. anche ROSSI A., *Le fattispecie penali di aggiotaggio e manipolazione del mercato (artt. 2637 c.c. e 185 d. lgs. 24 febbraio 1998, n. 58): problemi e prospettive*, in Dolcini E. - Paliero C.E. (a cura di), *Studi in onore di G. Marinucci*, III, Milano, 2006, 2644 e ALESSANDRI A., *Attività d'impresa e responsabilità penali*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 2005, 555; più di recente, MIEDICO M., *La manipolazione*, cit., 631 s. Da ultimo, Preziosi ha ritenuto che la clausola di apertura della fattispecie amministrativa vada intesa come deroga al principio di specialità nei casi di coincidenza tra alcune sottofattispecie di illecito amministrativo e la fattispecie di illecito penale: in queste ipotesi la clausola «salve le sanzioni penali quando il fatto costituisce reato» sancirebbe la prevalenza dell'art. 185 t.u.f., in applicazione del criterio di consunzione; cfr. PREZIOSI S., *La manipolazione*, cit., 208 s. Nel senso del cumulo si è spesso espressa anche la giurisprudenza di merito, Trib. Milano, 31 maggio 2006, in *Foro Ambr.*, 368; Trib. Milano, 23 novembre 2006, in *Foro Ambr.*, 483.

(49) Sulla ortodossia dell'art. 187-ter rispetto agli ordinari criteri di imputazione soggettiva degli illeciti amministrativi, GARGANI A., *Artt. 187-bis - 187-septies*, in *L.p.*, 2006, 96.

(50) Come da tempo sottolineato da PEDRAZZI C., *Problemi*, cit., 49,

185 rispetto alla violazione di cui all'art. 187-ter (51), che non prevede tale elemento valutativo. La «sensibile alterazione del prezzo» costituisce l'unico, ma significativo elemento differenziale delle due fattispecie, che per il resto configurano un modello comportamentale identico (eccezion fatta per alcuni veicoli della falsità, nel caso di manipolazione informativa (52)).

Il pericolo è, quindi, il dato distintivo tra le due figure, sebbene non con riferimento ad un maggior grado di anticipazione della tutela che caratterizzerebbe l'illecito amministrativo rispetto a quello penale (entrambe le fattispecie sono connotate in termini di pericolosità astratta), bensì rispetto al carattere dimensionale che deve possedere il pericolo nella fattispecie penale (53): il momento distintivo risiede nell'intensità dell'alterazione che la condotta descritta dall'art. 185 t.u.f. è suscettibile di produrre, escludendo il riferimento al grado di probabilità

(51) Ritiene di potere ricorrere al principio di specialità previsto dall'art. 9 della l. 698/1981 nel caso in cui una condotta presenti il requisito della concreta idoneità a provocare una sensibile alterazione del prezzo di strumenti finanziari e quindi tale estremo renderebbe l'art. 185 t.u.f. sempre prevalente rispetto all'art. 187-ter nei casi di concorso apparente, PAONESSA C., "Restyling" europeo delle sanzioni amministrative per gli illeciti finanziari, in *Dir. prat. soc.*, 2006, 44.

(52) Si noti che, mentre la fattispecie penale si riferisce solo alla diffusione di notizie false, quella amministrativa contempla anche informazioni fuorvianti e voci e notizie false e fuorvianti.

(53) Secondo una sentenza della Suprema Corte del 2006 (Cass. pen., VI, 16 marzo 2006, in *Giur. comm.*, 2007, 985 ss.), quanto al tipo di anticipazione, le due disposizioni si differenzerebbero, oltre che per una più dettagliata previsione delle condotte punibili ai sensi dell'art. 187-ter, soprattutto per il riferimento al dato quantitativo dell'alterazione del prezzo degli strumenti finanziari causato dalle operazioni poste in essere sul mercato, presente solo nella disposizione penale. Quanto al grado dell'anticipazione, nell'art. 187-ter, manca del tutto il riferimento alla stessa idoneità della condotta ad alterare i prezzi di mercato. Questa opzione in ordine al concorso delle due norme ha il pregio di appoggiarsi alla loro conformazione letterale. L'art. 187-ter tipizza direttamente un elenco articolato di condotte cui riconnette la sanzione senza accertare la presenza di un'idoneità alterativa, che è, invece, elemento indispensabile per la tipicità penale. Il dato differenziale ha spinto molti a ritenere che la fattispecie penale disegni un illecito di pericolo concreto, mentre quella amministrativa di pericolo astratto o presunto, cfr., in questo senso AMATI E., *La disciplina*, cit., 998; sottolineano come il dato differenziale tra le due fattispecie sia la diversa soglia di anticipazione della tutela anche CACCAMO V., *Art. 185*, in *L.p.*, 2006, 90 s. e GARGANI A., *Art. 187-bis*, cit., 107. Ciò non toglie che, eliminata sulla base della modalità di accertamento del pericolo una parte dell'area di sovrapposizione tra le due norme, nei casi in cui ricorrano i requisiti del reato, verrà integrata anche la fattispecie amministrativa: vale a dire che rispetto a condotte che siano riconosciute idonee ad influenzare direttamente il corso delle quotazioni, vi è una duplicazione del carico sanzionatorio.

dell'alterazione. La norma incriminatrice estromette dal proprio perimetro tutte le condotte inidonee a provocare una sensibile variazione dei prezzi, relegandole all'esclusivo dominio della fattispecie amministrativa.

L'art. 185 t.u.f. è quindi prevalente in riferimento all'intensità lesiva della condotta, in quanto è connotata in termini 'di maggior pericolo' per l'interesse degli investimenti sul mercato, rispetto ad una fattispecie di 'pericolo meno grave' per il medesimo interesse, rappresentata dall'art. 187-ter t.u.f., che rinuncia a richiedere la capacità dell'azione tipizzata di produrre un'alterazione sensibile del prezzo, accontentandosi di un'idoneità generale a fornire indicazioni false o fuorvianti (art. 187-ter co. 1, co. 3, lett. a) e lett. d)) ovvero a fissare il prezzo di uno o più strumenti finanziari ad un livello anomalo o artificiale (art. 187-ter, co. 3, lett. b)).

Questo tipo di rapporto, se non fosse stata prevista la clausola di apertura dell'art. 187-ter, giustificerebbe un rapporto di sussidiarietà tacita (o consunzione, a seconda delle opzioni dogmatiche) tra le due norme, a tutto vantaggio di quella penale (54). La presenza di tale clausola opera, invece, un rovesciamento dei rapporti tra le due norme: il requisito aggiuntivo concernente la sensibilità dell'alterazione rende inapplicabile la norma penale in caso di alterazioni non sensibili, mentre la formula di esordio dell'art. 187-ter t.u.f. rende applicabile la fattispecie amministrativa – strutturalmente più generale rispetto a quella penale e comunque descrittiva di un livello di offesa più intenso alla stabilità del mercato – anche nel caso in cui sia presente il requisito aggiuntivo dell'alterazione sensibile.

La duplicità degli illeciti permane anche qualora la specialità e – da altro punto di vista – la sussidiarietà tacita, indurrebbero ad applicare la sola sanzione penale. Differentemente da ogni ipotesi di concorso apparente di norme il concorso effettivo è escluso solo in senso unidirezionale, cioè rispetto alla fattispecie più specifica ed offensiva: l'assenza del requisito della sensibile alterazione vale a impedire l'applicabilità dell'art. 185 t.u.f., mentre la presenza di tali requisiti è idonea ad escludere l'integrazione dell'art. 187-ter t.u.f., che trova

(54) L'impostazione del rapporto tra fattispecie di pericolo e fattispecie di maggiore pericolo in termini di sussidiarietà tacita della prima rispetto alla seconda è di FROSALI R.A., *Concorso*, cit., 597 ss.



comunque applicazione, «salve le sanzioni penali quando il fatto costituisce reato».

Ne consegue che la fattispecie di manipolazione del mercato prevista dall'art. 187-ter è la norma di indefettibile applicazione, la disposizione di contrasto generale rispetto ai fenomeni di mercato, cui si sovrappone, come una sorta di 'canone inverso', la fattispecie penale nei casi *più intensi o più specifici* – a seconda che si acceda ad una lettura dei rapporti tra le due norme in chiave di *sussidiarietà* o di *specialità* – di aggressione alla stabilità del mercato.

Il criterio della *sensibilità dell'alterazione* vale quindi, accanto alla presenza di un elemento soggettivo tipicamente doloso, a distinguere l'illecito penale da quello amministrativo, che prescinde dal 'requisito ponderale' dell'art. 185 t.u.f.

Si tratta di una soluzione di continuità tra le due norme basata su un riferimento quantitativo indeterminato, che riflette un modello di distinzione tra il piano della responsabilità penale e quello della responsabilità amministrativa già conosciuto dal nostro ordinamento. Si ritrova, infatti:

- i) tra le fattispecie punitive *in materia di stupefacenti*, in cui la sanzione amministrativa prende il posto di quella penale *a seconda della quantità della sostanza stupefacente oggetto della condotta* di importazione, esportazione, acquisto, ricezione e detenzione;
- ii) tra gli illeciti concernenti il *contrabbando doganale*, in un cui l'ammontare dei diritti di confine evasi segna il confine tra responsabilità penale e responsabilità da illecito amministrativo (cfr. art. 295-bis del testo unico delle leggi doganali (d.p.r. 43/1973);
- iii) nel sistema punitivo *tributario*, in cui le condotte di dichiarazione fraudolenta mediante altri artifici, dichiarazione infedele e omessa dichiarazione (rispettivamente artt. 3, 4 e 5 d. lgs. 74/2000) non sono punibili, ma sottoposte alla sanzione amministrativa stabilita dagli artt. 1, 2, 5 e 8 del d. lgs. 471/1997, se l'ammontare dell'imposta invasa non supera le soglie quantitative stabilite da ciascuna incriminazione (55);

(55) Per un'analisi degli esempi citati nel testo, cfr. FALCINELLI D., *Le soglie di punibilità tra fatto e definizione normo-culturale*, Torino, 2007, 132 ss.

infine,

- iv) nell'ambito dei *reati societari*; dopo l'interpolazione degli artt. 2621 e 2622 c.c. ad opera della l. 262/2005, è, infatti, prevista una simbolica responsabilità amministrativa (in quanto la sanzione è comminata per quote e non è eseguibile) (56) per chi commetta un falso in bilancio che non superi le soglie di punibilità delineate, rispettivamente, dal terzo e dal settimo comma delle disposizioni citate. Questa ipotesi di falso infra-soglia è penalmente irrilevante, integrando solo un illecito amministrativo.

In tutte queste ipotesi, la sanzione penale è però *alternativa* a quella amministrativa; nel sistema degli illeciti in materia di manipolazione del mercato, invece, la fattispecie amministrativa trova *indefettibile applicazione*, sola o congiunta con quella penale, qualora ricorrano anche gli estremi di quest'ultima.

La ricostruzione dei rapporti tra le due fattispecie *astratte* appena fornita è assolutamente *teorica*. Nella prassi, alla luce delle considerazioni svolte fin qui in ordine all'indefettibilità di un'*effettiva alterazione dei prezzi* per la definizione *concettuale* dei fenomeni manipolativi (e, soprattutto, per la loro ricostruzione *processuale*), la *sensibilità* viene sempre intesa come *qualifica* dell'*evento* di variazione delle quotazioni, piuttosto che del *pericolo* che tale variazione si verifichi.

Nonostante lo 'slittamento' della soglia di punibilità, quest'ultima mantiene la funzione delimitativa tra illecito penale ed amministrativo, anzi, la ricollocazione di siffatto estremo costituisce forse l'unico modo per attribuire un significato ad esso e riconoscergli una reale capacità applicativa: la sensibilità può essere attribuito di un *fatto* o di un *evento reali*, mentre più difficilmente è spendibile in relazione ad un pericolo, cioè ad una *situazione potenziale* non realizzata concretamente, come vorrebbero le fattispecie di manipolazione del mercato e di aggiotaggio.

(56) Sull'assenza di ogni coerenza nell'intervento normativo del 2005 in tema di falso infrasoglia, cfr. ZANNOTTI R., *Il nuovo*, cit., 176.

## CONCLUSIONI

All'esito dell'analisi sul sistema repressivo della manipolazione del mercato emerge l'immagine di un intervento punitivo estremamente anticipato, precauzionale, volto a neutralizzare rischi non riferiti a specifici beni, ma ad un interesse politico generale a che la ricchezza diffusa in una società non sia depredata dalle callide, e al contempo opache, mani di abili e spregiudicati manipolatori. Un'istanza pubblica di *sicurezza economica*, insomma, assai affine ad istanze securitarie emerse in tanti altri settori del diritto, spinge le fattispecie penali oltre le 'colonne d'Ercole' del pericolo e del danno (1).

Perfettamente coerente con l'impostazione politico-criminale volta a creare una rete *protettiva* per i *risparmiatori* e *punitiva* per gli *speculatori* è la costruzione di un tipo legale estremamente *flessibile*, al limite dell'*indeterminatezza*, suscettibile di essere ricostruito di volta in volta in funzione del caso concreto. In un rapporto circolare, *l'anticipazione dell'intervento penale* a condotte *in sé* lecite crea *indeterminatezza* della descrizione di ciò che è vietato e, a sua volta, la *vaghezza del tipo* è funzionale ad accrescere i *connotati preventivi* dell'incriminazione, rendendola capace di applicarsi anche alle zone di opacità della condotta economica, in cui è difficile scindere la speculazione spregiudicata dalla manipolazione.

Abbiamo cercato di scolpire con la massima precisione possibile i tratti dell'illecito di cui all'art. 185 t.u.f. e, in particolare, del concetto di *artificio*. Alla fine della nostra analisi siamo stati costretti ad ammettere che non è possibile ricostruire in astratto una tassonomia delle azioni artificiose, poiché la funzione del lemma 'artificio' è aprire la norma incriminatrice alla realtà mutevole degli scambi finanziari: l'artificio è un

(1) L'emersione di bisogni di sicurezza e prevenzione anche nel diritto penale dell'economia e dell'impresa è sottolineata, di recente, da DONINI M., *La sicurezza come orizzonte totalizzante del discorso penalistico*, in Donini M.-Pavarini M., *Documento introduttivo al Convegno Sicurezza e diritto penale*, Modena, 20-21 marzo 2009, 7 ss. del dattiloscritto.

concetto relazionale, esso deve essere ricavato guardando sinotticamente alla condotta dell'agente, all'*impatto sul mercato* e al *contesto della condotta* (2).

Anziché giustapporre all'analisi del diritto interno una panoramica delle scelte legislative di più Paesi diversi, abbiamo tentato di confrontarci con un diritto straniero per individuare le forze profonde che fattualmente muovono le 'zolle tettoniche' sui si appoggiano i sistemi giuridici (3). A questo scopo abbiamo scelto l'ordinamento normativo più influente sotto il profilo economico e politico, nonché con più esperienza nel contrasto alle frodi finanziarie, cioè quello statunitense. È emersa dalla ricerca comparatistica la rappresentazione della nostra attuale regolazione penale del mercato come un 'organismo giuridico geneticamente modificato', cioè generato secondo schemi estranei ai riferimenti di scienza della legislazione e alla tradizione giuridica nazionale, frutto di un'interazione imitativa tra la normativa *comunitaria* e l'esempio *americano*, il cui risultato è stato poi innestato nel corpo dell'ordinamento finanziario *italiano*.

Non deve stupire allora l'eccentricità dell'intera disciplina degli abusi di mercato rispetto al sistema penale: dall'*indeterminatezza* dei concetti impiegati, agli *anomali rapporti con l'illecito amministrativo*, alle *distorsioni generate dall'interazione tra la norma incriminatrice e il processo*, alla *parossistica sproporzione del trattamento sanzionatorio* rispetto agli altri reati economici contigui a livello contenutistico: si tratta di sintomi indicativi di una parziale crisi di rigetto del nostro ordinamento rispetto ad istituti ed approcci estranei al contesto normativo di riferimento e che possono essere mantenuti entro quest'ultimo solo a prezzo di gravi tensioni sistematiche.

Solo alcune parole in ordine all'apparato sanzionatorio della manipolazione del mercato: non abbiamo ritenuto di analizzare

(2) Sottolinea come la portata tipizzante del reato e dell'illecito di manipolazione del mercato sia estremamente ridotta e che sostanzialmente si tratti di illeciti destinati ad essere individuati dalla prassi SEMINARA S., *Crisi finanziaria e disorientamenti etici e giuridici*, in *Dir. pen. proc.*, 2009, 272.

(3) La sollecitazione ad evitare l'esercizio di una sedicente comparazione sterile, benché condotta con minuziosa acribia, ma a confrontarsi con gli altri ordinamenti e con la realtà delle soluzioni normative da questi offerte, ALESSANDRI A., *Impresa e giustizia penale: tra passato e futuro. Un'introduzione*, in AA.VV., *Impresa e giustizia penale: tra passato e futuro*, Milano, 2009, 15.

approfonditamente tale profilo perché il solo confronto tra le sanzioni principali (sia amministrative che penali) previste per una condotta manipolativa – cui vanno aggiunte confisca, pene interdittive, sanzioni amministrative accessorie, responsabilità della persona giuridica per il reato e per la violazione amministrativa – e quelle previste per le altre incriminazioni societarie e finanziarie è sufficiente a far constatare che le pene introdotte per le turbative dei mercati finanziari sono irragionevolmente sproporzionate per eccesso.

La proporzione tra reato e pena non è un requisito razionalmente verificabile sulla base del mero confronto tra disvalore del fatto e *quantum* di sanzione comminata dalla singola incriminazione: se così fosse, ritenere una sanzione appropriata quantitativamente ad un illecito sarebbe un apprezzamento sempre opinabile, suscettibile di venire riscontrato o meno a seconda dei giudizi di valore dell'interprete e degli assunti politico-criminali di partenza. La valutazione sulla proporzione implica, invece, l'analisi di un *requisito di sistema*, che nasce dalla considerazione sinottica tra *singola norma* e *ordinamento* che la contiene, da accertare nel contesto del trattamento punitivo previsto per illeciti contigui dal punto di vista delle *condotte vietate* e delle *funzioni politico-criminali* svolte (4).

Gli squilibri tra il trattamento sanzionatorio previsto dalle fattispecie di falsità contabili e quello della manipolazione del mercato sono gravidi di conseguenze strutturali per il diritto penale economico: in questo settore non emerge la capacità dell'ordinamento di *orientare razionalmente le scelte dei destinatari dei precetti*, poiché il legislatore non esprime alcuna direttiva coerente di contrasto a forme di illegalità economica che pure sono strettamente intrecciate (l'inganno ai destinatari delle comunicazioni sociali è, infatti, un modello comportamentale assai prossimo all'inganno al pubblico degli investitori perpetrato da un *manipulator*).

Dopo aver tematizzato il rapporto tra modelli di disciplina delle turbative dolose dei corsi azionari, nello sviluppo della ricerca è via via apparso come decisivo un secondo piano di indagine, quello

(4) Sulla proporzione come ragionevolezza della risposta sanzionatoria della singola norma, da valutare alla stregua dell'intero sistema cfr., DE FRANCESCO G.A., *Diritto penale. I fondamenti*, Torino, 2008, 12.

dell'*enforcement* dell'incriminazione di manipolazione del mercato, come momento in cui la norma penale 'prende vita' e esprime i tratti più oscuri della propria natura (5).

È, infatti, l'*enforcement* a indicare l'illecito penale come la scelta primaria di contrasto a questa forma di illegalità economica: dal punto di vista della forza applicativa delle disposizioni in analisi, emerge come, di fatto, la repressione amministrativa faticosa a raggiungere risultati apprezzabili; la *sussidiarietà* dell'illecito penale rispetto a quello amministrativo è costretta a cedere il passo alla *relativa* maggiore *effettività* degli apparati giudiziari penali (seppure anch'essa sia scarsa *in assoluto*) rispetto a quelli amministrativi. Quest'ultimo punto, sia detto per inciso, pone molte ombre sulla crescita progressiva del potere delle autorità indipendenti in ambito economico e sul sempre più stretto legame funzionale tra organismi di vigilanza a livello sovranazionale: è dubbio che tale maggiore potere possa realmente corrispondere ad un migliore controllo della manipolazione e degli illeciti finanziari in generale (6).

È sempre l'*enforcement* a dimostrare come il processo ricostruisca la fattispecie incriminatrice di cui all'art. 185 t.u.f., reinterprestando più che liberamente (seppur non senza validi motivi) i vincoli della legalità penale: si segnalano l'inserzione di un evento di alterazione, la trasformazione del giudizio di pericolo in un accertamento causale negativo, volto a escludere decorsi causali alternativi, la definizione casistica e situazionale del concetto di artificio.

È, infine, ancora il momento dell'*enforcement*, precisamente la complessità dell'accertamento giudiziale, a veicolare surrettiziamente l'allocatione della competenza a conoscere del fatto manipolativo a Milano: la definizione, in via di fatto, di una procura e di un tribunale specializzato, *ratione loci*, esprime la necessità di una preparazione tecnica superiore in chi persegue e giudica gli illeciti finanziari. Si tratta di un'esigenza che meriterebbe senz'altro la formalizzazione di soluzioni alternative di gestione dei processi, ad esempio la creazione di sezioni

(5) Il fenomeno è suscettibile di una lettura allargata a molte e diverse fattispecie del diritto penale economico, come notato da AMODIO E., *I reati economici nel prisma dell'accertamento processuale*, in AA.VV., *Impresa*, cit., 267.

(6) Sull'inefficienza delle autorità di vigilanza a cogliere i segnali iniziali della crisi finanziaria originata dai c.d. mutui *sub-prime* ONADO M., *Gli scandali societari italiani*, in AA.VV., *Impresa*, cit., 67.

specializzate di rilevanza distrettuale, al pari dei modelli di contrasto alla criminalità organizzata (7).

A conclusione della nostra riflessione è ormai possibile identificare quale sia, per il legislatore, il radicale dilemma alla base della tutela penale degli investimenti finanziari: si tratta di scegliere tra l'adozione di una norma *tassativa*, che 'si lasci sfuggire' alcune forme di manipolazione, soprattutto quelle di nuova elaborazione, e l'impiego di una norma *efficace* (8) rispetto alla repressione dei fenomeni di manipolazione del mercato, che però non sia in grado di tracciare una linea di confine certa tra penalmente lecito ed illecito in contesto finanziario.

La domanda fondamentale posta in seno alla dottrina americana, ma trasponibile senza difficoltà anche nello scenario degli ordinamenti europei, è quindi se sia possibile prevenire la manipolazione del mercato senza ricorrere ad una regola residuale, senza cioè 'scendere a patti con il diavolo', barattando la *capacità del sistema normativo di controllare efficacemente le multiformi sfaccettature della manipolazione del mercato con la indeterminatezza della norma incriminatrice* ed i conseguenti profili di *imprevedibilità* dell'ambito applicativo della fattispecie per gli operatori economici (9).

La soluzione del problema potrebbe essere rintracciata nella costruzione di un sistema normativo integrato, basato su un doppio cerchio di norme: il primo, più interno, composto da fattispecie assistite da un alto tasso di determinatezza, descrittive degli stilemi comportamentali sicuramente dotati di capacità manipolativa; il secondo, esterno al primo, costituito da un'unica disposizione, a

(7) Suggestisce, di recente, la costituzione di uffici requirenti e giudicanti specializzati in materia economico-finanziaria SEMINARA S., *Crisi*, cit., 275.

(8) Ovviamente parlare di efficacia della norma incriminatrice presuppone la verifica delle reali dimensioni della cifra oscura relativa ai reati di manipolazione del mercato e della intensità dei processi di selezione. Si tratta di aspetti criminologici che esulano dall'impostazione della presente indagine.

(9) Le torsioni e le trasformazioni registrate dal nostro sistema punitivo riflettono dinamiche che vanno ben al di là dei confini nazionali e forse anche comunitari; la definitiva eclisse della determinatezza e della tassatività nell'ambito del diritto penale dell'economia è un fenomeno infatti avvertito nitidamente anche dalla dottrina tedesca, cfr. LÜDERSSEN K., *Funktionsfähigkeit der Finanzmärkte und Wirtschaftsstrafrecht - Eröffnet die "Finanzkrise" neue, kriminalisierende Perspektiven?*, relazione provvisoria presentata al Convegno *Sicurezza e diritto penale*, Modena, 20-21 marzo 2009, 3 del dattiloscritto.

carattere residuale, che funge da *framework* rispetto alle norme del primo 'cerchio' ed impedisca a condotte manipolative di nuova concezione o così sofisticate da sfuggire alle maglie delle prime fattispecie, di andare esenti da ogni conseguenza sanzionatoria. Al fine di prevenire una «crisi da incontenibilità» (10) del diritto punitivo dei mercati, tale regola non può che avere la morfologia di una *standard rule*, una clausola di carattere generale che vieti il compimento di condotte fraudolente rispetto al mercato, posto che nessuna norma casistica può contenere tutte le combinazioni di comportamenti che conducono ad un prezzo artificiale (11). Un ragionevole livello di prevedibilità anche in relazione a tale disposizione dovrebbe essere garantito da *provvedimenti interpretativi* che la aggiornino e concretizzino ogni volta che se ne evidenzii il bisogno, ricorrendo al potere regolamentare dell'autorità di vigilanza. L'intervento dell'autorità amministrativa pare giustificato dalla natura tecnica dell'integrazione di cui ha bisogno la disposizione extrapenale, dalla mutevolezza e dal presumibile numero delle pratiche manipolative da ricondurre ad essa (12): il modello, seppur solo tendenziale, potrebbe essere costituito dalla *section 9 del Securities and Exchange Act*, una disposizione capace di essere interpretata molto estensivamente (13).

Alla violazione dei due tipi di regola devono ovviamente conseguire reazioni punitive differenziate. La reazione *penale* può accompagnarsi solo alla norme del primo cerchio, dotate di un significativo tasso di precisione e determinatezza ed in quanto tali suscettibili di

(10) Sul significato dell'espressione, si rimanda a PALIERO C.E., *L'autunno del patriarca. Rinnovo o trasmutazione del diritto penale dei codici?*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 1994, 1238.

(11) Sul rapporto tra efficienza della norma e specificità della stessa cfr., EHRlich I.-POSNER R.A., *An Economic Analysis of Legal Rulemaking*, in 3 *J. Legal Stud.*, 1974, 268.

(12) Particolarmente significative, a questo proposito, le parole di THEL, § 850,000 in *Six Minutes - The Mechanics of Securities Manipulation*, in 79 *Cornell L. Rev.*, 1994, 297: «[...] practices in financial markets change quickly, so that even if a perfect set of rules could be drafted, they might soon become obsolete. Accordingly, the SEC and markets themselves are likely to do better a job of regulation than Congress, because administrative rules can be modified as their consequences become clear or practices change. Finally, precise rules will leave loopholes, especially if practices evolve more quickly than rules. Judicious use of rule 10b-5 for novel or outrageous conduct can provide a useful backup to the regulatory scheme».

(13) Si è detto, anzi, in dottrina che essa è priva di capacità autolimitativa, cfr. STARR J.R.-HERMAN D., *The Same Old Wine in a Brand New Bottle: Applying Traditional Market Manipulation Principles to Internet Stock Scams*, in 29 *Sec. Reg. L. J.*, 2001, 243: «the specific prohibitions of Section 9 (a) are illustrative rather than self-limiting».

un'applicazione prevedibile da parte degli operatori economici. Alla violazione della *standard rule* può conseguire, invece, solo un complesso di sanzioni 'minori', ma non per questo meno temute dagli operatori: sanzioni interdittive o reputazionali (consistenti, ad esempio, nella comunicazione al pubblico degli investitori che l'operatore ha violato il dovere di comportamento non manipolativo). Dal punto di vista dell'*enforcement*, mentre le norme criminali troverebbero la propria sede in un procedimento garantito, da parte di organi della magistratura, l'applicazione della *standard rule*, che si indirizza specificamente a quelle particolari tecniche di *trading* manipolativo che sfuggono alle rigide maglie della repressione penale, dovrebbe essere affidata dell'autorità di settore, anche in ragione della complessità tecnica dell'accertamento richiesto.

A ciascuna categoria di disposizioni finirebbe così per corrispondere una tipologia di poteri: alle fattispecie del primo circolo un potere normativo *rappresentativo*, costituito dal consueto binomio Parlamento-Governo, mentre a quella del secondo circolo il potere *tecnocratico*, imposto dalla tirannica complessità dei mercati, dell'autorità amministrativa indipendente, che al contempo *aggiorna* la disposizione e la *applica*.

Benché in procinto di terminare la nostra analisi, siamo ancora lontani dal poter trarre delle conclusioni definitive, ma possono essere fissati degli interrogativi che coinvolgono il senso stesso dell'intervento pubblico sull'economia e che esigono una risposta più generale di quella che potrebbe fornire una ricerca strettamente attinente al diritto penale.

Che la 'mano invisibile del mercato' sia un mito è ormai assodato (14); sulla scena rimangono solo molte 'mani visibili' mosse da sistemici conflitti di interessi: la domanda è solo se il diritto penale sarà in grado di associare ad esse dei 'volti' e poi delle responsabilità senza rinunciare alla *determinatezza* del tipo in cambio di una *maggiore praticabilità processuale* della fattispecie punitiva e senza impiegare la *proporzionalità e razionalità dell'intervento penale* come contropartita rispetto all'ottimizzazione della *capacità simbolica e generalpreventiva dalla norma incriminatrice*.

(14) A tal punto da fornire il titolo ad una recente opera monografica, cfr. RONCAGLIA A., *Il mito della mano invisibile*, Bati, 2005, *passim*.

Si tratterebbe, non c'è dubbio, di compromessi 'di corto respiro' ed incompatibili con i vincoli costituzionali in cui si devono mantenere le scelte sulle incriminazioni e le tecniche di tutela del legislatore storico. L'efficienza dell'*enforcement* non è quasi mai un problema di praticabilità processuale della fattispecie, ma di tempi e di risorse degli apparati e perciò, a nostro parere, può essere raggiunta solo con soluzioni che rimodellino un rito idoneo a trattare fattispecie di tale complessità, anche dal punto di vista della vittimizzazione (15). Allo stesso modo, la *funzione generalpreventiva della incriminazione* e, correlativamente, la *fiducia nel mercato* possono essere assicurate, e certo non è innovativo dirlo, più che da una *severità* 'randomizzata' delle sanzioni, dalla *prontezza dell'attivazione* degli apparati punitivi.

Alla legge penale appartiene il compito, non delegabile, di definire chiaramente le condotte punibili *attraverso gli elementi del tipo* ed il dovere di riferirsi, nel cristallizzare un disvalore, a strutture significative del reale e fatti verificabili (16). La *determinatezza* e la *personalità della responsabilità*, ben più dell'individuazione di una connessione di rischio prossimo con un definito bene giuridico, sono i veri baluardi di garanzia che devono essere strenuamente difesi, *in primis* dalla scienza penale, poiché realmente erosi dal modello contemporaneo di legislazione in ambito economico, non solo nel nostro ordinamento. La *sicurezza economica* non può essere, insomma, scambiata con l'*insicurezza su ciò che può essere punito* (17).

(15) L'inadeguatezza del rito processuale ordinario rispetto ai grandi scandali economici contemporanei è sottolineata da ALESSANDRI A., *Impresa*, cit., 47.

(16) Sul problema della verificabilità delle disposizioni penali, del controllo sui presupposti empirici delle scelte di incriminazione e dello scrutinio di ragionevolezza sulle fattispecie incriminatrici, imprescindibile il rinvio a PULITANO D., *Giudizi di fatto nel controllo di costituzionalità delle norme penali*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 2008, 1004 ss.

(17) Il diritto penale della sicurezza rischia di «risucchiare» i principi liberali in generale, ben oltre la singola garanzia della determinatezza e precisione dell'incriminazione, come notato da PULITANO D., *Problemi della sicurezza e diritto penale*, relazione provvisoria presentata al Convegno *Sicurezza e diritto penale*, Modena, 20-21 marzo 2009, 16 del dattiloscritto; sul punto, con riferimento tanto al diritto penale sostanziale che a quello processuale, cfr. anche NAUCKE W., *La robusta tradizione del diritto penale della sicurezza: illustrazione con intento critico*, relazione presentata al Convegno *Sicurezza e diritto penale*, Modena, 20-21 marzo 2009, 5 ss. del dattiloscritto.

## BIBLIOGRAFIA

- ABRAMS N., *Federal Criminal Law Enforcement*, in Kadish S. H. (Ed.), *Encyclopedia of Crime and Justice*, New York, 1983, 779;
- ACCINNI G.P., *La "nuova" disciplina dell'informazione privilegiata*, in *La responsabilità amministrativa delle società e degli enti*, 2006, 45;
- ACCINNI G.P., *OPA obbligatoria e condotta "artificiosa" nel reato di aggioaggio cd. "manipolativo"*, in *Riv. soc.*, 2006, 56;
- AGGARWAL R. K.-WU G., *Stock Market Manipulation – Theory and Evidence*, in: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=474582](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=474582);
- AGNINO F., *La sfuggente individuazione del delitto di aggioaggio*, in *Corr. Merito*, 2007, 924;
- AISSEN J.-HANKAMER J., *Ambiguità*, in *Enc. Einaudi*, I, Torino, 1977, 417;
- ALBERT M., *Capitalismo contro capitalismo*, Bologna, 1993;
- ALCÁCER GUIRAO R., *La protección del futuro y los daños cumulativos*, in: [http://criminet.ugr.es/recpc/recpc\\_04-08.pdf](http://criminet.ugr.es/recpc/recpc_04-08.pdf);
- ALESSANDRI A., *Attività d'impresa e responsabilità penali*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 2005, 555;
- ALESSANDRI A., *Impresa (Responsabilità penali)*, in *Dig. disc. pen.*, Torino, 1992, 195;
- ALESSANDRI A., *Impresa e giustizia penale: tra passato e futuro. Un'introduzione*, in AA.VV., *Impresa e giustizia penale: tra passato e futuro*, Milano, 2009, 11;
- ALEXANDER C. R.-ARLEN J.-COHEN M., *Regulating Corporate Fraud Sanctions: Evidence on the effect of the U.S. Sentencing Guidelines*, in *42 J. Law & Econ.*, 1999, 393;
- ALLEN F.-GALE D., *Stock-Price Manipulation*, in *5 Rev. Fin. Stud.*, 1992, 503;
- ALLEN F.-LITOV L.-MEI J., *Large Investors, Price Manipulation, and Limits to Arbitrage: An Anatomy of Market Corners*, in: <http://ssrn.com/abstract=604302>;

- ALSTON W.P., *Filosofia del linguaggio*, Bologna, 1971;
- AMATI E., *La disciplina degli abusi di mercato*, in Insolera G. (a cura di), *La legislazione penale compulsiva*, Padova, 2006, 218;
- AMATI E., *La disciplina della manipolazione del mercato tra reato ed illecito amministrativo. Primi problemi applicativi*, in *Giur. comm.*, 2006, 991;
- AMATI E., *La manipolazione del mercato: il reato*, in *Le nuove leggi civili commentate*, 2007, 1056;
- AMATI E., *La manipolazione del mercato: l'illecito amministrativo*, in *Le nuove leggi civili commentate*, 2007, 1066;
- AMBROSETTI E.M.-MEZZETTI E.-RONCO M., *Diritto penale dell'impresa*, Bologna, 2008;
- AMODIO E., *I reati economici nel prisma dell'accertamento processuale*, in AA.VV., *Impresa e giustizia penale: tra passato e futuro*, Milano, 2009, 265;
- ANDENAES J., *La prevenzione nella fase della minaccia, dell'irrogazione e dell'esecuzione della penale*, in Romano M.-Stella F. (a cura di), *Teoria e prassi della prevenzione generale dei reati*, Bologna, 1980, 34;
- ANDERSON R.W., *The Industrial Organization of Future Markets: a Survey*, in ID., *The Industrial Organization of Future Markets*, Lexington, 1984, 10;
- ANGIONI F., *Condizioni di punibilità e principio di colpevolezza*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 1989, 1440;
- ANGIONI F., *Contenuto e funzioni del concetto di bene giuridico*, Milano, 1983;
- ANGIONI F., *Il pericolo concreto come elemento della fattispecie penale<sup>2</sup>*, Milano, 1994;
- ANNUNZIATA F., *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino, 2008;
- ARDIZZONE S., voce *Incolunità pubblica (delitti e contravvenzioni contro la)*, in *Dig. disc. pen.*, VI, Torino, 1992, 369;
- ASHWORTH A., *Principles of Criminal Law<sup>5</sup>*, Oxford-New York, 2006;
- AVGOULEAS E., *The Mechanics and Regulation of Market Manipulation*, Oxford-New York, 2005;
- AVGOULEAS E., *The New EC Financial Markets Legislation: The Emerging Regime for Capital Markets*, in Eeckhout P.-Tridimas T. (Eds.), *The Yearbook of European Law 2004*, Oxford-New York, 2005, 321;
- AYRES I.-BRAITHWAITE J., *Responsive Regulation. Transcending the Regulation Debate*, Oxford-New York, 1992;
- AZZALI Giamp., *Osservazioni sui reati di pericolo*, in Dolcini E.-Paliero C.E. (a cura di), *Studi in onore di G. Marinucci*, II, Milano, 2006, 1335;

- AZZALI Giamp., *Lineamenti dei delitti di agiotaggio nell'attuale legislazione*, in *Riv. trim. dir. pen. ec.*, 1998, 763;
- BACCARI C., *Osservazioni in tema di manipolazione del mercato*, in *Riv. trim. dir. pen. ec.*, 1998, 529;
- BACCO F., *Il delitto di agiotaggio manipolativo: tensioni interpretative ed innovazioni sistematiche nella difficile repressione delle manipolazioni "mascherate"*, in *Giur. merito*, 2008, 2298;
- BADIE B., *Un monde sans souveraineté. Les États entre ruse et responsabilité*, Paris, 1999;
- BAGNOLI M.-LIPMAN B.L., *Stock Price Manipulation through Takeover Bids*, in *27 The Rand J. Econ.*, 1996, 14;
- BAKER J.S. JR., *State Police Powers and the Federalization of Local Crime*, in *72 Temp. L. Rev.*, 1999, 712;
- BALDASSARRE A., *Fonti normative, legalità e legittimità: l'unità della ragionevolezza*, in *Queste istituzioni*, 1991, 64;
- BARTOLI R., *Falsità documentali*, in Cassese S. (diretto da), *Dizionario di diritto pubblico*, Milano, 2006, 2395;
- BARTOLI R., *Il falso per omissione e il falso c.d. implicito tra legalità ed esigenze di tutela*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 2004, 521;
- BARTOLI R., *Incrimazione e giustificazione: una diversa legalità?*, relazione al Convegno *Il primato della legge penale alla prova della "modernità"*, Teramo, 16-17 gennaio 2009;
- BARUCCI E., *Market Abuse Detection: profili teorici ed operativi*, in: [http://www.infogroup.it/conv\\_11\\_97\\_2006/Barucci\\_convegno\\_MF\\_11\\_07\\_06.pdf](http://www.infogroup.it/conv_11_97_2006/Barucci_convegno_MF_11_07_06.pdf);
- BARUCCI E.-FARALLI V., *Una metodologia per l'individuazione di fenomeni di market abuse nei mercati finanziari*, in *Banca impr. soc.*, 2004, 515;
- BATTINI S., *La globalizzazione del diritto pubblico*, in *Riv. trim. dir. pub.*, 2006, 325;
- BEALE S. S., *The Many Face of Overcriminalization: from Morals and Mattress Tags to Overfederalization*, in *54 Am. U. L. Rev.*, 2005, 747;
- BECK U., *La società del rischio. Verso una seconda modernità*, Roma, 2004;
- BELFIORE E., *Contributo alla teoria dell'errore in diritto penale*, Torino, 1997;
- BELLEY J., *Une métaphore chimique pour le droit*, in ID., *Le droit soluble. Contributions québécoises à l'étude de l'internormativité*, Paris, 1996, 7;
- BENABOU R.-LAROQUE G., *Using privileged information to manipulate markets: Insiders, Gurus and Credibility*, in *107 Q. J. Econ.*, 1992, 921;

- BENATTI F., *Danni punitivi e "class action" nel diritto nordamericano*, in *Analisi giuridica dell'economia*, 2008, 231;
- BENUSSI C., *Vantaggi compensativi e infedeltà patrimoniale nei gruppi di società: limite scriminante o "esegetico"?*, in *Studi in onore di G. Marinucci*, III, Milano, 2006, 2157;
- BERNARDI A., *Osservazioni sui principi e criteri direttivi in tema di sanzioni previsti dalle leggi comunitarie 1995-1997 e 1998*, in *Riv. dir. agr.*, 1999, 229;
- BERTI G., *Interpretazione costituzionale. Lezioni di diritto pubblico*<sup>4</sup>, Padova, 2001;
- BHATTACHARYA U.- DAOUK H.-JORGENSEN B.-KEHR C.-H., *When an Event is Not an Event: The Curious Case of an Emerging Market*, (December 1998), in: <http://ssrn.com/abstract=146734>;
- BHATTACHARYA U.-SPIEGEL M., *Insiders, Outsiders and Market Breakdowns*, in *4 Rev. Finan. Stud.*, 1991, 273;
- BIERSCHBACH R.A.-STEIN A., *Overenforcement*, in *93 Geo. L. J.*, 2005, 1744;
- BINDER D., *Obstruction of Justice*, in Kadish S.H. (Ed.), *Encyclopedia of Crime and Justice*, New York-London, 1983, 1091;
- BLACKSTONE W., *Commentaries on the Laws of England (1765-1769)*, IV, Chicago, 1979, 335;
- BLOCH K.E.-MCMUNIGAL K.C., *Criminal Law: A Contemporary Approach*, New York, 2005;
- BONDI E., *"Vuolsi così colà ove si puote ciò che si vuole" (Contributo allo studio delle false comunicazioni sociali)*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 1995, 1177;
- BONINI S., *La repressione delle turbative del mercato*, in Stortoni L.-Meyer A. (coord.), *Diritto penale della banca, del mercato mobiliare e finanziario*, Torino, 2002, 227;
- BOWMAN F.O., *Pour encourager les Autres? The Curious History and Distressing Implications of the Criminal Provisions of the Sarbanes-Oxley Act and the Sentencing Guidelines Amendments That Followed*, in *1 Ohio St. J. Crim. L.*, 2004, 373;
- BRESCIANI L., *187-decies*, in *L.P.*, 2006, 122;
- BRICKEY K.F., *Criminal Mischief: The Federalization of American Criminal Law*, in *46 Hastings L.J.*, 1995, 1172;
- BRICOLA F., *Fatto del non imputabile e pericolosità*, Milano, 1961, ora in Canestrari S.-Melchionda A. (a cura di), *Scritti di diritto penale. Opere monografiche*, Milano, 2000, 201;
- BRICOLA F., *Il rapporto di alternatività tra le fattispecie di falso in copie autentiche previsto dall'art. 478 c.p.*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 1960, 565;

- BRICOLA F., *La discrezionalità nel diritto penale. Nozione e aspetti costituzionali*, ora in Canestrari S.-Melchionda A. (a cura di), *Scritti di diritto penale. Opere monografiche*, Milano, 2000, 511;
- BRICOLA F., *Limite esegetico, elementi normativi e dolo nel delitto di pubblicazioni e spettacoli osceni*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 1960, 752;
- BRIGGS L.A., *Presumptive Mens Rea: An Analysis of the Federal Judiciary's Retreat from Sandstrom v. Montana*, in *64 Notre Dame L. Rev.*, 1989, 367;
- BROMBERG A.R.-LOWENFELS L.D., *Securities Fraud and Commodities Fraud*, New York, 2003;
- BROWN D.K., *Rethinking Overcriminalization*, Bepress Legal Series, Working Paper n. 995, 2006, in: <http://law.bepress.com/cgi/viewcontent.cgi?article=4780&context=expresso>;
- BUKY P.H., *Moral Messengers: Delegating Prosecutorial Power*, in *59 Smu. L. Rev.*, 2006, 336;
- BUKY P.H., *"Carrot and Sticks": post-Enron Regulatory Initiatives*, in *8 Buff. Crim. L. Rev.*, 2004, 288;
- BUKY P.H., *Why Punish?: Trends in Corporate Criminal Prosecutions*, in *44 Am. Crim. L. Rev.*, 2007, 1301;
- BURKE A.-KADISH S.H., *Conspiracy*, in Kadish S.H. (Ed.), *Encyclopedia of Crime and Justice*, New York-London, 1983, 231;
- CACCAMO V., *Art. 185*, in *L.p.*, 2006, 90;
- CADOPPI A., *La genesi delle fattispecie penali. Una comparazione tra civil law e common law*, in Fiandaca G. (a cura di), *Sistema penale in transizione e ruolo del diritto giurisprudenziale*, Padova, 1997, 147;
- CADOPPI A., *Materiali per un'introduzione allo studio del diritto penale comparato*, Padova, 2001;
- CADOPPI A., voce *Mens rea*, in *Dig. disc. pen.*, VII, Torino, 1992, 632;
- CADOPPI A.-VENEZIANI P., *Manuale di diritto penale, P.te gen. e spec.*<sup>3</sup>, Padova, 2007;
- CAGLI S., *Condotta della vittima e analisi del reato. Profili problematici e di teoria generale*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 2000, 1148;
- CAIA G., *Mercati pubblici*, in *Enc. giur. Trecc.*, XX, 1990, Roma, 1;
- CAIANIELLO M.-FRONZA E., *Il principio di legalità nello statuto della corte penale internazionale*, in *Ind. pen.*, 2002, 307;
- CALABRESI G.-BOBBITT P., *Tragic Choices - The Conflicts Society Confronts in the Allocation of Tragically Scarce Resources*, New York-London, 1978;



- CAMERA G., *Spunti di diritto processuale in materia di insider trading e market abuse*, in *Foro ambr.*, 2006, 441;
- CANESTRARI S., *Dolo eventuale e colpa cosciente*, Milano, 1999;
- CANESTRARI S., voce *Reato di pericolo*, in *Enc. giur. Trecc.*, Roma, XXVI, Roma, 1991, 4;
- CANESTRARI S.-CORNACCHIA L.-DE SIMONE G., *Manuale di diritto penale, P.te generale*, Bologna, 2007;
- CAPPELLINA L., *I futures: copertura del rischio finanziario e strumento speculativo*, in [www.Greta.it/wp/98.01.pdf](http://www.Greta.it/wp/98.01.pdf);
- CAPUTO M., *Il diritto penale e il problema del patteggiamento*, Napoli, 2009;
- CARACCIOLI I., *Reati di mendacio e valutazioni*, Milano, 1962;
- CARLTON D.-FISCHEL D., *The Regulation of Insider Trading*, in 35 *Stan. L. Rev.*, 1983, 857;
- CARNAP R., *Significato e sinonimia nei linguaggi naturali*, in ID., *Significato e necessità*, Firenze, 1976, 372;
- CARRARA F., *Programma del corso di diritto criminale (1867)*, Bologna, 1993;
- CASSANI C., *L'insider trading tra indeterminazione ed eccesso di delega*, in *Giur. comm.*, 2005, 115;
- CASSESE S., *Gamberetti, tartarughe e procedure. Standards globali per i diritti amministrativi nazionali*, in *Riv. trim. dir. pubb.*, 2004, 657;
- CASSESE S., *La crisi dello Stato*, Roma-Bari, 2001;
- CASSESE S., *Oltre lo Stato*, Roma-Bari, 2006;
- CASSESE S., *The Globalization of Law*, in: <http://www.iilj.org/events/GAL-Conference.htm>;
- CATENACCI M., *"Legalità" e "tipicità del reato" nello Statuto della Corte penale internazionale*, Milano, 2003;
- CATENACCI M., *I reati di pericolo presunto fra diritto e processo penale*, in Dolcini E.-Paliero C.E. (a cura di), *Studi in onore di G. Marinucci*, I, Milano, 2006, 1415;
- CAVALIERE A., *L'errore sulle scriminanti nella teoria dell'illecito penale*, Napoli, 2000;
- CHANCELLOR E., *Devil Take the Hindmost, A History of Financial Speculation*, New York, 1999;
- CHANENSON S.L., *Guidance from Above and Beyond*, in 58 *Stan. L. Rev.*, 2005, 175;
- CHATTERJEA A.-CHERLAN J.A.-JARROW R.A., *Market Manipulation and Corporate Finance: A New Perspective*, in 22 *Fin. Manag.*, 1993, 202;

- CHATTERJEA A.-JARROW R.A., *Market Manipulation, Price Bubbles, and a Model of the U.S. Treasury Securities Auction Market*, in 33 *J. Fin. Quantitative Anal.*, 1998, 255;
- COFFEE J. C. JR., *Law and the Market: The Impact of Enforcement* (March 7, 2007), *Columbia Law and Economics*, Working Paper No. 304, in: <http://ssrn.com/abstract=867482>;
- COFFEE J., *The Metastasis of Mail Fraud: the Continuing Story of the Evolution of a White Collar Crime*, in 21 *Am. Crim. L. Rev.*, 1983, 3;
- COFFEE J., *Does "Unlawful" Mean "Criminal"? Reflections on the Disappearing Tort/Crime Distinction in American Law*, in 71 *B.U.L. Rev.*, 1993;
- COHEN-TANUGI L., *"I respectfully disagree"*, in 115 *Débat*, 2001, 55;
- COLOMBO G.E., *La "moda" dell'accusa di falso in bilancio nelle indagini della procura della Repubblica*, in *Riv. soc.*, 1996, 713;
- CONSULICH F., *Corruzioni private e pubblico risparmio. Riflessioni teoriche sul nuovo statuto penale del revisore contabile*, in *Giur. comm.*, 2009, 790;
- CONSULICH F., *Falsità nelle relazioni o nelle comunicazioni delle società di revisione*, in De Angelis L.-Rondinone N. (a cura di), *La tutela del risparmio nella riforma dell'ordinamento finanziario*, Torino, 2008, 631;
- CONSULICH F., voce *Tutela del consumatore*, in Palazzo F.C.-Paliero C.E. (a cura di), *Commentario breve alle leggi penali complementari*, Padova, 2007, 2981;
- CONTENTO G., *Corso di diritto penale*, I, Bari, 1996;
- CONTI L., *Rialzo e ribasso fraudolento di prezzi o valori*, in *Noviss. dig. it.*, XV, Torino, 1968, 843;
- CORBETTA S., *Delitti contro l'incolumità pubblica*, I, *I delitti di comune pericolo mediante violenza*, Padova, 2003;
- CORDERO F., *Le situazioni soggettive nel diritto penale*, Torino, 1956;
- CORNACCHIA L., *Concorso di colpe e principio di responsabilità penale per fatto proprio*, Torino, 2004;
- COSTI R., *Note marginali su diritto e giustizia nell'ordinamento dei mercati finanziari*, in AA.VV., *Governo dell'impresa e mercato delle regole. Scritti giuridici per G. Rossi*, I, Milano, 2002, 819;
- CRESPI A., *Aggiotaggio informativo, giurisdizioni "esclusive" e altre curiosità*, in *Riv. soc.*, 2006, 698;
- CRESPI A., *Manipolazione del mercato e manipolazione di norme incriminatrici*, in *Banca, Borsa tit. cred.*, 2009, 107;

- CRIVELLARI G., *L'aggiotaggio secondo il nuovo codice penale. Scritti teorico-pratici sulla nuova legislazione penale italiana*, V, II, Bologna, 1933, 167;
- D'ALESSANDRO E., *Pronunce americane di condanna al pagamento dei punitive damages e problemi di riconoscimento in Italia*, in *Riv. dir. civ.*, 2007, 383;
- D'ANDREA L., *Ragionevolezza e legittimazione del sistema*, Milano, 2005;
- D'AVIRRO A., *Il delitto di dichiarazione fraudolenta mediante uso di fatture o altri documenti per operazioni inesistenti*, in Nannucci U.-D'Avirro A., *La riforma del diritto penale tributario*, Padova, 2000, 73;
- DANIELE M., *Sub art. 8*, in Giarda A.-Spangher G. (a cura di), *Codice di procedura penale commentato*, Milano, 2007, 99;
- DÈ AMICIS G., *Osservazioni in tema di ne bis in idem europeo*, in *Cass. pen.*, 2006, 989;
- DE FRANCESCO G.A., *Diritto penale. I fondamenti*, Torino, 2008;
- DE FRANCESCO G.A., *Dolo eventuale, dolo di pericolo, colpa cosciente e "colpa grave" alla luce dei diversi modelli di incriminazione*, in *Cass. pen.*, 2009, 5013;
- DE FRANCESCO G.A., *Il principio di personalità della responsabilità penale nel quadro delle scelte di criminalizzazione. Suggestioni teleologiche ed esigenze politico-criminali nella ricostruzione dei presupposti costituzionali di riconoscibilità dell'illecito penale*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 1996, 21;
- DE FRANCESCO G.A., *Interessi collettivi e tutela penale. "Funzioni" e programmi di disciplina dell'attuale complessità sociale*, in Dolcini E.-Paliero C.E. (a cura di), *Studi in onore di G. Marinucci*, I, Milano, 2006, 929;
- DE FRANCESCO G.A., *Lex Specialis*, Milano, 1980;
- DE FRANCESCO G.A., *Programmi di tutela e ruolo dell'intervento penale*, Torino, 2004;
- DE MAGLIE C., *L'agente provocatore*, Milano, 1991;
- DE VERO G., *Introduzione al diritto penale*, Torino, 2002;
- DEBONDT W. F. M.- THALER R., *Does the Stock Market Overreact?*, in 40 *J. Fin.*, 1985, 799;
- DEL TUFO V., *Profili della vittimodogmatica*, Napoli, 1990;
- DELLA BELLA A., *Three Strikes and you're out. La Guerra al recidivo in California ed i suoi echi in Italia*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 2007, 832;
- DELMAS-MARTY M., *La mondialisation du droit: chances et risques*, Paris, 1999;
- DELMAS-MARTY M., *Les standards en droit criminel*, in *Rev. Rech. Jur.*, 1988, 1019;
- DELMAS-MARTY M., *Marketing juridique ou pluralisme ordonné*, in 115 *Débat*, 2001, 57;

- DELMAS-MARTY M.-IZORCHE M.L., *Marge National d'appréciations et internationalisation du droit. Réflexions sur la validité formelle d'un droit commun en gestion*, in AA.VV., *Variations autour d'un droit commun. Travaux préparatoires*, Paris, 2001, 73;
- DELOGU T., *Le norme penali congiunte*, in *Annali di dir. proc. pen.*, 1936, 527;
- DELONIS R., *International Financial Standards and Codes: Mandatory Regulation without Representation*, in 36 *N.Y.U.J. Int. L. and Politics*, 2004, 563;
- DENOIX DE SAINT-MARC R., *Pour une stratégie de promotion du droit français*, in 115 *Débat*, 2001, 65;
- DENOZZA F., *Le funzioni distributive del capitale*, in *Giur. comm.*, 2006, 489;
- DENOZZA F., *Le regole della Globalizzazione tra (pretesa) efficienza e (finti) mercati: il caso dei modelli di corporate governance*, in *Giur. comm.*, 2006, 167;
- DEZALAY Y., *I mercanti del diritto*, Milano, 1997;
- DI AMATO A., *Gli abusi di mercato*, in Id. (a cura di), *I reati del mercato finanziario*, in Id. (diretto da), *Trattato di diritto penale dell'impresa*, IX, Padova, 2007, 96;
- DI GIOVINE O., *Il contributo della vittima nel delitto colposo*, Torino, 2003;
- DI GIOVINE O., *L'interpretazione nel diritto penale*, Milano, 2006;
- DI GIOVINE O., *Sul c.d. principio di ragionevolezza nella giurisprudenza costituzionale in materia penale. "A proposito del rifiuto totale di prestare il servizio militare"*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 1995, 159;
- DI MARTINO A., *La frontiera e il diritto penale*, Torino, 2006;
- DI MARTINO C., *Sub Art. 8*, in CONSO G.- GREVI V. (a cura di), *Commentario breve al codice di procedura penale*, Padova, 2005, 16;
- DICK A.-MORSE A.- ZINGALES L., *Who Blows the Whistle on Corporate Frauds?*, Working Paper 12882, National Bureau of Economic Research, 2007;
- DIXIT A.K.-PINDYCK R.S., *Investment under Uncertainty*, Princeton (Nj), 1994;
- DONAVAN L., *Justice Department's Prosecution Guidelines of Little Value to State and Local Prosecutors*, in 72 *J. Crim. L. & Criminology*, 1981, 967;
- DONINI M., *"Danno" e "offesa" nella c.d. tutela penale dei sentimenti*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 2008, 1546;
- DONINI M., *Diritto penale "classico" e diritto penale "moderno"*, in ID., *Il volto attuale dell'illecito penale*, Milano, 2004, 97;
- DONINI M., *Dolo e prevenzione generale nei reati economici. Un contributo all'analisi dei rapporti fra errore di diritto e analogia nei reati in contesto lecito di base*, in *Riv. trim. dir. pen. ec.*, 1999, 1;

- DONINI M., *Il caso Welby e le tentazioni di uno spazio libero dal diritto*, in *Cass. pen.*, 2007, 902;
- DONINI M., *Il delitto contravvenzionale. Culpa iuris e oggetto del dolo nei reati a condotta neutra*, Milano, 1993;
- DONINI M., *Il volto attuale dell'illecito penale*, Milano, 2004;
- DONINI M., *Illecito e colpevolezza nell'imputazione del reato*, Milano, 1991;
- DONINI M., *L'imputazione oggettiva dell'evento*, Torino, 2006;
- DONINI M., *La selezione processuale dell'autore*, in ID., *Il volto attuale dell'illecito penale*, Milano, 2004, 231;
- DONINI M., *La sicurezza come orizzonte totalizzante del discorso penalistico*, in Donini M.-Pavarini M., *Documento introduttivo al Convegno Sicurezza e diritto penale*, Modena, 20-21 marzo 2009;
- DONINI M., *Lo "Tus comune" in un sistema policentrico*, in ID., *Il volto attuale dell'illecito penale*, Milano, 2004, 141;
- DONINI M., *Modelli di illecito penale minore. Un contributo alla riforma dei reati di pericolo contro la salute pubblica*, in Donini M.-Castronuovo D. (a cura di), *La riforma dei reati contro la salute pubblica. Sicurezza del lavoro, sicurezza alimentare, sicurezza dei prodotti*, Padova, 2007, 271;
- DONINI M., *Prospettive europee del principio di offensività*, in Cadoppi A. (a cura di), *Offensività e colpevolezza*, Padova 2002, 116;
- DONINI M., *Sussidiarietà penale e sussidiarietà comunitaria*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 2003, 141;
- DORE R., *Un commento, in Stato e mercato*, 1997, 31;
- DUCOULOUX-FAVARD C.-PERNAZZA F., *Sanzioni e procedure sanzionatorie alla luce della direttiva europea n. 6/2003*, in *Riv. dir. comm.*, 2005, 159;
- DWORKIN R., *Taking Rights Seriously*, Cambridge, 1977;
- EASTERBROOK, F.H., *Monopoly, Manipulation and the Regulation of Futures Markets*, in 59 *J. Bus.*, 1986, 103;
- EATWELL J., *New Issues in International Financial Regulation*, in Ferran G.-Goodhart C. (Eds.), *Regulating Financial Services and Markets in the 21st Century*, Oxford-New York, 2001, 235;
- EDGAR H., *Mens rea*, in Kadish S.H. (Ed.), *Encyclopedia of Criminal Justice*, New York-London, 1983, 1035;
- EHRlich I.-POSNER R.A., *An Economic Analysis of Legal Rulemaking*, in 3 *J. Legal. Stud.*, 1974, 258;
- ENGISCH K., *Untersuchungen über Vorsatz und Fahrlässigkeit im Strafrecht* (1930), Aalen, 1964;

- ENRIQUES L.-GATTI M., *Is There a Uniform EU Securities Law After the Financial Action Plan?*, in: <http://ssrn.com/abstract=982282>;
- FABRIZIO S.-TROVATORE G., *art. 181*, in Rabitti-Bedogni C. (a cura di), *Il testo unico dell'intermediazione finanziaria: commentario al d. lgs 24 febbraio 1998, n. 58*, Milano, 1998, 1001;
- FALCINELLI D., *La mappa cronologica dell'illecito penale: la disciplina del reato nel tempo e gli elementi del tempo del reato*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 2009, 200;
- FALCINELLI D., *Le soglie di punibilità tra fatto e definizione normo-culturale*, Torino, 2007;
- FALLON M., *Le droit communautaire: un espace en expansion continue*, in Gerard P.-Ost F.-Van de Kerchove M. (Eds), *L'accélération du temps juridique*, Bruxelles, 2000, 301;
- FANCHIOTTI V., *Spunti per un dibattito sul plea bargaining*, in Amodio E.-Bassiouni M.C. (a cura di), *Il processo penale negli Stati Uniti d'America*, Milano, 1988, 274;
- FARNSWORTH E.A., *An Introduction to the Legal System of the United States*<sup>3</sup>, New York, 1996;
- FASSÒ G., *Il giudice e l'adeguamento del diritto alla realtà storico sociale*, in *Scritti di filosofia del diritto*, II, Milano, 1982, 1017;
- FAVA P., *Punitive damages pubblico: la Cassazione blocca lo sbarco*, in *Corr. giur.*, 2007, 498;
- FEELEY M., *Le origini e le conseguenze del panico morale: gli effetti sulle corti americane delle leggi "tre volte e sei eliminato"*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 2000, 417;
- FERRAN E.-GOODHART C.A.E., *Regulating Financial Services and Markets in the Twenty First Century: an Overview*, in Ferran E.-Goodhart C.A.E., *Regulating Financial Services and Markets in the Twenty First Century*, Oxford-New York, 2001, 1;
- FERRARA R.C.-KHINDA P.S., *SEC enforcement Proceedings: Strategic Considerations for When the Agency Comes Calling*, in 51 *Admin. L. Rev.*, 1999, 1186;
- FERRARESE M.R., *An Entrepreneurial Conception of the Law? The American Model through Italian Eyes*, in Nelken D. (Ed.), *Comparing Legal Cultures*, Dartmouth, 1996, 157;
- FERRARESE M.R., *Il diritto al presente. Globalizzazione a tempo delle istituzioni*, Bologna, 2002;
- FERRARESE M.R., *Le istituzioni della globalizzazione*, Bologna, 2000;

- FERRARINI G., *La nuova disciplina europea dell'abuso di mercato*, in *Riv. soc.*, 2004, 49;
- FIANDACA G., *Il "bene giuridico" come problema teorico e come criterio di politica criminale*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 1982, 42;
- FIANDACA G., *La tipizzazione del pericolo*, in *Dei delitti e delle pene*, 1984, 463;
- FIANDACA G., *Note sui reati di pericolo*, in *Il Tommaso Natale*, 1977, 187;
- FIANDACA G., voce *Fatto nel diritto penale*, in *Dig. disc. pen.*, V, Torino, 1991, 157;
- FIANDACA G.-MUSCO E., *Diritto penale, P.te generale*<sup>5</sup>, Bologna, 2007;
- FIANDACA G.-MUSCO E., *Diritto penale, P.te speciale, Delitti contro il patrimonio*<sup>5</sup>, Bologna, 2007;
- FIANDACA, *La legalità penale negli equilibri del sistema politico-costituzionale*, in *Foro it.*, 2000, ora in *ID.*, *Il diritto penale tra legge e giudice*, Padova, 2002, 6;
- FINSHEL D. R., *Efficient Capital Markets, the Crash and the Fraud on the Market Theory*, in 74 *Cornell L. Rev.*, 1989, 907;
- FIGLIORE C., *L'azione socialmente adeguata nel diritto penale*, Napoli, 1965;
- FIGLIORE A., voce *Reato in generale*, in *Enc. dir.*, XXXVIII, Milano, 1987, 791;
- FISCHER D.R.-ROSS D.J., *Should the Law Prohibit "Manipulation" in Financial Markets?*, in 105 *Harv. L. Rev.*, 1991, 505;
- FLETCHER G.P., *Excuse: Theory*, in Kadish S.H. (Ed.), *Encyclopedia of Criminal Justice*, New York-London, 1983, 724;
- FLETCHER G.P., *Justification: Theory*, in Kadish S.H. (Ed.), *Encyclopedia of Criminal Justice*, New York-London, 1983, 941;
- FLETCHER G.P., *Model Penal Code Conference Transcription, Discussion Two* (Nov. 6, 1986), in 19 *Rutg. L. J.*, 1988, 636;
- FLETCHER G.P., *Rethinking Criminal Law*, Boston, 1978;
- FOFFANI L., voce *Borsa*, in Palazzo F.C.-Paliero C.E. (a cura di), *Commentario breve alle leggi penali complementari*, Padova, 2007, 725;
- FOFFANI L., *Infedeltà patrimoniale e conflitto di interessi nella gestione dell'impresa*, Milano, 1997;
- FOFFANI L., *La nuova disciplina delle false comunicazioni sociali (artt. 2621 e 2622)*, in Giarda A.-Seminara S. (a cura di), *I nuovi reati societari: diritto e processo*, Padova, 2002, 289;
- FOFFANI L., *Prospettive di armonizzazione europea del diritto penale dell'economia: la proposta del progetto "Eurodelitti" per la disciplina delle società commerciali, del*

- fallimento, delle banche e dei mercati finanziari*, in Dolcini E.-Paliero C.E. (a cura di), *Studi in onore di G. Marinucci*, III, Milano, 2006, 2321;
- FOFFANI L., *Reati societari*, in PEDRAZZI C.-ALESSANDRI A.-FOFFANI L.-SEMINARA S.-SPAGNOLO G., *Manuale di diritto penale commerciale*, Bologna, 2001, 213;
- FOLADORE C., *Il caso UNIPOL e la nuova disciplina dell'insider trading*, in *Corr. merito*, 2007, 770;
- FOLEY B.J., *Capital Markets*, London, 1991;
- FONDAROLI D., *Aggiotaggio mediante "altri artifici": disvalore del fatto e disvalore del contesto*, in *Riv. trim. dir. pen. ec.*, 2003, 747;
- FORSTHORFF E., *Stato di diritto in trasformazione*, Milano, 1973;
- FORTI G., *"Accesso" alle informazioni sul rischio e responsabilità: una lettura del principio di precauzione*, in *Criminalia*, 2006, 165;
- FORTI G., *L'immane concretezza. Metamorfose del crimine e controllo penale*, Milano, 2000;
- FOSTER D.-VISWANATHAN S., *Strategic Trading when Agents Forecast the Forecast of Others*, in 51 *J. Fin.*, 1996, 1437;
- FOX M.B., *Securities Disclosure in a Globalising Market: Who Should Regulate Whom?*, in 95 *Mich. L. Rev.*, 1997, 2498;
- FRANKS J.-MAYER C.-ROSSI S., *Ownership, Evolution and Regulation*, (Working Paper 2006), in <http://ssrn.com/abstract=354381>;
- FRANZESE L., *L'età della globalizzazione ovvero dell'autonomia e della sussidiarietà*, in *Jus*, 2006, 17;
- FRASE R.S., *Excessive Prison Sentences, Punishment Goals, and the Eighth Amendment: "Proportionality" Relative to What?*, in 89 *Minn. L. Rev.*, 2005, 571;
- FRASE R.S., *Punishment Purposes*, in 58 *Stan. L. Rev.*, 2005, 67;
- FRIEDMAN R.D., *Stalking the Squeeze: Understanding Commodities Market*, in 89 *Mich. L. Rev.*, 1990, 33;
- FRONZA E., *I crimini di diritto internazionale nell'interpretazione della giurisprudenza internazionale: il caso Akayesu*, in Illuminati G.-Stortoni L.-Virgilio M. (a cura di), *Crimini internazionali tra diritto e giustizia. Dai Tribunali internazionali alle Commissioni verità e riconciliazione*, Torino, 2000, 70;
- FRONZA E., *Il principio di complementarietà, esercizio della giurisdizione e adeguamento a livello interno*, in AMATI E.-CACCAMO V.-COSTI M.-FRONZA E.-VALLINI A., *Introduzione al diritto penale internazionale*, Milano, 2006, 35;

- FRONZA E.-GUILLOU N., *Le crime de génocide*, in Delmas-Marty M.-Muir Watt- Ruiz Fabbri H. (sous la direction de), *Variations autour d'un droit commun*, Paris, 2002, 279;
- FROSALI R.A., *Concorso di norme e concorso di reati*, (1936) Milano, 1971;
- FSA, *Consultation Paper 10, Market Abuse, Part 1: Consultation on a Draft Code of Market Conduct*, London, 1998;
- GALANTINI N., *Commento alla soluzione di un caso di litispendenza internazionale*, in *Cass. pen.*, 2006, 3359;
- GALANTINI N., *Evoluzione del principio del ne bis in idem europeo tra norme convenzionali e norme interne di attuazione*, in *Dir. pen. proc.*, 2005, 1567;
- GALGANO F., *Globalizzazione e fonti del diritto*, in *Riv. trim. dir. pub.*, 2006, 313;
- GALGANO F., *La globalizzazione nello specchio del diritto*, Bologna, 2005;
- GALGANO F., *Lex Mercatoria. Storia del diritto commerciale*, Bologna, 2001;
- GALGANO F., *Mercato*, in *Dizionario enciclopedico del diritto*, II, Padova, 1996, 956;
- GALGANO F.-MARRELLA F., *Diritto del commercio internazionale*<sup>2</sup>, Padova, 2007;
- GALLI S., *Repressione della market manipulation: la prima pronuncia italiana in base alla legge numero 157 del 1991* in *Giur. comm.*, 1996, 695;
- GALLO M., *Appunti di diritto penale*, I, Torino, 1999;
- GALLO M., *Appunti di diritto penale*, II, parte I, Torino, 2000;
- GALLO M., *Colpa penale*, in *Enc. dir.*, VII, Milano, 1960, 633;
- GALLO M., *I reati di pericolo*, in *F. pen.*, 1969, 3;
- GALLAS W., *Abstrakte und Konkrete Gefährdung*, in *Festschrift für E. Heimitz*, Berlin, 1972, 180;
- GAMBARO A.-MONATERI P.G.-SACCO R., voce *Diritto comparato*, in *Dig. disc. priv.*, III, Torino, 1988, 48;
- GARCÍA VALDÉS C., *El proyecto de nuevo código penal: dos estudios de parte especial*, Madrid, 1992;
- GARGANI A., *Artt. 187-bis-187-septies*, in *Leg. pen.*, 2006, 98;
- GARGANI A., *Dal corpus delicti al tatbestand*, Milano, 1997;
- GARGANI A., *Il danno qualificato dal pericolo*, Torino, 2005;
- GARRET, *"Life is the Risk We Cannot Refuse": A Precautionary Approach to the Toxic Risks We Can*, in *17 Geo. Int'l Envtl L. Rev.*, 2005, 517;
- GELARDI M., *Il dolo specifico*, Padova, 1996;
- GENSINI S., *Elementi di semiotica*, Roma, 2002;

- GERARD B.-NANDA V., *Trading and Manipulation Around Seasoned Equity Offering*, in *48 J. Fin.*, 1993, 213;
- GIANFORMAGGIO L., *Analoga*, in *Dig. disc. priv.*, I, Torino, 1987, 327;
- GIANNINI M.S., *L'analogia giuridica*, in *Jus*, 1941, 519;
- GIAVAZZI S., *Insider Trading: profili di incostituzionalità*, in *Società*, 2004, 343;
- GIDDENS A., *Le conseguenze della modernità*, Bologna, 1994;
- GILOTTA S., *Manipolazione del mercato: considerazioni su dinamica del fatto e danni civili da reato*, in *Giur. Comm.* 2007, 1291;
- GILSON R.J.-KRAAKMAN R.H., *The Mechanisms of Market Efficiency*, in *70 Va. L. Rev.*, 1984, 549;
- GIUNTA F., *Il diritto penale e le suggestioni del principio di precauzione*, in *Criminalia*, 2006, 227;
- GIUNTA F., *Principio e dogmatica della colpevolezza nel diritto penale d'oggi. Spunti per un dibattito*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 2002, 123;
- GIUNTA F., *Quale giustificazione per la pena? Le moderne istanze della politica criminale tra crisi dei paradigmi preventivi e disincanti scienziati*, in *Pol. dir.* 2000, 265;
- GIUSSANI A., *Resistenze al riconoscimento in Italia dei punitive damages: antichi dogmi e nuove realtà*, in *Giur. it.*, 2008, 396;
- GOLDWASSER V., *Stock Market Manipulation and Short Selling*, Melbourne, 1999;
- GRAHAM T., *Financial Services and Market Bill: Investigations and Enforcement in the Context of the Financial Crime Objective*, in *2 J. Int'l Fin Mkt*, 2000, 88;
- GRANDE E., *Il terzo strike*, Palermo, 2007;
- GRANDE E., *Imitazione e diritto: ipotesi sulla circolazione dei modelli*, Torino, 2000;
- GRANDE E., *Principio di legalità e diritto giurisprudenziale: un'antinomia?*, in Fiandaca G. (a cura di), *Sistema penale in transizione e ruolo del diritto giurisprudenziale*, Padova, 1997, 141;
- GRANDE E., *Uno sguardo oltre il confine*, in Bertorello V. (a cura di), *Io comparo, tu confronti, egli compara: che cosa, come, perché?*, Milano, 2003, 133;
- GRANDE E., voce *Justification and Excuse*, in *Dig. disc. pen.*, VII, Torino, 1993, 310;
- GRANT R.W.-KEOHANE R.O., *Accountability and Abuses of Power in World Politics*, in *99 Am. pol. sc. rev.*, 2005, 1;
- GRASSO G. (a cura di), *La lotta contro la frode agli interessi finanziari della Comunità europea tra prevenzione e repressione*, Milano, 2000;

- GRASSO G., *Comunità europee e diritto penale*, Milano, 1989;
- GRASSO G., *L'anticipazione della tutela penale: i reati di pericolo ed i reati di attentato*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 1986, 689;
- GRAZIANO L., *Lobbying, pluralismo, democrazia*, Firenze, 1995;
- GRISPIGNI F., *Il carattere sanzionatorio del diritto criminale*, 1920, ora in ID., *Diritto penale italiano*, I, Milano, 1952, 232;
- GROSSMAN S.J., *The Informational Role of Prices*, Cambridge, 1989;
- GROSSMANN S.J.-STIGLITZ J.E., *On the Impossibility of Informationally Efficient Markets*, in *70 Amer. Econ. Rev.*, 1980, 393;
- GROSSO C.F., *L'art. 121 Testo Unico delle leggi di pubblica sicurezza 18-6-1931 n. 1772 e il divieto di analogia in diritto penale*, in *Giur. it.*, 1961, 13;
- GUENAIRE M., *La common law ou l'avenir d'une justice sans code*, in *115 Débat*, 2001, 49;
- GUENAIRE M., *L'opposition et les nuances*, in *115 Débat*, 2001, 71;
- GUSTAFSON J.L., *Cracking Down on White Collar Crimes: An Analysis of the Recent Trend of Severe Sentences for Corporate Officers*, in *40 Suffolk U.L. Rev.*, 2007, 685;
- HALDANE A.G., *The Financial Stability Forum (FSF): Just Another Acronym?*, in Ferran G.-Goodhart C. (Eds.), *Regulating Financial Services and Markets in the 21st Century*, Oxford, 2001, 255;
- HARDT M.-NEGRI A., *Empire*, Cambridge (MA), 2000;
- HART O.D., *On the Profitability of Speculation*, in *91 Q. J. Econ.*, 1977, 579;
- HASSEMER W., *Prozedurale Rechtfertigung*, in *Festschrift für Mahrenholz*, Baden-Baden, 1994, 731;
- HAZEN T.L., *The Law of Securities Regulation*, St. Paul, 2005;
- HE H.-WANG J., *Differential Information and Dynamic Behavior of Stock Trading Volume*, in *8 Rev. Fin. Stud.*, 1995, 919;
- HEFENDHEL R., *¿Debe ocuparse el derecho penal de riesgos futuros? Bienes jurídicos colectivos y delitos de peligro abstracto*, in: <http://criminet.ugr.es/recpc>;
- HELD D., *Law of States, Law of People. Three Models of Sovereignty*, in *8 Leg. Th.*, 2002, 1;
- HENNING P., *Criminalization of Corporate Law: The Impact of Criminal Sanctions on Corporate Misconduct*, in *2 J. Bus. & Tech. L.*, 2007, 107;
- HERTIG G.-KANDA H., *Related Party Transactions*, in Kraakman R.R.-Davies P.-Hansmann H.-Hertig G.-Hopt K.J.-Kanda H.-Rock E.B. (Eds.), *The Anatomy of Corporate Law*, Oxford-New York, 2004, 101;

- HEUER N.-REESE L.- SALE W., *Securities Fraud*, in *44 Am. Crim. L. Rev.*, 2007, 1015.
- HIERONYMUS T.A., *The economics of Future Trading for Commercial and Personal Profit*, New York, 1977;
- HOHMANN H., *Precautionary Legal Duties and Principles of Modern International Environmental Law*, London, 1994;
- HOLSTI K.J., *Governance without Government: Polyarchy in Nineteenth-Century European International Politics*, in Rosenau J.N.-Czempiel E.O. (Eds.), *Governance without Government. Order and Changes in World Politics*, Cambridge, 2000, 30;
- HURST W.J., *Law and Market in United States History*, New York, 1972;
- HURT C., *The Undercivilization of Corporate Law*, in *33 Iowa J. Corp. L.*, 2008, 361;
- INSOLERA G., *Principio di uguaglianza e controllo di ragionevolezza sulle norme penali*, in Insolera G.-Mazzacuva N.-Pavarini M.-Zanotti M. (a cura di), *Introduzione al sistema penale*, Torino, 2006, 321;
- IRTI N., *L'età della decodificazione*, Milano, 1979;
- IRTI N., *L'ordine giuridico del mercato*, Roma-Bari, 1998;
- IRTI N., *Norma e luoghi. Problemi di geo-diritto*, Roma-Bari, 2001;
- JAKOBS G., *La imputación objetiva en derecho penal*, Madrid, 1999;
- JARROW R.A., *Derivative Security Markets, Market Manipulation, and Option Pricing Theory*, in *29 J. Fin. Quantitative Anal.*, 1994, 241;
- JARROW R.A., *Market Manipulation, Bubbles, Corners, and Short Squeezes*, in *27 J. Fin. Quantitative Anal.*, 1992, 311;
- JESCHECK H.H., *Linee direttive del movimento internazionale di riforma penale*, in *Ind. pen.*, 1979, 189;
- JIANG G.-MAHONEY P.G.-MEI J., *Market Manipulation: A Comprehensive Study of Stock Pools*, in *77 J. Fin. Econ.*, 2005, 151;
- JOHNSON P.M., *Commodity Market Manipulation*, in *38 Wash. & Lee L. Rev.*, 1981, 725;
- KANDEL S.-PEARSON N., *Differential Interpretation of Public Signals and Trade in Speculative Markets*, in *103 J. Pol. Econ.*, 1995, 831;
- KAPLOW L., *General Characteristics of Rules*, 1999, in <http://encyclo.findlaw.com/9000book.pdf>;
- KAPLOW L., *Rules vs. Standards: An Economic Analysis*, in *42 Duke L. J.*, 1992, 557,

- KARMEL R.S., *The Second Circuit Role in Expanding the SEC's Jurisdiction Abroad*, in 65 *St John's L. Rev.*, 1991, 743;
- KEOHANE R.O., *Global Governance and Democratic Accountability*, in Held D.-Koenig Archibugi M. (Eds.), *Taming Globalization: Frontiers and Governance*, Cambridge, 2003, 130;
- KERN A., *The Need For Efficient International Financial Regulation and the Role of a Global Supervisor*, in Ferran G.-Goodhart C. (Eds.), *Regulating Financial Services and Markets in the 21st Century*, Oxford-New York, 2001, 273;
- KEYNES J.M., *Teoria generale dell'occupazione, dell'interesse e della moneta*, Torino, 1978;
- KHANNA V.S., *Corporate Criminal Liability: What Purpose Does it Serve?*, in 109 *Harv. L. Rev.*, 1996, 1478;
- KIERNAN P.M., *The Regulatory Bodies Fraud: Its Enforcement in the Twenty-First Century*, in 24 *Comp. Law.*, 2003, 293;
- KIM O.-VERRECCHIA R., *Market Reaction to Anticipated Announcements*, in 30 *J. Fin. Econ.*, 1991, 273;
- KINDLEBERGER P., *Manias, Panics and Crashes*, New York, 2000;
- KITCH E.W., *Proposals for Reform of Securities Regulation: an Overview*, in 41 *Va. J. Int'l L.*, 2001, 629;
- KLOOS B.-ALIER J.-STONE M., *Twenty-First Survey of White Collar Crime - Securities Fraud*, in 43 *Am. Crim. L. Rev.*, 2006, 974;
- KOSE J.-NARAYANAN R., *Market Manipulation and the Role of Insider Trading Regulations*, in 70 *J. Bus.*, 1997, 217;
- KOSTORIS R.E., *Per un'obbligatorietà temperata dell'azione penale*, in *Riv. dir. proc.*, 2007, 875;
- KOZINN B.E., *Is Market Manipulation Really a problem in the Wake of the Sumitomo Debacle?*, in 69 *Fordham L. Rev.*, 2000, 270;
- KOZINN B.E., *The Great Copper Caper: Is Market Manipulation Really a Problem in the Wake of Sumitomo Debacle?*, in 69 *Fordham L. Rev.*, 2000, 261;
- KYLE P., *Informed Speculation with Imperfect Competition*, in 56 *Rev. Econ. Studies*, 1989, 317;
- LA FAVE W.R.-SCOTT A.R., *Substantive Criminal Law*, I, St. Paul, 1986;
- LA MONICA M., *Manuale di diritto penale commerciale*, Milano, 1993;
- LA PORTA R.-LÓPEZ DE SILANES A.-SHLEIFER A.-VISHNY R., *Investor Protection and Corporate Governance*, in 58 *J. Fin. Econ.*, 2000, 20;

- LA PORTA R.-LÓPEZ DE SILANES A.-SHLEIFER A.-VISHNY R., *Law and Finance*, in 106 *J. Pol. Econ.*, 1998, 1113;
- LA PORTA R.-LÓPEZ DE SILANES A.-SHLEIFER A.-VISHNY R., *Legal Determinants of External Finance*, in 52 *J. Fin.*, 1997, 1138;
- LAI A., voce *Incolunità pubblica (reati contro la)*, in *Enc. giur. Trecc.*, XVI, Roma, 1989, 6;
- LARSEN P.T., *Accounting Bodies under Fire*, in *Financial Times*, 13 giugno 2005;
- LAUFER W.S., *Culpability and Sentencing Corporation*, in 71 *Neb. L. Rev.*, 1994, 1065;
- LAVAGNA C., *Ragionevolezza e legittimità costituzionale*, in ID., *Ricerche sul sistema normativo*, Milano, 1984, 650;
- LENCKNER T., *Wertauffüllungsbedürftige Begriffe im Strafrecht und der Satz "nullum crimen sine lege"*, in *Jus*, 1968, 255;
- LEONE M., *Il tempo nel diritto penale sostanziale e processuale*, Napoli, 1974;
- LERNER C.S.-YAHYA M.A., *Regulation through Criminalization: "Left behind" after Sarbanes-Oxley*, in 44 *Am. Crim. L. Rev.*, 2007, 1384;
- LEVIN., *Tempus commissi delicti*, in *Ann. dir. proc. pen.*, 1933, 373;
- LOKE A. F., *From the Fiduciary Theory to Information Abuse: The Changing Fabric of Insider Trading Law in the U.K., Australia and Singapore*, in 54 *Am. J. Comp. L.*, 2006, 123;
- LOMBARDI VALLAURI L., *Filosofia: ragione e/o ragionevolezza*, in *Per la filosofia*, 1985, 14;
- LOSANO M.G., *Il diritto turbolento. Alla ricerca di nuovi paradigmi nei rapporti tra diritti nazionali e normative sovratatali*, in *Riv. int. fil. dir.*, 2005, 403;
- LOSS L.-SELIGMAN J., *Securities Regulations*, Boston, 2006;
- LOWELL A.D.-ARNOLD K.C., *Corporate Crime after 2000: A New Enforcement Challenge or Deja Vu?*, in 40 *Am. Crim. L. Rev.*, 2003, 220;
- LOWER R.C., *Disruptions of the Futures Markets: a Comment on Dealing with Market Manipulation*, in 8 *Yale J. on Reg.*, 1991, 391;
- LÜDERSEN K., *Funktionsfähigkeit der Finanzmärkte und Wirtschaftsstrafrecht - Eröffnet die "Finanzkrise" neue, kriminalisierende Perspektiven?*, relazione provvisoria presentata al Convegno *Sicurezza e diritto penale*, Modena, 20-21 marzo 2009;
- LUNA E., *The Overcriminalization Phenomenon*, in 54 *Am. U. L. Rev.*, 2005, 718;
- LUNGHINI G., *L'aggiotaggio (uso e consumo) e il ruolo della Consob*, in *Riv. soc.*, 2007, 482;

- LUNGHINI G., *La manipolazione del mercato*, in *Dir. pen. proc.*, 2005, 1474;
- LUPTON D., *Il rischio. Percezioni, simboli, culture*, Bologna, 2003;
- LUTHER J., *Ragionevolezza della legge*, in *Dig. disc. pubb.*, XII, Torino, 1997, 350;
- LUZZATI C., *La vaghezza delle norme giuridiche*, Milano, 1990;
- LYNCH A.C.E., *The Mental Element in the Actus Reus*, in 98 *Law Q. Rev.*, 1982, 111;
- M.I. STEINBERG-FERRARA R.C., *Securities Practice, Federal and State Enforcement*, St. Paul, 2000;
- MACCARI A.L., Sub art. 2637, in Giunta F. (a cura di), *I nuovi illeciti penali ed amministrativi riguardanti le società commerciali*, Torino, 2002, 192;
- MACCORMICK N., *Questioning Sovereignty*, Oxford-New York, 1999;
- MAGRO M. B., *Eutanasia e diritto penale*, Torino, 2001;
- MAGRO M.B., *La manipolazione di mercato tra illecito penale e illecito amministrativo*, in *Cass. pen.*, 2007, 61;
- MAGRO M.B., *Manipolazioni di mercato e strumenti derivati*, in *Diritto della banca e dei mercati finanziari*, 2007, 45;
- MAGRO M.B., *Price Manipulation e contratti con opzione put barrier*, in *Riv. Trim. dir. pen. ec.*, 2007, 845;
- MAHONEY P.G., *The Exchange as Regulator*, in 83 *Va. L. Rev.*, 1997, 1470;
- MANACORDA S., *Jus commune criminale? Enjeux et perspectives de la comparaison pénale dans la transitions des systèmes*, in Delmas-Marty M.-Muir Watt H.-Ruiz Fabri H. (sous la direction de), *Variations autour d'un droit commun*, Paris, 2002, 329;
- MANACORDA S., *L'efficacia espansiva del diritto comunitario sul diritto penale*, in *Foro it.*, IV, 1995, 55;
- MANACORDA S., *Le droit pénal et l'Union européenne: esquisse d'un système*, in *Rev. sc. crim. dr. pén. comp.*, 2000, 102;
- MANES V., *Il principio di offensività nel diritto penale*, Torino, 2005;
- MANNOZZI G., *Razionalità e "giustizia" nella commisurazione della pena*, Padova, 1996;
- MANNOZZI G., *La giustizia senza spada*, Milano, 2003;
- MANNOZZI G.-CONSULICH F., *La sentenza della Corte di giustizia C-176/03: riflessi penalistici in tema di principio di legalità e politica dei beni giuridici*, in *Riv. trim. dir. pen. ec.*, 2006, 899;
- MANTOVANI F., *Concorso e conflitto di norme nel diritto penale*, Bologna, 1966;
- MANTOVANI F., *Diritto penale, P.te generale<sup>5</sup>*, Padova, 2007;

- MANTOVANI F., *Diritto penale, P.te speciale, Delitti contro il patrimonio<sup>3</sup>*, Padova, 2009;
- MANTOVANI M., *Il principio di affidamento nella teoria del reato colposo*, Milano, 1997;
- MANTOVANI M., *L'esercizio di un'attività non autorizzata*, Torino, 2003;
- MARCOLINI S., voce *Processo penale spagnolo*, in *Enc. dir.*, Annali II – tomo I, Milano, 2009, 781 ss.;
- MARINUCCI G., voce *Crollo di costruzioni*, in *Enc. dir.*, XI, Milano, 1962, 411;
- MARINUCCI G., *Fatto e scriminanti*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 1983, 201;
- MARINUCCI G., *Il reato come azione. Critica di un dogma*, Milano, 1971;
- MARINUCCI G., voce *Antigiuridicità*, in *Dig. disc. pen.*, I, Torino, 1987, 186;
- MARINUCCI G., voce *Consuetudine*, in *Enc. dir.*, IX, Milano, 1961, 512;
- MARINUCCI G.-DOLCINI E., *Corso di diritto penale*, Milano, 2001;
- MARINUCCI G.-DOLCINI E., *Manuale di diritto penale<sup>3</sup>*, Milano, 2009;
- MARKHAM J. W., *Manipulation of Commodity Futures Prices – The Unprosecutable Crime*, in 8 *Yale J. on Reg.*, 1991, 281;
- MARTINEZ RUIZ J., *La tutela jurídico penal de las potestades administrativas de supervisión e inspección de los mercados financieros*, Barcelona, 2001;
- MARTINI A., *Art. 9 co.2 lett. A, Legge 18 aprile 2005, n. 62*, in *L.p.*, 2006, 62;
- MASERA L., *Accertamento alternativo ed evidenza epidemiologica nel diritto penale*, Milano, 2007;
- MASSA M., *Le attenuanti generiche*, Napoli, 1959;
- MATHEWS A., *Criminal Prosecution under the Federal Securities Laws and Related Statutes: the Nature and development of SEC Criminal Cases*, in 39 *Geo. Wash. L. Rev.*, 1971, 901;
- MATHIAS J.H., *Manipulative Practice and The Securities Exchange Act*, in 3 *U. Pitt. L. Rev.*, 1936, 7;
- MATTEI U., *Stare decisis*, Milano, 1988;
- MATTEI U., *Common Law. Il diritto anglo-americano*, Torino, 1992;
- MATTEI U.-NADER L., *Plunder. When the Rule of Law is Illegal*, Malden-Oxford-Carlton, 2008;
- MATTEI U.-PES L.G., *Civil Law and Common Law Toward Convergence?*, in Whittington K.E.-Kelemen R.D.-Caldeira G.A. (Eds.), *The Oxford Handbook of Law and Politics*, New York, 2008, 267;
- MAUGERI A.M., *Il regolamento 2988/95: un modello di disciplina del potere punitivo comunitario*, in Grasso G. (a cura di), *La lotta contro la frode agli*



- interessi finanziari della Comunità europea tra prevenzione e repressione*, Milano, 2000, 149;
- MAZZACUVA N., *Il disvalore di evento nell'illecito penale*, Milano, 1983;
- MAZZACUVA N., *Lo straordinario "sviluppo" delle false comunicazioni sociali nel diritto penale giurisprudenziale: tra legittime istanze punitive e "irrazionali" soluzioni interpretative*, in *Crit. dir.*, 1995, 283;
- MAZZACUVA N., *Sull'elemento oggettivo del delitto di aggioaggio*, in *Foro it.*, 1980, II, 322;
- MCDERMOTT E.T., *Defining Manipulation in Commodities Futures Trading: the Future "Squeeze"*, in 74 *Nw. U. L. Rev.*, 1979, 202;
- MCFARLAND A.S., *Interest Group and Political Time. Cycles in America*, in 21 *Brit. J. Pol. Sc.*, 1991, 257;
- MCLEOD HEMINGWAY J., *Enron's Tangled Web: Complex Relationships; Unanswered Questions*, in 71 *U. Cin. L. Rev.*, 2003, 1167;
- MCLUCAS W.R.-ANGOTTI A.M., *Market Manipulation*, in 22 *Rev. Sec. & Commodities Reg.*, 1989, 103;
- MCNEIL, I.G., *An Introduction to the Law on Financial Investment*, Oxford-New York, 2005;
- MELCHIONDA A., *Commento all'art. 2637 c.c. (aggioaggio) ed all'art. 185 d. lgs. 24/2/1998 n. 58 (manipolazione del mercato)*, in Lanzi A.-Cadoppi A. (a cura di), *I reati societari*, 2007, 241;
- MELILLO G., *Note in tema di competenza territoriale per il delitto di manipolazione del mercato*, in *Cass. pen.*, 2007, 2748;
- MENESINI V., *Il diritto al mercato come nuovo diritto soggettivo*, in *Governo dell'impresa e mercato delle regole. Scritti giuridici per G. Rossi*, I, Milano, 2002, 423;
- MERRICK J.-NAIK N.-YADAV P., *Market Quality and Trader Behaviour in a Manipulated Market: Anatomy of a Squeeze*, in 77 *J. Fin. Econ.*, 2005, 171;
- MERTENS H.J., *Lex Mercatoria: A Self-applying System Beyond National Law?*, in Teubner G. (Ed.), *Global Law without a State*, Dartmouth, 1997, 31;
- MERUSI F., *Democrazia e autorità indipendenti*, Bologna, 2000;
- MESSINA S., *La discrezionalità nel diritto penale*, Roma, 1948;
- MEYER C.H., *The Securities Exchange Act of 1934 Analyzed and Explained*, New York, 1934;
- MEZGER E., *Diritto penale*, (trad. it. dell'edizione del 1932 a cura di Mandalari F.), Padova, 1935;

- MICHELINI G.-MONETTI V., *L'istituzione della Corte penale internazionale e i suoi precedenti. La struttura della Corte*, in Lattanzi G.-Monetti V. (a cura di), *La Corte penale internazionale*, Milano, 2006, 3;
- MIEDICO M., *La manipolazione del mercato: illecito penale o illecito amministrativo*, in *Società*, 2007, 623;
- MILITELLO V., *Voce Patrimonio (delitti contro il)*, in *Dig. disc. pen.*, IX, Torino, 1995, 287;
- MILITELLO V., *Rischio e responsabilità penale*, Milano, 1988;
- MILL J.S., *Principles of Political Economy*, London, 1921;
- MINENNA M., *L'individuazione di fenomeni di abuso di mercato nei mercati finanziari: un approccio quantitativo*, in 54 *Quaderni di finanza*, 2003, e in [http://www.consob.it/main/consob/pubblicazioni/quaderni\\_finanza/qdf54.htm](http://www.consob.it/main/consob/pubblicazioni/quaderni_finanza/qdf54.htm);
- MINER R. J., *Federal Courts, Federal Crimes and Federalism*, in 10 *Harv. J.L. & Pub.Pol'y*, 1987, 121;
- MOCCIA S., *Il diritto penale tra essere e valore*, Napoli, 1992;
- MOLONEY N., *EC Securities Regulation*, Oxford-New York, 2002;
- MONTANI E., *L'esperienza degli Stati Uniti*, in Alessandri A. (a cura di), *Il nuovo diritto penale delle società*, Milano, 2002, 476;
- MOOS D., *Pleading around the Private Securities Litigation Reform Act: Reevaluating the Pleading Requirements for Market Manipulation Claims*, in 78 *S. Cal. L. Rev.*, 2005, 766;
- MORGANTE G., *L'illiceità speciale nella teoria generale del reato*, Torino, 2002;
- MUCCIARELLI F., *Aggioaggio*, in Alessandri A. (a cura di), *I nuovi reati societari*, Milano, 2002, 424;
- MUCCIARELLI F., *Gli illeciti di abuso di mercato, la responsabilità dell'ente e l'informazione*, in *Riv. trim. dir. pen. ec.*, 2008, 823;
- MUCCIARELLI F., *Primato della giurisdizione e diritto economico sanzionatorio: a proposito di market abuse*, in *Dir. pen. proc.*, 2006, 137;
- MUCCIARELLI F., *Speculazione mobiliare e diritto penale*, Milano, 1995;
- MURDOCK C.W., *Sarbanes-Oxley Act Five Years Later: Hero or Villain?*, in 39 *Loy. U. Chi. L. J.*, 525;
- MUSCO E., *Diritto penale societario*, Milano, 1999;
- MUSCO E., *I nuovi reati societari*, Milano, 2007;
- NANNUCCI U., *Il delitto di dichiarazione infedele*, in Nannucci U.-D'Avirro A., *La riforma del diritto penale tributario*, Padova, 2000, 258;

- NAPOLEONI V., *I fondamenti del nuovo diritto penale tributario nel d. lgs. 10 marzo 2000, n. 74*, Milano, 2000;
- NAPOLEONI V., *I reati societari*, III, *Falsità nelle comunicazioni sociali e aggioaggio societario*, Milano, 1996;
- NAUCKE W., *La robusta tradizione del diritto penale della sicurezza: illustrazione con intento critico*, relazione presentata al Convegno *Sicurezza e diritto penale*, Modena, 20-21 marzo 2009;
- NAVARRO DOLMESTCH R., "Reconfiguración" del sistema de fuentes del derecho penal y "amenaza de crisis" del principio de legalidad: la incorporación del derecho interaccional convencional y el fenómeno de la globalización, in Faraldo Cabana P. (dir.), *Nuevos retos del derecho penal en la era de la globalización*, Valencia, 2004, 125;
- NELEMANS M., *Redefining Trade-Based Manipulation*, in 42 *Va. U. L. Rev.*, 2008, 1169;
- NEWMAN D.J., *Sentencing: Mandatory Minimum Prison Sentences*, in Kadish S.H. (Ed.), *Encyclopedia of Crime and Justice*, New York, 1983, 1466;
- NIETO MARTIN A., *Américanisation ou européanisation du droit penal économique?*, in *Rev. sc. crim. dr. pen. comp.*, 2006, 767;
- NIETO MARTIN A., *Fraudes comunitarios*, Barcellona, 1996;
- NISCO A., *Controlli sul mercato finanziario e responsabilità penale. Posizioni di garanzia e tutela del risparmio*, Bologna, 2009;
- NORTH D.C., *Istituzioni, cambiamento istituzionale, evoluzione dell'economia*, Bologna, 1994;
- NUVOLONE P., *I limiti taciti della norma penale*, Palermo, 1947;
- NUVOLONE P., *I reati di stampa*, Milano, 1951;
- NUVOLONE P., *Il diritto comparato quale mezzo di ricerca nell'ambito della politica criminale*, in *Ind. pen.*, 1980, ora in ID., *Il diritto penale degli anni Settanta*, Padova, 1982, 171;
- O'SULLIVAN J.R., *The Changing Face of White Collar Crime: The Federal Criminal "Code" is a Disgrace: Obstruction Statutes as a Case Study*, in 96 *J. Crim. L. & Criminology*, 2006, 653;
- ONADO M., *Gli scandali societari italiani*, in AA.VV., *Impresa e giustizia penale: tra passato e futuro*, Milano, 2009, 59;
- ORSI L., *Gli "artifici" costitutivi dell'elemento oggettivo dei delitti di aggioaggio (art. 2637) e di manipolazione del mercato (art. 185 TUF)*, in *La responsabilità amministrativa delle società e degli enti*, 2008, 94;

- ORSI L., *La manipolazione del mercato mediante la diffusione di notizie false (parte prima)*, in *La responsabilità amministrativa delle società e degli enti*, 2009, 75;
- OST F.-VAN DE KERCHOVE M., *De la pyramide au réseau? Pour une théorie dialectique du droit*, Bruxelles, 2002;
- PADOVANI T., *Diritto penale della prevenzione e mercato finanziario*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 1995, 634;
- PADOVANI T., *Diritto penale*<sup>9</sup>, Milano, 2008;
- PADOVANI T., *Il cammello e la cruna dell'ago*, in AA.VV., *Governo dell'impresa e mercato delle regole. Scritti giuridici per G. Rossi*, II, Milano, 2002, 1377;
- PADOVANI T., *L'avvenire della legislazione sulle frodi agrarie*, in Germanò A.-Rook Basile E. (a cura di), *Aspetti penali del diritto agro-ambientale ed agro-alimentare*, Milano, 1999, 24;
- PADOVANI T., *L'utopia punitiva*, Milano, 1981;
- PAGANO M.-VOLPIN P., *The Political Economy of Corporate Governance*, in 95 *Amer. Econ. Rev.*, 2005, 1005;
- PAGLIARO A., *Correlazioni tra il livello delle sanzioni penali, la struttura del processo e gli atteggiamenti della prassi*, in *Ind. pen.*, 1981, 219;
- PAGLIARO A.-PARODI GIUSINO M., *Principi di diritto penale*, I, *Delitti contro la Pubblica Amministrazione*<sup>10</sup>, Milano, 2008;
- PAGLIARO A., *Principi di diritto penale. P.te generale*, Milano, 2003;
- PAGLIARO A., voce *Concorso di norme (diritto penale)*, in *Enc. dir.*, VIII, Milano, 1961, 545;
- PAGLIARO A., voce *Legge penale nel tempo*, in *Enc. dir.*, XVIII, Milano, 1973, 1074;
- PAGLIARO A., voce *Tempus commissi delicti*, in *Enc. dir.*, XLIV, Milano, 1992, 82;
- PALADIN L., *Corte Costituzionale e principio generale d'eguaglianza*, in *Giur. cost.*, 1984, 219;
- PALAZZO F.C., *Bene giuridico e tipi di sanzione*, in *Ind. pen.*, 1992, 209;
- PALAZZO F.C., *Costituzione e scriminanti*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 2009, 1033;
- PALAZZO F.C., *Elementi quantitativi indeterminati e loro ruolo nella struttura della fattispecie (a proposito della frode fiscale)*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 1989, 1194;
- PALAZZO F.C., *Il principio di determinatezza nel diritto penale*, Padova, 1979;
- PALAZZO F.C., *L'errore sulla legge extrapenale*, Milano, 1974;
- PALAZZO F.C., voce *Legge penale*, in *Dig. disc. pen.*, VII, Torino, 1993, 367;

- PALAZZO F.C., *Principi fondamentali e opzioni politico criminali nella tutela penale dell'ambiente*, in Grassi S.-Cecchetti M.-Andronio A. (a cura di), *Ambiente e diritto*, Firenze, 1999, 564;
- PALAZZO F.C., *Regole e prassi dell'interpretazione penalistica nell'attuale momento storico*, in AA.VV., *Dir. priv.*, 2001-2002, VII-VIII, *L'interpretazione e il giurista*, Padova, 2003, 520;
- PALAZZO F.C., *Sistema delle fonti e legalità penale*, in Insolera G. (a cura di), *Riserva di legge e democrazia penale: il ruolo della scienza penale*, Bologna, 2005, 89;
- PALAZZO F.C.-PAPA M., *Lezioni di diritto penale comparato*<sup>2</sup>, Torino, 2005;
- PALIERO C.E., "Market abuse" e legislazione penale: un connubio tormentato, in *Corr. merito*, 2005, 811;
- PALIERO C.E., *Consensus sociale e diritto penale*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 1992, 849;
- PALIERO C.E., *Il principio di effettività del diritto penale*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 1990, 430;
- PALIERO C.E., *L'autunno del patriarca. Rinnovamento o trasmutazione del diritto penale dei codici?*, *Riv. it. dir. proc. pen.*, 1994, 1220;
- PALIERO C.E., *L'economia della pena (un work in progress)*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 2005, 1336;
- PALIERO C.E., *Metodologie de lege ferenda: per una riforma non improbabile del sistema sanzionatorio*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 1992, 510;
- PALIERO C.E., *Minima non curat praetor*, Padova, 1985;
- PALMITER A.R., *Securities Regulation*, New York, 2005;
- PALOMBA F., *Il sistema del nuovo processo minorile*, Bologna, 1989;
- PAONESSA C., "Restyling" europeo delle sanzioni amministrative per gli illeciti finanziari, in *Diritto e pratica delle società*, 2006, 44;
- PAP A., *Semantics and Necessary Truth. An Inquiry into the Foundations of Analytic Philosophy*, New Heaven-London, 1966;
- PAPA M., *Il reato di mail fraud nel diritto statunitense: spunti sui presupposti della responsabilità penale tra previsione legale dell'illecito e prassi applicativa*, in Fiandaca G. (a cura di), *Sistema penale in transizione e ruolo del diritto giurisprudenziale*, Padova, 1997, 217;
- PAPA M., voce *Conspiracy*, in *Dig. disc. pen.*, III, Torino, 1988, 104;
- PARODI C., *Le nuove frontiere del diritto penale societario: l'aggiotaggio "telematico"*, in *Dir. pen. proc.*, 2004, 366;

- PARODI GIUSINO M., *I reati di pericolo tra dommatica e politica criminale*, Milano, 1990;
- PASTORE B., *Soft Law, gradi di normatività, teoria delle fonti*, in *Lavoro e diritto*, 2003, 5;
- PEDRAZZI C., *Aggiotaggio bancario*, in Ferro Luzzi P.-Castaldi G. (a cura di), *La nuova legge bancaria*, Milano, 1966, 2045;
- PEDRAZZI C., *Apporto della comparazione alle discipline penalistiche*, in Sacco R. (a cura di), *L'apporto della comparazione alla scienza giuridica*, Milano, 1980, 174;
- PEDRAZZI C., voce *Diritto penale*, in *Dig. disc. pen.*, IV, Torino, 1990 ora in *Diritto penale*, I, Milano, 2003, 147;
- PEDRAZZI C., *Inganno ed errore nei delitti contro il patrimonio (1955)*, ora in *Diritto penale*, II, Milano, 2003, 3;
- PEDRAZZI C., *Le rôle sanctionnateur du droit pénal*, in *Enseignement de 3<sup>e</sup> cycle de droit 1984*, Fribourg Suisse, 1985, ora in *Diritto penale*, I, Milano, 2003, 181;
- PEDRAZZI C., *Odierna esigenze economiche e nuove fattispecie penali*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 1975, ora in *Diritto penale*, III, Milano, 2003, 47;
- PEDRAZZI C., *Problemi del delitto di aggiotaggio (1958)*, ora in *Diritto penale*, IV, Milano, 2003, 3;
- PEDRAZZI C., voce *Turbativa dei mercati*, in *Dig. disc. pen.*, XIV, Torino, 1999, ora in *Diritto penale*, IV, Milano, 2003, 111;
- PERDUE W.C., *Manipulation of Futures Markets: Redefining the Offence*, in 56 *Fordham L. Rev.*, 1987, 345;
- PEREZ Z.-COCHRAN E.-SOUSA C., *Securities Fraud*, in 45 *Am. Crim. L. Rev.*, 2008, 923;
- PETRINI D., *Reati di pericolo e tutela della salute dei consumatori*, Milano, 1990;
- PICKHOLZ M., *Parallel Enforcement Proceedings: Guidelines for the Corporate Lawyer*, in 7 *Sec. Reg. L. J.*, 1979, 99;
- PICOTTI L., *Il dolo specifico. Un'indagine sugli "elementi finalistici" delle fattispecie penali*, Milano, 1993;
- PIERGALLINI C., *Danno da prodotto e responsabilità penale*, Milano, 2004;
- PIRRONG S.C., *Detecting Manipulation in Futures Markets: the Ferruzzi Soybeans Episode*, in 6 *Am. L. & Economics Rev.*, 2004, 28;
- PIRRONG S.C., *The Inefficiency of U.S. Commodity Law: Diagnosis and A Proposed Cure*, in 18 *Res. L. & Ec.*, 1997, 173;

- PIRRONG S.C., *The Self-Regulation of Commodity Exchanges: the Case of Market Manipulation*, in 1 *J. Law. & Econ.*, 1995, 141;
- PISANESCHI A., *Le sanzioni amministrative comunitarie*, Padova, 1998;
- PISANI M., *Il ne bis in idem internazionale e il processo penale italiano*, in *Studi di diritto processuale civile in onore di G. Tarzia*, I, Milano, 2005, 553;
- PLASTINA N., *Il ne bis in idem ai sensi dell'art. 54 della Convenzione di applicazione dell'accordo di Schengen: la Cassazione si pronuncia ancora sui limiti al nuovo giudizio*, in *Cass. pen.*, 2008, 1063;
- PODGOR E.S.-PADILLA J.-STEWART M., *Who Should Be Charged with Criminal Conduct?*, in 109 *Penn. St. L. Rev.*, 2005, 1059;
- POMORSKY S., *American Common Law and the Principle of Nullum Crimen sine Lege*, The Hague, 1975;
- PORCHIA I.-SPATOLA P., *La direttiva di primo e di secondo livello – Le definizioni – Le esenzioni obbligatorie e facoltative*, in Zitiello L. (a cura di), *Mifid. La nuova disciplina dei mercati, servizi e strumenti finanziari*, Torino, 2007, 3;
- POSER N.S., *Stock Market Manipulation and Corporate Control Transactions*, in 40 *U. Miami L. Rev.*, 1986, 729;
- POSNER R. A., *A Theory of Negligence*, in 1 *J. Leg. Studies*, 1972, 29;
- POSNER R.A., *An Economic Approach to Legal Procedure and Judicial Administration*, in 2 *J. Leg. Studies*, 1973, 399;
- POUND R., *An Introduction to the Philosophy of Law*, 1922, trad. it. a cura di Tarello G., *Introduzione alla filosofia del diritto*, Firenze, 1963;
- POUND R., *Social Control, through Law*, New Heaven, 1942;
- POUND R., *The Spirit of Common Law*, (1921), Whitefish (MT), 2008;
- PREDIERI A., *L'erompere delle autorità amministrative indipendenti*, Firenze, 1997;
- PREZIOSI S., *L'aggiotaggio*, in Rossi A. (a cura di), *Reati societari*, Torino, 2005, 459;
- PREZIOSI S., *La manipolazione di mercato nella cornice dell'ordinamento comunitario e del diritto penale italiano*, Bari, 2008;
- PULITANÒ D., *Diritto penale*<sup>3</sup>, Torino, 2009;
- PULITANÒ D., *False comunicazioni sociali*, in Alessandri A. (a cura di), *Il nuovo diritto penale delle società*, Milano, 2002, 141;
- PULITANÒ D., *Giudizi di fatto nel controllo di costituzionalità delle norme penali*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 2008, 1004;
- PULITANÒ D., *Il diritto penale tra vincoli di realtà e sapere scientifico*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 2006, 795;
- PULITANÒ D., *L'errore di diritto nella teoria generale del reato*, Milano, 1976;

- PULITANÒ D., *Problemi della sicurezza e diritto penale*, relazione provvisoria presentata al Convegno *Sicurezza e diritto penale*, Modena, 20-21 marzo 2009;
- QUADRIO CURZIO A., *Globalizzazione: profili economici*, in *Il Mulino*, 1999, 41;
- QUINTERO OLIVARES G., *El derecho penal ante la globalización*, in Zúñiga L.-Mendez C.-Diego M. R. (coords.), *El derecho penal ante la globalización*, Madrid, 2002, 18;
- RADBRUCH G., *Lo spirito del diritto inglese* (1958), Milano, 1962;
- RAMACCI F., *La falsità ideologica nel sistema del falso documentale*, Napoli, 1965;
- RATNER D.L.-HAZEN T.L., *Securities Regulation in a Nutshell*, St. Paul, 2005;
- RECINE J.S., *Examination of the White Collar Crime Penalty Enhancement in the Sarbanes-Oxley Act*, in 39 *Am. Crim. L. Rev.*, 2002, 1535;
- REITZ K.R., *The Enforceability of Sentencing Guidelines*, in 58 *Stan. L. Rev.*, 2005, 155;
- RIALS S., *Le juge administratif Français et la technique du standard (essai sur le traitement juridictionnel de l'idée de normalité)*, Paris, 1980;
- RIBSTEIN L., *Perils of Criminalizing Agency Costs*, in <http://papers.ssrn.com/papers.cfm?abstract=id=920140>;
- RICHMAN D.C.-STUNTZ W.J., *Al Capone's Revenge: An Essay on the political Economy of Pretextual Prosecution*, in 105 *Colum. L. Rev.*, 2005, 628;
- RICOSSA S., *Dizionario di economia*, Torino, 1988;
- RIFKIN J., *The European Dream*, 2004, trad. it., *Il sogno europeo. Come l'Europa ha creato una nuova visione del futuro che sta lentamente eclissando il sogno americano*, Milano, 2004;
- RISICATO L., *Gli elementi normativi della fattispecie penale*, Milano, 2004;
- ROBE J.P., *Multinational Enterprises: The Constitution of a Pluralistic Legal Order*, in Teubner G. (Ed.), *Global Law without a State*, Dartmouth, 1997, 45;
- ROBINSON P. H., *Criminal Law*, New York, 1997;
- ROBINSON P., *Criminal Law Defences: A Systematic Analysis*, in 82 *Colum. L. Rev.*, 1982, 199;
- ROBINSON P.H., *Should the Criminal Law Abandon the Actus Reus-Mens Rea Distinction?*, in Shute S.-Gardner J.-Horder J. (Eds.), *Action and Value in Criminal Law*, Oxford-New York, 1993, 187;
- ROLL R., *A Simple Implicit Measure of the Effective Bid-Ask Spread in an Efficient Market*, in 39 *J. Fin.*, 1984, 1127;
- ROMANO M.-GRASSO G., *Commentario sistematico del codice penale*<sup>3</sup>, II, Milano, 2005;

- ROMANO M., *Commentario sistematico del codice penale*<sup>3</sup>, I, Milano, 2004;
- ROMANO M., *Cause di giustificazione procedurale? Interruzione della gravidanza e norme penali, tra esclusioni del tipo e cause di giustificazione*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 2007, 1269;
- ROMANO M., *Prevenzione generale e prospettive di riforma del codice penale italiano*, in Romano M.-Stella F. (a cura di), *Teoria e prassi della prevenzione generale dei reati*, Bologna, 1980, 165;
- ROMANO M., *Teoria del reato, punibilità, soglie espresse di offensività (e cause di esclusione del tipo)*, in Dolcini E.-Paliero C.E. (a cura di), *Studi in onore di G. Marinucci*, II, Milano, 2006, 1721;
- ROMOLOTTI T.E., *Recepimento della direttiva "Market abuse" e nuove linee guida del Csr*, in *Società*, 2005, 1309;
- RONCAGLIA A., *Il mito della mano invisibile*, Bati, 2005;
- RONDINELLI M., *Sub art. 183*, in *Le nuove leggi civili commentate*, 2007, 1040;
- ROSE C.M., *Crystal and Mud in Property Law*, in 40 *Stan. Law Rev.*, 1988, 600;
- ROSENAU J.N., *Governance, Order, and Changes in World Politics*, in Rosenau J.N.-Czempiel E.O. (Eds.), *Governance without Government. Order and Changes in World Politics*, Cambridge, 2000, 1;
- ROSENAU J.N., *Sovereignty in a Turbulent World*, in Lyons G.M.-Mastanduno M. (Eds.), *Beyond Westphalia? State Sovereignty and International Intervention*, Baltimore, 1995, 191;
- ROSSI A., *Le fattispecie penali di aggio e manipolazione del mercato (artt. 2637 c.c. e 185 d. lgs. 24 febbraio 1998, n. 58): problemi e prospettive*, in Dolcini E.-Paliero C.E. (a cura di), *Studi in onore di G. Marinucci*, III, Milano, 2006, 2637;
- ROXIN C., *Derecho penal, P.te gen.*, I, Madrid, 1997;
- ROXIN C., *Politica criminale e sistema del diritto penale*, Napoli, 1998;
- ROXIN C., *Problemi fondamentali della teoria dell'illecito*, in Moccia S. (a cura di), *Antigiuridicità e cause di giustificazione. Problemi di teoria dell'illecito penale*, Napoli, 1996, 24.;
- RUGA RIVA C., *Principio di precauzione e diritto penale*, in Dolcini E.-Paliero C.E. (a cura di), *Studi in onore di G. Marinucci*, II, Milano, 2006, 1743;
- RUGGIERO G., *Gli elementi normativi della fattispecie penale*, Napoli, 1965;
- RUIZ FABRI H., *La contribution de l'OMC à la gestion de l'espace juridique mondial*, in Locquin E.-Kessedjian C. (sous la direction de), *La mondialisation du droit*, Paris, 2000, 349;

- RUSSEL K.A., *Economic Crimes: Antitrust Offenses*, in Kadish S. H. (Ed.), *Encyclopedia of Crime and Justice*, New York, 1983, 679;
- SACCO R., *Introduzione al diritto comparato*<sup>2</sup>, Torino, 1992;
- SANDRELLI G. G., *I reati di market abuse*, in *La responsabilità amministrativa delle società e degli enti*, 2006, 63;
- SANDULLI A., *Il principio di ragionevolezza nella giurisprudenza costituzionale*, in ID., *Scritti giuridici*, I, Napoli, 1990, 665;
- SANTALUCIA G., *Obbligatorietà dell'azione penale e criteri di priorità*, in *Questione giustizia*, 2007, 617;
- SANTAMARIA D., *Interpretazione e dottrina nella dottrina del dolo*, Napoli, 1961;
- SANTORIELLO C., *Il reato di manipolazione del mercato*, in Santoriello C. (a cura di), *La disciplina penale dell'economia*, I, Torino, 2008, 781;
- SAPELLI G., *Giochi proibiti*, Milano, 2004;
- SARTORI F., *Le regole di comportamento degli intermediari finanziari*, Milano, 2004;
- SARTORI G., *Dove va il Parlamento?*, in ID. (a cura di), *Il Parlamento Italiano*, Napoli, 1963;
- SCALISI V., *Dovere di informazione e attività di intermediazione mobiliare*, in Mazzamuto S.-Terranova G., (a cura di), *L'intermediazione mobiliare. Studi in onore di Aldo Maisano*, Napoli, 1993, 84;
- SCHIAFFO F., *Le situazioni "quasi scriminanti" nella sistematica teleologica del reato*, Napoli, 1998;
- SCHLAG P., *Rules and Standards*, in 33 *UCLA L. Rev.*, 1985, 379;
- SCHOLES M. S., *The Market of Securities: Substitution Versus Price Pressure and the Effects of Information on Share Price*, in 45 *J. Bus.*, 1972, 207;
- SCHROEDER F.C., *Die Gefährdungs Delikte*, in Jescheck H.H. (hrsg.), *Deutsche strafrechtliche Landesreferate zum XI Internationalen Kongress für Rechtsvergleichung Caracas 1982*, Berlin-New York, 1982, 2;
- SCHRÖDER H., *Abstrakt-konkrete Gefährdungsdelikte?*, in *JZ*, 1967, 522;
- SCHULHOFER S.J., *Double Jeopardy*, in Kadish S. H. (Ed.), *Encyclopedia of Crime and Justice*, New York, 1983, 627;
- SCHWARTZ E.S.-TRIGEORGIS L., (Eds.), *Real Options and Investment under Uncertainty*, Cambridge, 2001;
- SEMINARA S., *Aggio e manipolazione su strumenti finanziari*, in Campobasso G.F. (a cura di), *Testo unico della finanza*, III, Torino, 2002, 1466;

- SEMINARA S., *Crisi finanziaria e disorientamenti etici e giuridici*, in *Dir. pen. proc.*, 2009, 269;
- SEMINARA S., *Disposizioni comuni agli illeciti di abuso di informazioni privilegiate e di manipolazione del mercato*, in *Dir. pen. proc.*, 2006, 9;
- SEMINARA S., *Informazione finanziaria e diritto penale*, in AA.VV., *Impresa e giustizia penale: tra passato e futuro*, Milano, 2009, 233;
- SEMINARA S., *Informazione finanziaria e mercato: alla ricerca di una strategia del controllo penale amministrativo*, in *Analisi giuridica dell'economia*, 2006, 255;
- SEMINARA S., *Insider Trading e diritto penale*, Milano, 1989;
- SEMINARA S., *L'aggiotaggio (art. 2637 c.c.)*, in Giarda A.-Seminarà S. (a cura di), *I nuovi reati societari: diritto e processo*, Padova, 2002, 553;
- SEMINARA S., *Riforma del diritto penale societario: attuata la delega. False comunicazioni sociali, falso in prospetto e nella revisione contabile e ostacolo alle funzioni dell'autorità di vigilanza*, in *Dir. pen. proc.*, 2002, 676;
- SGUBBI F., *Il risparmio come oggetto di tutela penale*, in *Giur. comm.*, 2005, 340;
- SGUBBI F., *Le disposizioni generali*, in SGUBBI F.-FONDAROLI D.-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*, Padova, 2008;
- SGUBBI F., *Profili penalistici*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1998, 753;
- SHEFRIN H., *Beyond Greed and Fear: Understanding Behavioral Finance and the Psychology of Investing*, Boston, 2000, 77;
- SICURELLA R., *Diritto penale e competenze dell'Unione europea*, Milano, 2005;
- SIEMS M.M., *The EU Market Abuse Directive: a Case-Based Analysis*, in *2 Law and Financial Market Review*, 2008, 39 ed in <http://ssrn.com/abstract=1066603>;
- SILVA SANCHEZ J.M., *La expansión del derecho penal. Aspectos de la política criminal en las sociedades postindustriales*, 2001, trad. it. *L'espansione del diritto penale*, Milano, 2004;
- SILVER C.B., *Penalizing Insider Trading: A Critical Assessment of the Insider Trading Sanctions Act of 1984*, in *Duke L. J.*, 1985, 1021;
- SINISCALCO M., voce *Locus commissi delicti*, in *Enc. dir.*, 1974, XXIV, 1052;
- SINISCALCO M., voce *Tempus commissi delicti*, in *Studi in onore di Francesco Antolisei*, III, Milano, 1965, 241;
- SLAUGHTER A.M., *A New World Order*, Princeton, 2004;

- SOTIS C., *Formule sostanziali e fruibilità processuale: i concetti penalistici come "programmi di azione"*, in *Dir. pen. proc.*, 2009, 1149;
- SOTIS C., *Il diritto senza codice*, Milano, 2007;
- SPORTA CAPUTI F., *La manipolazione del mercato nella forma di comunicato stampa decettivo su iniziative societarie*, in *Società*, 2008, 1111;
- SPOTO G., *I punitive damages al vaglio della giurisprudenza italiana*, in *Europa e dir. priv.*, 2007, 1129;
- STARR J.R.-HERMAN D., *The Same Old Wine in a Brand New Bottle: Applying Traditional Market Manipulation Principles to Internet Stock Scams*, in *29 Sec. Reg. L. J.*, 2001, 236;
- STEINBERG M.-FERRARA R.C., *Securities Practice, Federal and State Enforcement*, Eagan (Minn.), 2001;
- STEINBERG M.I., *Insider Regulation – a Comparative Analysis*, *37 Int'l Law.*, 2003, 153;
- STEINBERG M.I., *International Securities Law. A contemporary and Comparative Analysis*, The Hague-London-Boston, 1999;
- STELLA F., *Il problema della prevenzione della criminalità*, in Romano M.-Stella F. (a cura di), *Teoria e prassi della prevenzione generale dei reati*, Bologna, 1980, 22;
- STELLA F., *La giustizia e le ingiustizie*, Bologna, 2006;
- STELLA P., *L'enforcement nei mercati finanziari*, Milano, 2008;
- STERN N.-FERREIRA F., *The World Bank as "Intellectual Actor"*, in Kapur D.-Lewis J.-Webb R. (Eds.), *The World Bank: Its First Half-Century*, II, Washington DC, 1997, 523.
- STOPFORD J.-STRANGE S., *Rival States, Rival Firms. Competition for World Market Shares*, Cambridge, 1991;
- STRADER J.K., *White collar Crime and Punishment: Reflections on Michael, Martha and Milberg Weiss*, in *15 Geo. Mason L. Rev.*, 2007, 48;
- STRANGE S., *The IMF*, in Cox R. W.-Jacobson H. K. (Eds.), *The Anatomy of Influence: Decision Making in International Organization*. London, 1974, 269;
- STRANGE S., *States and Markets<sup>2</sup>*, London, 1994;
- STRANGE S., *The Retreat of the State. The Diffusion of Power in the World Economy*, 1996, trad. it. *Chi governa l'economia mondiale?*, Bologna, 1998;
- SULLIVAN K.M., *The Supreme Court 1991 Term – Forward: The Justices of Rules and Standards*, in *106 Harv. L. Rev.*, 1992, 58;

- SUMMERS R. S.- CLERMONT K. M.- HILLMAN R. A.- JOHNSON S. L.- BARCELO J.J., *Law: Its Nature, Functions and Limits*, St. Paul, 1986;
- SUNSTEIN C.R., *Legal Reasoning and Political Conflict*, Oxford-New York, 1996;
- SVAMPA A., *La repressione del delitto di aggraviamento dalla rivoluzione francese al codice Rocco*, in *Giust. pen.*, 1992, 368;
- SWAN E.J., *Market Abuse Regulation*, Oxford-New York, 2006;
- SWANSON C., *Insider Trading Madness: Rule 10b-5 and the Death of Scientoer*, in *52 U. Kan. L. Rev.*, 2003, 147;
- SZOTT MOOHR G., *An Enron Lesson: the Modest Role of Criminal Law in Preventing Corporate Crime*, in *55 Fla. L. Rev.*, 2003, 937;
- SZOTT MOOHR G., *Defining Overcriminalization Through Cost-Benefit Analysis: The Example of Criminal Copyright Laws*, in *54 Am. U. L. Rev.*, 2005, 785;
- SZOTT MOOHR G., *Mail Fraud Meets Criminal Theory*, in *67 U. Cin. L. Rev.*, 1998, 1;
- TARUFFO M., *La giustificazione delle decisioni basate su standards*, in Bessone M.-Guastini R. (a cura di), *La regola del caso. Materiali sul ragionamento giuridico*, Padova, 1995, 267;
- TERADILLOS BASOCO J.M., *Globalización, administrativización y expansión del derecho penal económico*, in Acale Sánchez M.-Terradillos Basoco J.M. (coord.), *Temas de derecho penal económico*, Madrid, 2004, 219;
- TEUBNER G., "Global Bukovina": *Legal Pluralism in the World Society*, in Teubner G. (Ed.), *Global Law without a State*, Dartmouth, 1997, 3;
- TEUBNER G., *Diritto policontestuale: prospettive giuridiche della pluralizzazione del mondo sociali*, Napoli, 1999;
- TEUBNER G., *Foreword: Legal Regimes of Global Non-state Actors*, in ID. (Ed.), *Global Law without a State*, Dartmouth, 1997, XIII;
- THEL S., *§ 850,000 in Six Minutes – The Mechanics of Securities Manipulation*, in *79 Cornell L. Rev.*, 1994, 247;
- THEL S., *The Original Conception of Section 10(b) of the Securities Exchange Act*, in *42 Stan. L. Rev.*, 1990, 393;
- THIEFFRY G., *The Case For a European Securities Commission (ESC)*, in Ferran G.-Goodhart C. (Eds.), *Regulating Financial Services and Markets in the 21st Century*, Oxford-New York, 2001, 211;
- THORNBURGH D., *The Dangers of Over-Criminalization and the Need for Real Reform: The Dilemma of Artificial Entities and Artificial Crimes*, in *44 Am. Crim. L. Rev.*, 2007, 1281;

- TIEDEMANN K., *Il diritto penale dell'economia: suo ambito e suo significato per il diritto penale e per l'economia*, in *Riv. trim. dir. pen. ec.*, 1988, 21;
- TIEDEMANN K., *Tecnica legislativa nel diritto penale economico*, in *Riv. trim. dir. pen. ec.*, 2006, 1;
- TIMOTEO M., *Il contratto in Cina e Giappone nello specchio dei diritti occidentali*, Padova, 2004;
- TONRY M., *Determinants of Penal Policies*, in *36 Crime & Just.*, 2007, 1;
- TONRY M., *Learning from the Limitations of Deterrence Research*, in *Crime & Just.*, 2008, 279;
- TONRY M., *The Functions of Sentencing and Sentencing Reform*, in *58 Stan. L. Rev.*, 2005, 37;
- TORIO LOPEZ A., *Los delitos de peligro hipotético (Contribución al estudio diferencial de los delitos de peligro abstracto)*, in *Anuario der. pen. y ciencias pen.*, 1981, 830;
- TRACEY A.M.-FIORELLI P., *Nothing Concentrates the Mind Like the Prospect of a Hanging: the Criminalization of the Sarbanes-Oxley Act*, in *25 N. Ill. U. L. Rev.*, 2004, 139;
- TRENTINI M., *Rischio e società*, Roma, 2006;
- TROUWBORST A., *Evolution and Status of the Precautionary Principle on International Law*, New York, 2002;
- U.S. SEC. EXCH COMM., *About the Division of Enforcement*, in: [www.sec.gov/divisions/enforce/about.htm](http://www.sec.gov/divisions/enforce/about.htm);
- VALLINI A., *Antiche e nuove tensioni tra colpevolezza e diritto penale artificiale*, Torino, 2003;
- VAN BOMMEL J., "Rumors", in *58 J. Fin.*, 2003, 1499;
- VASSALLI G., *Analogia nel diritto penale*, in *Dig. disc. pen.*, I, Torino, 1987, 159;
- VASSALLI G., *Cause di non punibilità*, in *Enc. dir.*, VI, 1960, 618;
- VASSALLI G., *I principi generali del diritto nell'esperienza penalistica*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 1991, 699;
- VASSALLI G., *Le norme penali a più fattispecie*, in *Studi in onore di Francesco Antolisei*, II, Milano, 1965, 357;
- VENAFRO E., *Il nuovo oggetto di tutela della fattispecie di insider trading*, in *Dir. pen. proc.*, 2007, 948;
- VIGANÒ F., *L'influenza delle norme sovranazionali nel giudizio di 'antigiuridicità del fatto tipico'*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 2009, 1062;
- VIGANÒ F., *Stato di necessità e conflitto di doveri*, Milano, 2000;
- VILA J., *Simple Game of Market Manipulation*, in *29 Ec. Lett.*, 1989, 21;

- VIOLI P., *Significato ed esperienza*, Milano, 2001;
- VIZZARDI M., *Manipolazione del mercato e diritto penale: un "doppio binario" da ripensare*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 2006, 704;
- VOGEL J., *Politica criminal y dogmática penal europeas*, in *Rev. pen.*, 2003, 139;
- VOGLIOTTI M., *De quelques remèdes à la décomposition de notre univers juridique. À propos du livre de F. Ost et M. van de Kerchove, De la pyramide au réseau? Pour une théorie dialectique du droit*, in *56/57 Dr. et Soc.*, 2004, 361;
- VOGLIOTTI M., *Tra fatto e diritto. Oltre la modernità giuridica*, Torino, 2007;
- VOLK K., *Diritto penale ed economia*, in ID., *Sistema penale e criminalità economica*, Napoli, 1998, 204;
- WAHL R., *Verfassungsstaat, Europäisierung, Internationalisierung*, Frankfurt a. M., 2003, 45;
- WALKER R.H., *Testimony Concerning the Involvement of Organized Crime on Wall Street Before the House Subcommittee on Finance, Committee of Commerce*, in <http://www.sec.gov/news/testimony/ts142000.htm>;
- WEIREB L., *Comment on Basis of Criminal Liability; Culpability; Causation; Chapter 3; Section 610*, in *Working Papers of the National Commission on Reform of Federal Laws 2, I*, Washington D.C., 1970, 105;
- WEISMANN M.M., *Corporate Transparency or Congressional Window-Dressing? The Case against Sarbanes-Oxley as a Mean to Avoid Another Corporate Debacle: the Failed Attempt to Revive Meaningful Regulator Oversight*, in *10 Stan. J.L. Bus. & Fin.*, 2004, 98;
- WELZEL H., *Il nuovo volto del sistema penale*, in *Jus*, 1952, 31;
- WEST M.D., *Legal Determinants of World Cup Success*, (2002), Michigan Law and Economics, Research Paper No. 02-009, in <http://ssrn.com/abstract=318940>;
- WHITMAN J.Q., *Harsh Justice: Criminal Punishment and the Widening Divide Between America and Europe*, Oxford-New York, 2003;
- WOLFSON N., *Rule 10b-6: the Illusory Search for Certainty*, in *25 Stan. L. Rev.*, 1973, 809;
- WOODS N., *The United States and the International Financial Institution: Power and Influence within the World Bank and the IMF*, in Foot R.-MacFarlane S.N.-Mastanduno M. (Eds.), *US Hegemony and International Organization*, Oxford-New York, 2003, 100;
- WYCKOFF P., *Wall Street and the Stock Market*, Philadelphia, 1972;

- YADLIN O., *Is Stock Manipulation Bad? Questioning the Conventional Wisdom with the Evidence from the Israeli Experience*, in *2 Theoretical Inq. L.*, 2001, 842;
- ZACCARIA G., *L'ermeneutica e la filosofia del diritto*, in *L'arte dell'interpretazione*, Padova, 1990, 61;
- ZAFFARONI E.R., *Tratado de derecho penal, P.te gen.*, III, Buenos Aires, 1981;
- ZANNOTTI R., *Il nuovo diritto penale dell'economia<sup>2</sup>*, Milano, 2008;
- ZWEIGERT K.-KÖTZ H., *Introduzione al diritto comparato*, Milano, 1998.



€ 48,00

1180-40

ISBN 88-14-15379-5



9 788814 153792