

# Attentato all'integrità dei mercati finanziari e condotte sanzionate

**Pierpaolo Galimi**  
dotto commercialista

Le regole sul "market abuse" operative dal 1° aprile 2006 hanno fatto propri i principi del legislatore comunitario. Definite le condotte penalmente rilevanti di "insider trading" e aggioaggio nelle tre diverse tipologie di manipolazione del mercato e inasprite le sanzioni.

**D**al 1° aprile 2006, il legislatore nazionale ha recepito *in toto* le nuove disposizioni comunitarie concernenti il *market abuse*.

Come noto, le nuove norme tendono a contrastare gli abusi di mercato che hanno la finalità di ledere l'integrità dei mercati finanziari e, di conseguenza, compromettere la fiducia degli investitori pubblici e privati.

In pratica, si è cercato di definire nel dettaglio le condotte penalmente rilevanti, introducendo nel contempo un sistema sanzionatorio più oneroso, con il preciso obiettivo di eliminare eventuali ostacoli alla reale e piena trasparenza del mercato.

## Produzione di effetti distorsivi e abusivi sui mercati finanziari

La nozione piuttosto ampia e atecnica di *market abuse* comprende i reati di *insider trading* e aggioaggio su strumenti finanziari, quest'ultimo oggi ribattezzato manipolazione del mercato.

Con l'espressione *market abuse* si identificano infatti tutte quelle situazioni in cui gli investito-

ri che vogliono operare nei mercati finanziari si trovano a dover subire, direttamente o indirettamente, le conseguenze sfavorevoli del comportamento di altri soggetti che fanno uso a loro vantaggio di informazioni non accessibili al pubblico (*insider trading*), che divulgano notizie false, che falsano il normale meccanismo di fissazione del prezzo di strumenti finanziari (aggioaggio).

Si tratta dunque di fenomeni che a diverso titolo producono entrambi effetti distorsivi e abusivi sul mercato finanziario.

## Attuazione dei principi comunitari

Il legislatore comunitario ha licenziato la direttiva 2003/6/Ce, c.d. *market abuse*, con la finalità di assicurare l'integrità dei mercati finanziari comunitari e accrescere la fiducia degli investitori, nel quadro della creazione di un impianto regolamentare comune nei suoi tratti fondamentali e flessibile rispetto alle mutevoli esigenze di mercato, allo scopo di contrastare gli incresciosi scandali finanziari che sono stati avvertiti negli ultimi anni a livello globale<sup>(1)</sup>.

Sia l'abuso di informazioni privilegiate che la

(1) Cfr. G. Ferrarini, «La nuova disciplina europea dell'abuso di mercato», in Riv. soc. n. 1/2004, pag. 47 e segg.; Comporti, «La nuova disciplina sugli abusi di mercato: una prima ricognizione», in Dir. banc., 2005, II, pag. 63; Romolotti, «Recepimento della direttiva "market abuse" e nuove linee-guida del Cers», in Le Società, 2005, pag. 1309.

manipolazione di mercato sono certamente di ostacolo alla reale e piena trasparenza del mercato, che è requisito fondamentale perché tutti gli operatori economici siano in grado di operare sui mercati finanziari integrati.

Del resto l'esigenza di provvedimenti sul tema era avvertita da più parti anche in ragione dello scarso livello di attuazione ricevuto dalla precedente direttiva in materia, 89/592/Ce, c.d. *insider trading*.

Al fine di realizzare un fronte comune contro gli abusi di mercato, la direttiva *market abuse* individua un sistema di regole di varia natura che si pongono a diverso livello: misure preventive, criteri uniformi nella definizione degli illeciti, poteri da attribuire alle autorità competenti di vigilanza, strumenti e procedure di coordinamento tra le autorità dei vari Paesi, uso ineludibile di sanzioni amministrative a cui i legislatori nazionali possono discrezionalmente affiancare anche sanzioni penali.

Il legislatore italiano ha dato attuazione alla direttiva 2003/6/Ce con la legge 18 aprile 2005, n. 62, legge comunitaria 2004<sup>(2)</sup>, in parte riformulando, in parte creando *ex novo* il sistema di illeciti posti a tutela del mercato finanziario, modificando le norme del Testo Unico di intermediazione finanziaria (D.Lgs. n. 58/1998) riguardanti l'abuso di informazioni privilegiate e l'agiotaggio finanziario, recependo quasi pedissequamente l'intero impianto della direttiva Ce suddetta.

Nella parte V, titolo I, del Tuf vi è, comprendente gli artt. da 180 a 187-bis, il titolo I-bis, intitolato "Abuso di informazioni privilegiate e manipolazione del mercato". Il capo II disciplina le due nuove fattispecie di informazioni privilegiate e di manipolazione del mercato.

Un'attenta ricostruzione delle nuove figure di

illecito consente di cogliere il *novum* che le connota e convince il lettore che l'intervento attuato dalla legge comunitaria del 2004 si sostanzi in un effettivo intervento di rivitalizzazione e ristrutturazione del c.d. *enforcement*.

### Abuso di informazioni privilegiate o "insider trading"

Il reato di abuso di informazioni privilegiate<sup>(3)</sup> è oggi previsto dagli artt. 184 e 187-bis Tuf, che configurano, rispettivamente, un illecito penale e un illecito amministrativo. I due illeciti hanno un campo di applicazione parzialmente coincidente, così in alcuni casi, a fronte di una medesima condotta, è possibile applicare cumulativamente sia sanzioni penali sia sanzioni amministrative.

Presupposto del reato è il possesso di informazioni privilegiate. Certamente una delle novità più rilevanti del nuovo intervento legislativo è costituita proprio dalla definizione della nozione di informazione privilegiata, da individuare mediante il rinvio all'art. 181 Tuf, in cui vengono definiti gli obblighi di informazione societaria.

Attraverso l'introduzione di questo elemento normativo all'interno della fattispecie penale si realizza un allineamento tra la disciplina dell'obbligo di informazione e illecito penale, risultando oggi inequivocabilmente chiaro che le informazioni oggetto di diffusione al pubblico sono le stesse il cui sfruttamento è vietato dall'illecito di *insider trading*.

Anteriormente alla modifica legislativa, invece, la disciplina dell'informazione societaria ruotava intorno al concetto di fatto rilevante (notizia *price sensitive*), che non era perfettamente equivalente a quello di informazione privilegiata<sup>(4)</sup>.

Si era dunque affermato un indirizzo interpretativo secondo cui determinate informazioni

(2) Per una sintesi del provvedimento, cfr. *Diritto e Pratica delle Società* n. 9/2005, pag. 11; per un approfondimento, cfr. il numero monografico *Diritto e Pratica delle Società* n. 11/2005 dedicato alla nuova disciplina del market abuse, con interventi di E. Ruggiero, M. Bellacosa e L. Plattner.

(3) Cfr. *Annunziata*, «Il recepimento della market abuse directive», in *Corr. Giur.*, 2005, pag. 745. *Mucciarelli*, «Abuso di informazioni privilegiate e manipolazione del mercato: le norme della Comunitaria 2004 (I)», in *Dir. pen. e proc.* n. 12/2005, pag. 1465.

(4) Cfr. *Lener*, «La diffusione delle informazioni "price sensitive" fra informazione societaria e informazione riservata», in *Le Società*, 1999, pag. 143; *Mucciarelli*, «L'informazione societaria: destinatari e limiti posti dalla normativa in materia di insider trading», in *Banca, Borsa e tit. cred.*, 1999, I, pag. 794.

erano sottratte all'obbligo di comunicazione *ex art. 114 Tuf*, ma erano da considerarsi come privilegiate ai fini dell'*insider trading*.

Oggi, invece, si è operata una perfetta equiparazione tra le due nozioni che risultano equivalenti; ne segue dunque che le informazioni privilegiate sono quelle che hanno ad oggetto fatti rilevanti (perciò *price sensitive*) la cui comunicazione è obbligatoria, ma che non siano state materialmente divulgate.

### **Natura oggettiva dell'informazione privilegiata**

Quanto ai caratteri di natura oggettiva dell'informazione privilegiata definiti dall'*art. 181 Tuf*, si chiarisce che essa deve riguardare direttamente o indirettamente strumenti finanziari e non deve essere stata resa pubblica; se resa pubblica, potrebbe influire in modo sensibile sui prezzi di tali strumenti finanziari o su derivati connessi.

Inoltre, deve avere carattere preciso. All'*art. 1, comma 1, direttiva 2003/124/Ce* il legislatore europeo ha chiarito che un'informazione ha carattere preciso, se si riferisce a un complesso di circostanze esistente o di cui si possa ragionevolmente ritenere che verrà ad esistere, o ad un evento verificatosi o di cui si possa ragionevolmente ritenere che si verificherà, e se tale informazione è sufficientemente specifica da consentire di trarre conclusioni sul possibile effetto che il complesso di circostanze o l'evento produrranno sui prezzi degli strumenti finanziari.

### **Soggetti attivi del reato**

Altra novità rilevante rispetto alla normativa previgente riguarda la modalità di definizione dei soggetti attivi del reato. Mentre nella legge n. 157/1991 era prevista un'incriminazione presuntiva di chiunque essendo in possesso di informazioni privilegiate avesse effettuato operazioni in Borsa, la nuova regolamentazione introduce la necessità di una posizione di privilegio dell'agente e di un collegamento tra operazioni compiute e possesso dell'informazione.

La qualità di soggetto attivo del reato viene così

ad essere fondata su un elemento essenziale per la configurazione del reato medesimo, ossia il nesso di causalità tra la funzione ricoperta dal soggetto e il conseguimento del vantaggio informativo: il soggetto attivo è selezionato tra coloro che in ragione di uno specifico ruolo possono acquisire o detenere notizie privilegiate. Occorre dunque la qualità di membro degli organi di amministrazione, direzione o controllo dell'emittente, o l'esercizio di un'attività lavorativa, di una professione o di una funzione anche pubblica, o di un ufficio: *insider* primario è appunto chi in ragione dell'esercizio di una funzione, di una professione, di un ufficio abbia accesso ad informazioni privilegiate riguardanti una società.

Si ricorda inoltre che l'*art. 184, comma 2, Tuf* equipara alla precedente ipotesi quella in cui un soggetto, pur non rivestendo le qualità descritte, carpisca comunque notizie privilegiate eseguendo un'attività delittuosa *in fieri* oppure consumata<sup>(5)</sup>.

### **Condotta incriminata**

Quanto alla condotta incriminata, il nucleo centrale del fatto dell'*insider* primario si definisce generalmente nel divieto di acquistare o vendere per conto proprio o di terzi, direttamente o indirettamente, gli strumenti finanziari cui le informazioni si riferiscono, sfruttandole consapevolmente. Agli *insider* primari è altresì vietata la comunicazione a terzi di tali informazioni senza giustificato motivo (*tipping*), e la raccomandazione fatta a terzi di porre in essere determinate operazioni pur senza rivelare loro le informazioni privilegiate possedute (*tuyautage*).

Come si vede, la volontà del legislatore è andata nel senso di accomunare sotto il profilo della risposta punitiva queste due fattispecie meno gravi, in cui la lesione della credibilità del mercato è in ogni caso rimessa alla volontà di chi è reso edotto delle informazioni (*tippee*), o di colui al quale il consiglio è stato rivolto (*tuyautee*), all'*insider trading*, in cui chi compie operazioni su strumenti finanziari sulla scorta del proprio vantaggio informativo lede *manu propria* la credibilità del mercato e la fiducia degli investitori.

(5) Cfr. G. Ferrarini, «The European market abuse directive», in 41 Common Market Law Review, 2004, pag. 722 e segg.

La *ratio* della severità con cui sono puniti *tiping* e *tuyautage* è da rintracciarsi nella lesione del vincolo fiduciario intercorrente tra l'*insider* e la società per cui egli opera.

Tutte le medesime condotte assumono inoltre rilevanza, anche se soltanto ai fini della configurabilità dell'illecito amministrativo, quando siano poste in essere da chiunque sia in possesso di informazioni privilegiate e ne conosca, o possa conoscerne usando l'ordinaria diligenza, il carattere privilegiato.

Sono questi i cosiddetti *insider* di secondo grado o *tippees*, a cui la disciplina previgente proibiva invece con un'incriminazione penale la sola attività di negoziazione.

Innovativa e di portata molto semplificatrice è stata in realtà l'esclusione del rilievo penale della condotta del percettore della notizia privilegiata che, consapevole della provenienza ingiustificabile della notizia, a sua volta la utilizza per finalità speculative. La nuova formulazione della fattispecie ridimensiona infatti quel sistema di inarrestabile estensione dell'illecito nelle fasi successive del primo abusivo utilizzo della notizia, sino ai cosiddetti *second generation tippees*.

Il fatto, come si è detto, ha oggi solo rilievo amministrativo e la fattispecie è di più lata estensione dal momento che annovera il profilo della colpa.

### Reclusione e pene accessorie

Come si è già accennato, vista la sostanziale coincidenza tra le condotte di abuso di informazioni privilegiate penalmente rilevanti (art. 184 Tuf) e quelle configurate come illecito amministrativo (art. 187 Tuf), la stessa condotta può essere perseguita nell'ambito di due autonomi procedimenti con applicazione delle relative sanzioni.

Il delitto di abuso di informazioni privilegiate è punito con la reclusione da uno a sei anni e con la multa, particolarmente afflittiva, da ventimila euro a tre milioni di euro.

Particolare significatività rivestono poi le pene accessorie (art. 186 Tuf) dell'interdizione dai

pubblici uffici, dell'interdizione da una professione o da un'arte, dell'interdizione temporanea dagli uffici direttivi delle persone giuridiche e delle imprese, e dell'incapacità temporanea di contrattare con la P.A. Ciò per una durata non inferiore a sei mesi e non superiore a due anni.

Ancora è prevista la pena accessoria della pubblicazione della sentenza di condanna, che di regola avviene per estratto su due quotidiani, di cui uno economico a diffusione nazionale.

Nel caso di condanna per entrambe le ipotesi penali, il legislatore ha disposto l'operatività della confisca del prodotto o del profitto conseguito dal reato e dei beni utilizzati per commetterlo. Nell'impossibilità di essere eseguita in queste modalità, la confisca potrà avere ad oggetto una somma di denaro o altri beni di valore equivalente.

Anche per gli illeciti amministrativi il legislatore ha optato per sanzioni elevate nei limiti edittali astratti, identiche nel *quantum* alle pene pecuniarie delle correlative fattispecie penali, oltre alle sanzioni accessorie che comportano, per una durata variabile compresa tra i due mesi e i tre anni, la perdita dei requisiti di onorabilità per gli esponenti aziendali e i partecipanti al capitale dei soggetti abilitati, delle società di gestione del mercato, nonché per i revisori e per i promotori finanziari, e, per gli esponenti aziendali di società quotate, l'incapacità di assumere incarichi di amministrazione, direzione e controllo nell'ambito di società quotate e di società appartenenti al medesimo gruppo di società quotate.

Nel caso di applicazione di sanzioni amministrative è sempre prevista la confisca, con formula analoga all'opzione penale.

### Manipolazione del mercato o aggotaggio

La legge comunitaria 2004 introduce due figure di illecito di manipolazioni di mercato: l'art. 185, che costituisce illecito penale e, con la medesima denominazione, l'art. 187-ter, che prevede un illecito amministrativo<sup>(6)</sup>.

(6) Cfr. Paliero, «Market abuse e legislazione penale: un connubio tormentato», in *Corr. mer.*, 2005, pag. 800; Rossi, «Market abuse e insider trading: l'apparato sanzionatorio», in *La responsabilità amministrativa degli enti*, 2006; Grosso, «Cinque anni di leggi penali: molte riforme (talune contestabili), nessun disegno organico», in *Dir. Pen. e proc.*, 2006.

Il delitto di manipolazioni di mercato ripropone con lievi variazioni la figura di aggioaggio su strumenti finanziari introdotta dall'art. 5 legge n. 157/1991, riformulata dall'art. 181 Tuf e poi abrogata dal D.Lgs. n. 61/2002, che la inglobava nell'unica figura speciale di aggioaggio prevista dall'art. 2637 cod. civ.

L'art. 185 Tuf reintroduce ora una specifica disposizione per il mercato mobiliare, rimettendo in discussione la questione dei contorni della disposizione civilistica, rispetto alla quale risulta identica, con la sola differenza rappresentata dall'oggetto della norma, costituito in un caso da strumenti finanziari non quotati e, nell'altro, invece, da strumenti quotati.

Sul piano della condotta le due nuove figure di illecito incriminano le medesime strategie manipolative: la diffusione di notizie false o, in via alternativa, il porre in essere operazioni simulate o altri artifici concretamente idonei a provocare una sensibile alterazione del prezzo degli strumenti finanziari.

Tuttavia, l'ambito di applicazione dell'ipotesi amministrativa (art. 187-ter Tuf) è più ampio, non solamente per il fatto che l'elemento soggettivo del dolo non è qui richiesto, ma anche perché più ampi sono i presupposti oggettivi di applicazione di questa tipologia di illecito: non occorre che le notizie siano concretamente idonee a modificare i prezzi perché si realizzi il reato, né che l'alterazione del prezzo prodottasi sia sensibile.

In realtà l'art. 187-ter Tuf risente molto più che la corrispondente figura penale del condizionamento del legislatore europeo, di cui viene riprodotto sia il linguaggio sia la carica innovativa del contenuto della disposizione: in aggiunta al tradizionale contenuto della fattispecie di aggioaggio si fa riferimento a nuove strategie manipolative sia di tipo informativo sia di tipo operativo, con espresso riferimento ai mezzi di comunicazione telematica e alle voci, termine con cui si allude a informazioni dotate di un minor grado di attendibilità delle notizie e rispetto alle quali c'è scarso controllo sulla fonte informativa.

Come si è detto, nelle nuove disposizioni normative il divieto si incentra nel compimento di

tutte quelle operazioni artificiose, connotate da simulazione ovvero accompagnate da altri espedienti, i quali siano idonei a provocare una sensibile alterazione del prezzo degli strumenti finanziari.

### **Tre tipologie di manipolazione**

Nella teoria economica sono previste tre tipologie di comportamenti riconducibili alla manipolazione:

- manipolazione basata su informazioni, che consiste nella diffusione di notizie false, ma apparentemente affidabili che possono riflettersi nel prezzo degli strumenti finanziari cui si riferiscono. Fattispecie tipica di tale ipotesi è la diffusione di comunicazioni false su eventi societari o sulla situazione della società con lo scopo di influenzare il prezzo dei titoli quotati;
- manipolazione basata su operazioni, che consiste nella realizzazione di una serie di operazioni, poste in essere da un unico soggetto, cosiddetto *wash sales*, o da più soggetti di comune accordo, i *match order*, che compiono operazioni fittizie su titoli, generando sul mercato l'illusione di un aumento dei volumi trattati, con la conseguenza di una riduzione dei prezzi dei titoli verso i valori desiderati o dell'apparenza di un mercato attivo;
- manipolazione basata su compravendite, la tipologia più difficile da definire e da individuare: sicuramente riconducibile a tale categoria è la condotta consistente nel far lievitare il valore dello strumento finanziario con effetti acquisitivi e prezzi crescenti, così da generare una bolla speculativa. Questa si sgonfia rapidamente non appena il manipolatore vende i titoli precedentemente acquistati, con gravi danni in termini di prezzo per coloro che avevano investito in tali strumenti.

### **Considerazioni conclusive**

Nonostante il requisito selettivo dell'idoneità alterativa e l'opportuno silenzio del testo vigente sui negozi destinati a fornire un'apparenza di mercato attivo, i confini delle categorie delle

operazioni simulate e di quelle caratterizzate da altri artifici rimangono piuttosto labili.

Per limitare la latitudine della fattispecie, il testo esclude che la fattispecie sia connotata da pericolo astratto: il legislatore l'ha connotata di concreta idoneità, probabilmente per sottrarla a eventuale censura di illegittimità costituzionale.

In data 29 novembre 2005, la Consob ha approvato le modifiche al regolamento mercati in attuazione del Testo Unico, come modificato e integrato dalla legge comunitaria 2004. Nella sezione A sono riportati esempi di manipolazione del mercato<sup>(7)</sup> come guida agli operatori per l'identificazione di variabili importanti nel monitoraggio della propria attività: alcuni fanno riferimento a specifiche fattispecie di mani-

polazione previste dall'art. 187-ter Tuf, altri sono aggiunti; non si tratta in ogni caso di un'elencazione esaustiva ma è preziosa nella ricostruzione delle condotte che integrano le fattispecie qui in oggetto.

Quanto al trattamento sanzionatorio dell'illecito penale e di quello amministrativo, in attuazione della direttiva comunitaria viene operata, nonostante il diverso disvalore e la diversa offensività, una sostanziale equiparazione tra il reato in oggetto e quello di abuso di informazioni privilegiate a cui dunque si rinvia, con la precisazione che per il reato di manipolazione del mercato i limiti edittali nel massimo sono comunque più elevati, disponendosi cinque milioni di euro sia per la multa, sia per la sanzione amministrativa pecuniaria. ■■■

(7) False/misleading transactions (lett. a), Price positioning (lett. b), Transactions involving factious devices (lett. c), Dissemination of false and misleading information, ciascuna, a sua volta, articolata in più esemplificazioni.

**I CODICI TASCABILI DI GUIDA AL DIRITTO**



**CODICE CIVILE E DI PROCEDURA CIVILE**  
A cura di G. Finocchiaro

La nuova edizione del volume in versione "tascabile", considera le modifiche apportate in tema di **abolizione della pena di morte** all'art. 27 della Costituzione, nonché al Codice civile in materia di **bilancio e controllo contabile** e in tema di **privilegi generali sui mobili**. A queste, sempre riguardo al **Codice civile**, vanno aggiunte le recenti modifiche in tema di **assicurazione**, di **bilancio e controllo contabile**, di **nomina cariche societarie**, di **regole UE sulla pubblicazione di prospetti per l'offerta pubblica di strumenti finanziari**. Al **Codice di procedura civile**, le modifiche sono intervenute con la **Legge finanziaria 2008**, relativamente alle **cause nelle quali il tribunale giudica in composizione collegiale**.

**Pagg. 2.220 – € 22,50**

**CODICE PENALE E DI PROCEDURA PENALE**  
A cura di R. Bricchetti

La nuova edizione del volume in versione "tascabile", considera le modifiche apportate dal D.Lgs. 21 novembre 2007, n. 231 in tema di **prevenzione dell'utilizzo del sistema finanziario a scopo di riciclaggio dei proventi di attività criminose e di finanziamento del terrorismo** (introduzione dell'art. 648-quater Codice penale) e quelle recate dalla L. 24 dicembre 2007, n. 244 (Legge finanziaria 2008) che ha modificato gli artt. 262 e 676 **Codice di procedura penale**.

**Pagg. 1.730 – € 19,50**

Il prodotto è disponibile anche nelle librerie professionali.  
Trova quella più vicina all'indirizzo [www.librerie.ilssole24ore.com](http://www.librerie.ilssole24ore.com)

Gruppo  
**Il Sole 24 ORE**  
La cultura dei fatti.