

LA MANIPOLAZIONE DEL MERCATO MOBILIARE: DALL'INFORMAZIONE SOCIETARIA AL RUOLO DELLA CONSOB NEL PROCESSO

di MARTINA PAOLANTONI

1. Premessa

Il presente lavoro è un contributo volto ad analizzare quale possibile, legittimo ed efficiente ruolo possa assumere il diritto penale societario in un settore delicato come il mercato finanziario, al fine di comprendere quale sia il fondamento delle norme incriminatrici che si sono susseguite nel panorama italiano, nonché la *ratio* delle direttive comunitarie che hanno dato impulso alla legislazione atta a contrastare gli abusi di mercato nelle sue due forme, *insider trading* e manipolazione del mercato. In particolare si è evidenziato come assicurare l'integrità e la trasparenza dei mercati e la parità di condizioni degli investitori, seppure rappresenti un obiettivo difficile da raggiungere, risulti una tappa indispensabile per garantire un livello di competitività adeguato a sostenere il confronto con le economie degli altri Paesi, non solo europei.

Altro importante aspetto riguarda il ruolo della Consob nel procedimento penale, all'interno del quale la stessa può costituirsi parte civile al fine di rivendicare il diritto al risarcimento del danno provocato dalle condotte di *insider trading* "all'integrità del mercato". L'attiva partecipazione al processo ha mutato i connotati di un sistema che, precedentemente alla riforma del 2005, confinava l'operato della Consob ad organo meramente ausiliario del P.M. e del giudice penale. Strumentale a tale disegno è stata la previsione di un duplice procedimento: uno esperibile innanzi al giudice ordinario, l'altro svolto innanzi alla Consob; quest'ultima possibilità è stata resa concreta mediante il riconoscimento della natura anche amministrativa della fattispecie di *insider trading*, con cui il legislatore ha fatto leva sulla natura prettamente tecnica delle fattispecie da verificare in ordine alla struttura legale astrattamente prevista.

2. LA RILEVANZA DELLE INFORMAZIONI SOCIETARIE NEL MERCATO MOBILIARE QUALE PARAMENTRO DELLE SCELTE DEGLI INVESTITORI

Il buon funzionamento del mercato mobiliare richiede e presuppone la diffusione, in via continuativa, di informazioni complete ed attendibili relative agli strumenti finanziari ed agli emittenti quotati, ed è proprio sulle informazioni disponibili che gli investitori basano le proprie decisioni ed orientano i propri comportamenti. L'efficienza informativa è definita come un pre-requisito del funzionamento del mercato, giacché la capacità degli investitori di allocare correttamente il denaro è condizionata dalla quantità e dalla qualità delle informazioni loro trasmesse dalle società che fanno pubblico appello al risparmio¹. Qualora il flusso dell'informazione risulti insufficiente, infatti, si crea un più elevato margine di rischio che, ispirando al mercato un atteggiamento di cautela e di prudenza ed inducendo gli investitori a

¹ L'efficiente funzionamento del mercato quale fonte di capitali, quale misura di successo imprenditoriale e quale mezzo per raggiungere una desiderabile ed efficiente utilizzazione delle risorse, richiede che le informazioni siano liberamente disponibili e che tutti gli investitori debbano essere in grado di trarre vantaggio personale da informazioni confidenziali. S. SEMINARA, *Il reato di Insider trading tra obbligo di astensione e divieto di utilizzazione in Borsa di informazioni riservate. Considerazioni su riforme ordite, abortite e partorite in Banca borsa e titoli di credito*, II vol., 1998.

Per M. BESSONE "nel linguaggio del legislatore della materia finanziaria, mercato è un assetto organizzativo che favorisce l'incontro tra domanda e offerta di valori mobiliari, assicura efficienza ed osservanza di regole alle transazioni che ne determinano lo scambio, provvede ai servizi occorrenti per lo svolgimento delle attività di mercato e precostituisce garanzie di tutela dei diritti di quanti sul mercato operano. Garanzie di tutela che per gli investitori devono presentare tutta la consistenza stabilita dalla norma dell'art. 47 Cost., ove al risparmio in tutte le sue forme si assicura doverosa protezione"; *Mercato finanziario e regole di vigilanza. Le grandi linee del sistema e i problemi della net economy*, in *Giur. merito* 2001, IV, p. 1467.

sostenere costi ulteriori per colmare il proprio *gap* conoscitivo, aumenta il costo del capitale, rallenta il funzionamento del mercato, riduce la liquidità, accelera le oscillazioni dei corsi e determina una loro artificiale valutazione².

Le società che fanno ricorso al pubblico risparmio, ovvero ottengono l'ammissione degli strumenti finanziari alla negoziazione in mercati ufficiali, sono oramai da tempo sottoposte ad un particolare regime di controlli. In tal senso, il tema dell'informazione societaria per gli emittenti di strumenti finanziari si intreccia, indissolubilmente, con quello della repressione del fenomeno dell'*insider trading*³.

Gli obblighi di informazione in capo ai soggetti quotati rispondono, da un lato, all'esigenza di mettere a disposizione del pubblico informazioni che potrebbero significativamente influire sui prezzi e sull'andamento mercato; dall'altro, assieme alle politiche preventive e repressive dell'*insider trading*, rafforzano la fiducia degli investitori⁴. Secondo un orientamento della dottrina,⁵ già, peraltro, espresso a livello comunitario con la direttiva CEE del 13 novembre 1989 sull'*insider trading*, la consapevolezza da parte degli investitori della persistente attività in borsa di soggetti in possesso di notizie privilegiate è in grado di innescare meccanismi disincentivanti nei confronti sia degli operatori professionisti, che considererebbero il mercato privo di sufficienti garanzie, sia per la vasta categoria dei risparmiatori che ricerca un investimento sicuro ed al riparo da rischi⁶.

La disciplina dell'informazione si estende, in realtà, oltre la sfera degli emittenti quotati o dei soggetti che sollecitano il pubblico risparmio: in base all'art. 116 del D.lgs. 24 febbraio 1998 n. 58 (di seguito T.u.f.), salvo quanto disposto dall'art. 118 T.u.f., gli art. 114 e 115 del T.u.f. medesimo si applicano anche ad emittenti non quotati, ma che abbiano strumenti finanziari "*diffusi tra il pubblico in misura rilevante*"⁷.

² La teoria qui riportata si deve al contributo di FAMA, *Efficient Capital Markets: a Review of Theory and Empirical Work*, in *Journal of Finance*, 1970, vol. 25, pp. 383 e ss. che è considerato come il manifesto della teoria dei mercati efficienti, costituisce essenzialmente una progettazione organica delle teorie della scuola di Chicago. L'intuizione dell'autore sta nell'aver sottolineato che, se vi è incertezza sul mercato, l'efficienza e l'equilibrio dipendono preminentemente dal ruolo svolto dall'informazione nei processi di formazione e di aggiustamento dei prezzi. Fama ha distinto per primo tre ipotesi di mercato efficiente (*weak form*, *semi-strong form*, *strong form*) sulla base della diversa quantità di informazioni presenti nei prezzi. Tale classificazione è ancora usata dagli economisti, che la prendono come punto di partenza per le loro analisi sull'efficienza dei mercati.

³ In dottrina. C. ALVISI, *Abusi di mercato e tutele civili*, in *Contratto ed impresa Europa*, n. 1, 2007, p. 181; F. MUCCIARELLI, *Primato della giurisdizione e diritto economico sanzionatorio: a proposito del market abuse*, in *Dir. pen. e proc.*, 2006, 2, p. 440-441.

⁴ In favore del divieto di insider trading viene citata un'ulteriore giustificazione, riferita all'esigenza di rafforzare la fiducia degli investitori sull'integrità del mercato. Questa idea veniva già espressa nella Direttiva CEE del 1989 sull'*insider trading*, dove si afferma che l'ampiezza del confronto tra domanda e offerta, e quindi la consistenza e la liquidità dei mercati si basano, sulla certezza che le quotazioni hanno un significato reale e che, sono state prese tutte le misure per garantire eguali possibilità a tutti gli investitori. In altri termini, il buon funzionamento dei valori mobiliari dipende dal grado di fiducia che ispirano agli investitori. Per questo motivo le operazioni effettuate da persone in possesso di informazioni privilegiate, che permettono loro di trarne un vantaggio a danno degli altri investitori, costituiscono una minaccia per il buon funzionamento dei mercati mobiliari, in quanto annullano l'eguaglianza di possibilità fra gli investitori e di conseguenza anche la fiducia di questi ultimi in tali mercati. Se si vuole garantire il regolare del mercato dei valori mobiliari, sono quindi indispensabili misure dirette ad impedire l'utilizzazione, nelle transazioni su valori mobiliari, di informazioni riservate. P. WELTER, *La proposta CEE in tema di insider trading*, in *Insider trading, le discipline negli stati Uniti ed in Europa*, 1987, p.180 ss.

⁵ S. SEMINARA, S., *L'insider trading e diritto penale*, Milano, 1989.

⁶ A. DE SANCTIS, *Insider trading: uso di informazioni riservate nel mercato mobiliare italiano*, il Sole24ore, Milano, 1995, p.9.

⁷ Si veda a tal riguardo l'art 2 bis del Reg. Em., ove sono fornite due definizioni differenti: la prima riferita agli emittenti azioni, la seconda riferita agli emittenti obbligazioni. I criteri utilizzati sono sia di tipo quantitativo (almeno 200 azionisti od obbligazionisti), sia di tipo qualitativo. Questi ultimi trovano il necessario presupposto nel fatto che gli emittenti abbiano fatto effettivo ricorso al mercato ad esempio promuovendo un offerta pubblica di vendita o sottoscrizione, ovvero attraverso la negoziazione delle azioni su sistemi di scambi organizzati, evitando, in tal modo, generalizzazioni sulla disciplina. Sul punto si veda R. COSTI – L. ENRIQUES, *Il mercato mobiliare*, in *Trattato di diritto commerciale*, vol. VII, diretto da G. COTTINO., Padova, 2004.

Dopo le suddette considerazioni, possono essere enucleati dei principi generali concernenti il comportamento informativo degli emittenti.

In particolare, gli emittenti e i soggetti che li controllano comunicano al mercato con tempestività le informazioni rilevanti. Sono informazioni rilevanti⁸ quelle specifiche e a contenuto determinato, relative ad eventi accaduti nella sfera di attività degli emittenti, dei soggetti che li controllano o delle relative società controllate, non di dominio pubblico e idonee, se rese pubbliche, ad influenzare sensibilmente il prezzo degli strumenti finanziari quotati, riguardanti sia l'attività di tali soggetti sia gli strumenti finanziari quotati.

Le informazioni sono comunicate nel rispetto dei criteri di correttezza, chiarezza e parità di accesso all'informazione. L'espressione "*comunicare al mercato*" deve riferirsi alle modalità di avviso previste dalla vigente disciplina (art. 114 del T.u.f., e relative disposizioni d'attuazione), secondo la quale l'informazione sui fatti rilevanti deve essere diffusa senza ingiustificato ritardo, trasmettendo un comunicato alla Consob, alla società di gestione del mercato e ad almeno due agenzie di stampa. Per le società con azioni quotate nei mercati regolamentati gestiti da Borsa Italiana e collegate al *Network Information System (NIS)* la comunicazione al mercato è effettuata mediante suddetto sistema.

Questo principio riflette i requisiti fondamentali che il mercato richiede all'informazione per svolgere efficacemente le sue funzioni. La correttezza richiede in generale agli emittenti e ai soggetti che li controllano di fornire l'informazione societaria in forma esaustiva e non fuorviante, rivolgendo la massima attenzione alle legittime richieste di dati e notizie provenienti dal mercato, ove possibile anticipandole, nel rispetto costante dell'interesse generale al corretto funzionamento del mercato⁹; la chiarezza attiene alle forme con cui l'informazione è comunicata al mercato e ne comporta la completezza, nonché l'intelligibilità in funzione dei diversi destinatari; la parità di accesso all'informazione, infine, risponde al convincimento, ormai diffuso presso i principali mercati, circa l'inammissibilità di ogni forma di comunicazione selettiva di informazioni che possano avere rilevanza per la valutazione degli strumenti finanziari.

Una seconda considerazione attiene al comportamento degli emittenti e dei soggetti che li controllano, i quali si astengono dal diffondere al mercato informazioni a scopo meramente promozionale. La diffusione al mercato di informazioni che, per quanto veritiere, non si rivelano necessarie agli investitori al fine dell'attuazione di consapevoli scelte d'investimento o disinvestimento, può infatti generare confusione o risultare fuorviante. Le informazioni di tipo pubblicitario e commerciali, quali derivanti da attività di pubblicità del collocamento degli

⁸ Nella formulazione originaria l'art. 114 con "*fatti rilevanti*" non faceva diretto rinvio alla nozione di informazione privilegiata. Le due nozioni vengono ora ricondotte ad una medesima disciplina l'art 114 T.u.f. fa riferimento direttamente all'art. 181 T.u.f. Per una ricostruzione del dibattito, si vedano i riferimenti contenuti in P. CARRIERE, *I profili informativi delle fasi propedeutiche di operazioni di M&A successivamente al recepimento della direttiva sul market abuse*, in Riv. Soc., 2006, p.338 ss.

⁹ *A contrariis* di quanto affermato sin ora, occorre menzionare una teoria, ampiamente criticata, che ha suscitato un notevole scalpore all'interno della scienza giuridica ed economica, rilevabili sottodue fondamentali aspetti: l'*insider trading* andrebbe consentito per le sue utilità rilevabili in materia di efficienza di mercato e la funzione incentivante per gli imprenditori. Tale fenomeno, infatti, renderebbe più efficiente la funzione allocativa del mercato mobiliare, in quanto anticipa il successivo corso dei titoli esercitando un'opera stabilizzante. La conclusione scaturisce dalla constatazione che dopo le prime transazioni d'acquisto, o di vendita, effettuate dagli *insider* si ha un aumento, o diminuzione dei prezzi dei titoli oggetto delle dette transazioni e questo può far ipotizzare che i prezzi si adattino alle nuove informazioni utilizzate. Gli esponenti di questo pensiero sono: H. MANNE, *Insider trading and the Stock market*, 1996; WU H., *An economist looks at section 16 of the Securities Exchange Act of 1934*, in Col. Law review, 1968, p.260 ss. Un altro autore che diede un notevole apporto alla teoria sin qui enunciata, riconoscendo anche l'impatto positivo che l'*insider trading* ha sulla liquidità, riterrebbe che il fenomeno sia una delle componenti fondamentali dell'efficienza allocativa di prodotti sul mercato ed, in particolare, grazie alle operazioni di acquisto o vendita degli *insider* sarebbe resa più facile trovare una controparte disponibile allo scambio. GROSSMAN S., *An analysis of the role of insider trading on future markets*, in *The journal of business*, 1986, p. 130 ss.

Le repliche alle teorie di Manne vengono condotte da R. JENNINGS, *Book reviews*, p. 1229 ss.; H. KRIPKE, *Book Review – Insider Trading and the stock market*, by H.G. Manne, in New York Univ. Law Rev., 1967, p.212 ss.; M.MANDELSON, *The economics*, p. 470 ss.; R. SCHOTLAND, *Unsafe at any Price*, p. 1425 ss.

strumenti finanziari, non ricadono comunque sotto il presente principio e sono diffuse con modalità diverse da quelle previste per l'informazione finanziaria¹⁰.

Queste modalità di comunicazione dell'informazione garantiscono la più ampia e tempestiva diffusione della stessa e consentono agli organi di vigilanza di attivarsi per assicurare il buon funzionamento del mercato. In tal senso, la comunicazione di informazioni rilevanti nel corso di una conferenza stampa o di un'intervista, in assenza della diffusione dell'apposito comunicato al mercato, non consente agli organi preposti di svolgere le funzioni dovute e non sempre è in grado di assicurare la necessaria diffusione della notizia. Al fine di rendere più tempestiva l'informazione, antecedentemente all'evento, è opportuna la predisposizione di una bozza del comunicato¹¹, ed in previsione di un'imminente conclusione di operazioni, ovvero la formalizzazione di decisioni di rilievo, è altresì opportuno un preventivo consulto con la Consob e la Borsa Italiana, affinché sia loro consentito di valutare congiuntamente i possibili interventi sul mercato.

Resta fermo che, in osservanza delle disposizioni vigenti, i comunicati inerenti a fatti rilevanti diffusi a mercato aperto sono preceduti da una comunicazione a Borsa Italiana. L'obbligo di comunicare tempestivamente le informazioni rilevanti va ricondotto all'obiettivo dell'efficienza nel processo di formazione dei prezzi e riduce al contempo il rischio di *insider trading*¹².

La parità conoscitiva delle informazioni detenute dagli operatori presenti è stata assunta come una condizione di efficienza del mercato.

La problematica in esame merita, tuttavia, delle considerazioni sulla irrealizzabilità dalla stessa.

L'efficiente funzionamento del mercato quale fonte di capitali, quindi quale mezzo per raggiungere una desiderabile ed efficiente utilizzazione delle risorse, richiede che le informazioni siano liberamente disponibili e che tutti gli investitori possano essere in grado di trarre vantaggio personale dalle stesse. In tale prospettiva, è necessario assicurare a tutti gli operatori una parità di opportunità di profitto: eguaglianza di accesso all'informazione, *equal access*, e trasparenza, *full disclosure*, si pongono come i presupposti del *market egalitarianism*, la teoria costituente la fonte del benessere collettivo.

Il *market egalitarianism* può rappresentare soltanto una linea di tendenza, un obiettivo di massima, che si inquadra in un clima culturale improntato alla trasparenza dei rapporti intersoggettivi e degli aspetti gestionali della moderna società per azioni. Il principio dell'*equal access* propone come obiettivo l'eguaglianza degli investitori, cioè la loro parità di accesso alle conoscenze che possono assumere rilevanza per le decisioni di investimento. Nella realtà, il principio della parità conoscitiva degli investitori è inattuabile per ragioni che vanno ben oltre la sfera societaria e investono direttamente la possibilità per gli investitori di porsi su un piano di effettiva parità¹³. E' stato sostenuto il valore demagogico del principio della parità conoscitiva in quanto la disparità fra le categorie di investitori sarebbe inevitabile.

Sembra indiscutibile, infatti, che l'investitore cosiddetto medio non sia in grado di decifrare compiutamente i dati a disposizione, a differenza dei professionisti del settore, i quali, sulla base delle stesse informazioni, sono in grado di prevedere l'attività borsistica. Inoltre, il ruolo svolto dagli analisti finanziari e dagli intermediari contribuisce notevolmente all'efficienza del mercato;

¹⁰ Occorre discernere tra l'attività di sollecitazione all'investimento, attività promozionale ed attività pubblicitaria: per attività di sollecitazione all'investimento, ex art. 93, oggi (in base al D.lgs. 51/2007, in attuazione della direttiva 2003/71 relativa al prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica o l'ammissione alla negoziazione di strumenti finanziari) si intende qualsiasi messaggio offerta o invito ad offrire relativo alla sottoscrizione o alla vendita di strumenti finanziari. Per quanto concerne l'attività di promozione essa è tesa al collocamento degli strumenti finanziari. La definizione di attività pubblicitaria è rintracciabile nell'art. 101 T.u.f. e si intende l'attività volta a pubblicizzare il collocamento degli strumenti stessi.

¹¹ *Ad exemplum*: ove l'evento da comunicare sia una deliberazione del consiglio d'amministrazione.

¹² S. SEMINARA, *L'insider trading e diritto penale*, Milano, 1989.

¹³ J. RINEHART, *Insider trading: quali misure dopo gli scandali*, in *Insider trading: le discipline negli Stati Uniti e in Europa*, 1987, p. 44.

infatti tali soggetti sviluppano conoscenze non ancora divulgate per procedere a un loro sfruttamento immediato e così garantiscono un flusso continuo di nuove notizie¹⁴.

Inoltre, se realmente all'interno del mercato si concretizzasse un'assoluta distribuzione di tutte le notizie, cesserebbe ogni profitto a ricercarne di nuove e si giungerebbe ad una situazione di inefficienza¹⁵.

Il principio dell'*equal access* evoca una visione statica del concetto di informazione, che si presume possa venire egualmente distribuita tra gli investitori senza modificare la fisionomia del mercato e garantendone anzi l'efficienza. Inoltre, è impossibile ritenere che l'obiettivo primario debba essere caratterizzato da un livellamento delle conoscenze, dato che una ineguaglianza è inevitabilmente connessa alla diversa distribuzione del potere e alla diversa disponibilità economica, oltre che all'attività svolta dall'agente, alla sua diligenza ed esperienza.

Risulta evidente, in questo modo, la stretta connessione tra rilevanza delle informazioni nel mercato mobiliare ed il fenomeno dell'*insider trading*. Il fondamento del divieto del fenomeno non deve ricercarsi nella possibilità di eguaglianza di informazioni presso tutti gli investitori, la quale si è visto essere irrealizzabile, bensì nell'attribuire ad essi le stesse possibilità di riuscita, di *chances* di profitto, imponendo agli altri, che detengono informazioni privilegiate, di astenersi completamente dalle transazioni prima che tali informazioni siano rese pubbliche.

3. I REATI DI MARKET ABUSE NEL MERCATO MOBILIARE: CENNI

Prima di procedere, è necessario chiarire preliminarmente la nozione del reato di *market abuse*, al fine di comprendere appieno la natura della fattispecie giuridica legittimante la partecipazione attiva della Consob quale autorità amministrativa indipendente di controllo, istituita con la legge 7 giugno 1974 n. 216 ai fini dell'attribuzione delle funzioni di vigilanza sia sulle società per azioni sia sul mercato di borsa, e ciò al fine di accertare la regolarità delle operazioni di mercato, nonché dei comportamenti di taluni soggetti partecipanti alle operazioni attuate nel mercato finanziario. Si suole indicare come *inside tradig* un tipo di reato societario consistente nell'abuso, secondo modalità predeterminate, di informazioni conosciute in via privilegiata e non ancora diffuse tra il pubblico; *market abuse* è anche la diversa fattispecie penalistica denominata *market manipulation*¹⁶, rappresentata dalla manipolazione di informazioni, artificiosamente alterate, al fine di rendere

¹⁴ A. DE SANCTIS, *Insider trading: uso di informazioni riservate nel mercato mobiliare italiano*, il Sole24ore, Milano, 1995, p. 18.

¹⁵ In tal senso occorre ricordare le teorie a favore dell'*insider trading* e la sua necessaria relazione con l'efficienza dei mercati, *ex multis* A. DE SANCTIS, op. cit., p. 10-11. Si ritiene che l'efficienza informativa del mercato sia la rispondenza delle quotazioni dei titoli corrispondenti al loro effettivo valore, ma esse non recepiscono realmente tutte le conoscenze così da porsi come rispondenti alla verità affinché il mercato si mantenga efficiente. Per tanto, è necessario che le indagini sulle notizie non ancora incorporate nei prezzi dei valori mobiliari, garantiscano la possibilità di un profitto, poiché in assenza di incentivi il mercato ritornerebbe inefficiente.

¹⁶ La differenza che, già *prima face*, risalta tra le due manifestazioni della categoria "abusi di mercato" è il diverso strumento utilizzato per realizzare la condotta illecita: nel caso dell'*insider trading* si tratta di informazioni vere, conosciute e sfruttate dall'*insider* proprio in virtù della bontà delle stesse. L'*insider*, dunque, si avvantaggia di una situazione di asimmetria informativa con la finalità di trarre un illecito profitto; le operazioni di *insider trading*, basate su informazioni non ancora conosciute dal mercato, spingono il prezzo del titolo in relazione al quale l'operazione è effettuata verso il livello che inevitabilmente sarà raggiunto quando la notizia in questione sarà resa pubblica. Diversamente, nel caso della manipolazione del mercato, le notizie diffuse dal manipolatore ovvero le operazioni compiute dallo stesso sono rispettivamente non veritiere e prive di altro movente economico, se non quello di avere interesse ad alterare l'andamento del mercato di riferimento e dunque trarre vantaggio dal disorientamento conseguente alla condotta; il prezzo verso il quale viene indirizzato il mercato attraverso la diffusione di informazioni false, ovvero il compimento di operazioni manipolative, è un prezzo scorretto, poiché distante dal reale valore di mercato del titolo. Ove, pertanto, il mercato segua il "suggerimento" del manipolatore, attraverso una condotta imitativa l'effetto immediato sarà l'innalzamento del livello del prezzo, e dunque una eccessiva rivalutazione del titolo. Tale comportamento, per altro, si avvicina fortemente alla nozione di frode.

Entrambi i fenomeni descritti sono considerati abusi di mercato per il fatto che essi influiscono sul corretto processo di formazione dei prezzi degli strumenti finanziari, sulla liquidità presente nei mercati finanziari, nonché sulla sua efficienza in termini di allocazione delle risorse e, più ancora, rappresentano delle forme di imperfezione ed inefficienza del mercato.

instabile ed incerto il regolare funzionamento del mercato, da parte di coloro che in virtù di speciali situazioni soggettive intrattenute con l'emittente, e tassativamente elencate dalla legge, ne vengano in possesso¹⁷.

4. IL MARKET ABUSE, LA COSTITUZIONE DELLA CONSOB COME PARTE CIVILE NEL PROCEDIMENTO PENALE ED IL RICONOSCIMENTO A FAVORE DELL'INTEGRITA' DEL MERCATO DI UN RISARCIMENTO

La peculiarità del mercato borsistico e le dinamiche sottese al suo funzionamento, sono indici che spesso sfuggono alla cognizione dell'organo giurisdizionale, per cui si è reso necessario l'intervento normativizzato legittimante la diretta partecipazione nel procedimento di un'autorità, la Consob appunto¹⁸, maggiormente in grado di raccogliere il materiale probatorio esistente, valutarne la fondatezza ed eventualmente richiedere l'applicazione della sanzione nei confronti del contravventore.

In tal senso, non risulta di semplice individuazione il confine tra eccesso, e dunque abuso, di informazione e legittima attività informativa svolta nell'ambito di politiche di comunicazione finanziaria, che è, invero, affidato all'interpretazione caso per caso. Spesso la prassi giudiziaria si è imbattuta in contrasti e difficoltà interne circa l'inquadramento e la conseguente punibilità di comportamenti integranti i reati di *insider trading* e manipolazione del mercato; quale conferma di

¹⁷ Nel corso degli ultimi anni la disciplina dell'informazione societaria e dell'*insider trading* ha formato oggetto di ampi interventi, i quali ne hanno radicalmente trasformato l'assetto originario consolidandosi in un articolato corpo normativo volto reprimere e prevenire i cosiddetti abusi di mercato. Si tratta di un insieme di disposizioni che è venuto affermandosi (sia a livello interno, sia a livello comunitario) a partire dagli anni ottanta del novecento, con l'introduzione in veri sistemi delle prime discipline volte a reprimere il fenomeno del'*insider trading* e che si è poi affinato sino ad abbracciare un'ampia serie di fenomeni di "*manipolazione del mercato*" e che, in via di una primissima semplificazione, possono riallacciarsi all'originaria repressione del reato di agiotaggio. La disciplina muove da precise scelte ideologiche e di metodo; il giudizio di riprovazione nei confronti dell'*insider trading* e da altri comportamenti giudicati incompatibili con il buon funzionamento dei mercati presuppone, necessariamente, la preventiva identificazione di un modello di riferimento sul quale, poi, vengano costruite le differenti scelte normative. In tale prospettiva, la posizione dalla quale muove il legislatore risente inevitabilmente di fattori di carattere storico, del contesto generale di riferimento e dagli obiettivi della policy. Tuttavia, è generalmente condivisa, quanto meno nei sistemi maggiormente rappresentativi, l'esigenza di porre in essere rimedi volti ad assicurare che il funzionamento del mercato non venga alterato da comportamenti abusivi, ovvero l'uso distorto delle strutture del mercato stesso. Per questa riflessione si veda F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino, 2009; p. 387ss.; M. FORMICA, *Insider trading, dir. Pen. in Enc. Giur. Il Sole24ore*, 2009.

¹⁸ Il 13 novembre 1989 veniva emanata dal Consiglio dei Ministri della CEE una direttiva recante disposizioni sul Coordinamento delle normative concernenti le operazioni effettuate da persone in possesso di informazioni privilegiate (cosiddetta direttiva sull'*insider trading*, in GUCE, 18 novembre 1989, n. L-334). Con il recepimento delle direttiva, a due anni di distanza, il legislatore nazionale portava a compimento la prima legge di repressione delle frodi sul mercato. Invero, la L. 17 maggio 1991, n. 157 (in GU, 20 maggio 1991, n. 116) mirava a contrastare non solo il fenomeno dell'*insider trading*, ma anche quello della manipolazione. Per un'analisi degli elementi costitutivi di questi due reati sotto la vigenza della legge del 1991 si vedano: P. L. CARBONE, *Il mercato mobiliare e la legge che disciplina le "frodi di borsa": insider trading e manipolazione*, in *Corr. giur.*, n. 7, 1991, p. 742 ss.; *Id.*, *Commentario alle norme relative all'uso di informazioni riservate nelle operazioni in valori mobiliari e alla Commissione nazionale per la società e la borsa (Legge 17 maggio 1991, n. 157)*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 1992, p. 963 ss.; R. ALESSI, *La l. 17 maggio 1991, n. 157 sull'uso di informazioni riservate nelle operazioni in valori mobiliari*, in *Riv. dir. comm.*, I, 1991, p. 509 ss.; L. FOFFANI, *La nuova disciplina penale dell' "insider trading" e delle frodi nel mercato mobiliare*, in *Riv. trim. dir. pen. economia*, II, 1991, p. 916 ss.; S. GALLI, *Insider trading: un primo commento*, in *Giur. comm.*, I, 1991, p. 928 ss.; A. CRESPI, *Insider trading e frode sul mercato dei valori mobiliari*, in *Riv. soc.*, II, 1991, p. 1673 ss.; A. BARTULLI, M. ROMANO, *Sulla disciplina penale dell'insider trading (legge 17 maggio 1991, n. 157)*, in *Giur. comm.*, I, 1992, p. 660 ss.; E. MUSCO *I reati di insider trading*, in *Riv. pen. economia*, 1993, p. 375 ss.; G. MARINI, *Note sulla legge 17 maggio 1991, n. 157*, in *Riv. trim. dir. pen. economia*, I, 1994, p. 105 ss.; G. PICA, *La nuova disciplina penale dell'agiotaggio mobiliare*, in *Riv. pen. economia*, 1995, p. 295 ss. Il legislatore è nuovamente intervenuto, abrogando quasi completamente la legge del 1991 (tranne l'art. 10, che peraltro si limita a integrare l'art. 2631 c.c. in tema di conflitto di interessi) e dettando una nuova disciplina della materia contenuta negli artt. 180-187 del D.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 (Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, in *Suppl. Ord.* n. 52/L alla GU, 26 marzo 1998, n. 71).

quanto suesposto, basti pensare che nel periodo 1991-1998 vi sono state appena sei richieste di rinvio a giudizio afferenti i reati *de quibus*, tre sentenze di patteggiamento e due sentenza di condanna. Mentre, nel 1999, accanto a due richieste di rinvio a giudizio concernenti abuso di informazioni privilegiate, sono state emanate una sentenza di assoluzione e una di non luogo a procedere, relative a ipotesi dello stesso reato segnalate all'Autorità giudiziaria nel 1996¹⁹. Infine, nel 2000 vi sono state dieci richieste di archiviazione (di cui quattro parziali), due richieste di rinvio a giudizio e tre sentenze di patteggiamento. In particolare, nell'ultima relazione viene evidenziato un dato allarmante, ovvero, la diminuzione delle segnalazioni inviate all'autorità giudiziaria. Ciò testimonia la sempre maggior complessità delle investigazioni, dovuta anche al maggior numero di soggetti esteri che a vario titolo operano sui mercati regolamentati italiani.²⁰

Sotto il versante delle facoltà e dei poteri riconosciuti attualmente in capo alla Consob, il quadro normativo di riferimento è andato arricchendosi grazie all'intervento della legge n. 62 del 2005.

Originariamente l'art. 8 comma 6 della legge n. 157 del 1991 riconosceva alla Consob il potere di esercitare nei processi penali concernenti i reati di abuso di informazione privilegiate (nonché quelli aventi per oggetto la manipolazione dei dati di mercato) i diritti e le facoltà riconosciute dal codice di procedura penale in capo alla persona offesa dal reato, nonché gli stessi poteri di intervento riconosciuti agli enti o alle associazioni rappresentative degli interessi della persona offesa *ex artt.* 505 e 511 c. p. p.²¹.

Questa possibile duplice natura del ruolo della Consob non solo evidenziava la profonda incertezza circa l'effettiva funzione che l'Autorità dovesse svolgere nel procedimento penale, ma altresì appariva del tutto priva di significato pratico, dal momento che l'art. 91 c. p. p. già attribuiva agli enti e alle associazioni rappresentativi degli interessi lesi dal reato la possibilità di esercitare "*in ogni stato e grado del procedimento, i diritti e le facoltà attribuiti alla persona offesa dal reato*"²².

Ciò significava che, al cambiare della qualifica formale che si attribuiva alla posizione nel processo dell'Autorità, le sue funzioni nel processo non cambiavano dal punto di vista sostanziale. Per recuperare un ambito di applicazione autonomo ed evitare che la norma si risolvesse in uno sterile rimando all'art. 91 c. p. p., venne avanzata la tesi che l'art. 8 comma 6 legge n. 157/1991 mirasse in realtà a far sì che la Consob fosse dispensata dall'onere di ottenere il consenso della persona offesa richiesto dall'art. 92 c. p. p. per gli enti e le associazioni aventi finalità di tutela degli interessi lesi dal reato, così che essa potesse intervenire tutte le volte che volesse nel processo e permettere al giudice di fruire dell'apporto specialistico e tecnico che solo l'Autorità di vigilanza poteva assicurare²³.

Queste considerazioni rimanevano valide anche in riferimento al successivo art. 187 del T.u.f. che, tuttavia, ebbe il pregio di eliminare ogni riferimento alla persona offesa dal reato, riconoscendo alla Consob il potere di esercitare nel procedimento penale facoltà e diritti riconosciuti dal codice soltanto "*agli enti e alle associazioni rappresentativi di interessi lesi dal reato*". Sulla base delle considerazioni fin qui svolte, quindi, l'eliminazione della possibilità di assumere il ruolo di persona

¹⁹ Fonte: Consob, Relazione per l'anno 1999, in www.consob.it

²⁰ Fonte: Consob, Relazione per l'anno 2000, www.consob.it

²¹ In particolare, si tratta della possibilità per gli enti e le associazioni rappresentativi di interessi lesi dal reato, intervenuti nel processo a norma dell'art. 93 c.p.p., di richiedere al giudice del dibattimento di rivolgere domande ai testimoni, ai periti, ai consulenti tecnici e alle parti private sottoposte a esame, nonché della possibilità di richiedere al giudice l'ammissione di nuovi mezzi di prova utili all'accertamento dei fatti (art. 505 c.p.p.); nonché potevano chiedere al giudice di disporre a lettura integrale o parziale degli atti contenuti nel fascicolo per il dibattimento (art. 511 c.p.p.).

²² I diritti e le facoltà della persona offesa sono quelli "*espressamente riconosciuti dalla legge*" (art. 90 c. p. p.); tra di essi, per esempio, la nomina di un difensore per l'esercizio dei diritti e delle facoltà ad essa attribuiti (art. 101 c.p.p.), la proposizione dell'istanza di procedimento (art. 341 c.p.p.), l'opposizione alla richiesta di archiviazione (art. 410 c.p.p.), il ricorso per Cassazione nei caso di nullità previsti dall'art. 419, comma 7, c.p.p. (art. 428, comma3, c.p.p.), la richiesta motivata al Pubblico Ministero di proporre impugnazione (art. 572 c.p.p.).

²³ S. SEMINARA, *Il reato di insider trading tra obbligo di astensione e divieto di utilizzazione in borsa di informazioni riservate, Considerazioni su riforme ordite, abortite e partorite*, in Banca, borsa, tit. cred., II, 1998, p. 342.

offesa non comportava sul piano pratico alcuna modifica in relazione all'attività che la Consob poteva svolgere, rimanendo del tutto invariate le sue facoltà²⁴.

Il riferimento a tali soggetti, in base a considerazioni vevole anche per la disciplina precedente, era spiegabile sulla base del rilievo che le condotte di abuso di mercato ledono interessi di tipo generale, che sono quelli, più volte menzionati, della efficienza ed integrità dei mercati finanziari. Conseguentemente, appare ovvio che il soggetto che meglio poteva farsi portatore di tali interessi pubblici fosse l'Autorità preposta a vigilare sul loro corretto funzionamento, mantenendo, anche in questa peculiare materia, la sua funzione di tutore dell'interesse pubblico, alla cui cura è normalmente preposta. Ne derivava, come è stato giustamente osservato, che alla Commissione era riconosciuta la possibilità di assumere nella fase dibattimentale un ruolo decisamente rilevante durante la fase di formazione della prova, finendo così per svolgere un controllo vicario e complementare all'attività propulsiva del Pubblico Ministero²⁵, ruolo certamente non condiviso con la polizia giudiziaria, neppure quando avesse compiuto attività d'indagine di propria iniziativa. Essa assumeva, insomma, il ruolo del cosiddetto *amicus curiae*, capace di apportare “*stimolo, controllo ed impulso*” al procedimento penale²⁶.

Tuttavia, il legislatore del 1998, pur chiarendo in parte la posizione della Consob, non risolse tutti i problemi, in particolare non chiarì se l'assimilazione della sua posizione a quella degli enti e delle associazioni rappresentativi di interessi lesi dal reato comportasse un'applicazione *in toto* della disciplina processualpenalistica relativa a tali soggetti, ovvero se, in qualche modo, il ruolo della Consob assumesse contorni differenti, soprattutto in riferimento al già menzionato art. 92 c.p.p. La dottrina e la giurisprudenza prevalenti continuarono ad orientarsi nel senso di esonero dall'onere del consenso della persona offesa²⁷, non solo e non tanto perché appariva impossibile individuare una singola persona offesa dal reato di *insider trading*, nonché dei criteri che fossero corretti per la quantificazione del danno²⁸, ma soprattutto perché non avrebbe avuto alcun tipo di giustificazione razionale la scelta di subordinare l'ingresso nel processo della Consob al consenso di un soggetto non altrimenti definito, soprattutto se si considera che ciò avrebbe portato una paralisi nell'applicazione pratica della norma, per il caso in cui non si fosse riusciti ad individuare l'identità delle persone offese.

La legge n. 62/2005 è nuovamente intervenuta sul punto. L'art. 187 *undecies*, al comma 1, ripropone il disposto dell'art. 187 *ex T.u.f.*, al comma 2 riconosce una nuova e rilevante facoltà per la Consob. Essa, oggi, può altresì svolgere un ruolo attivo nel procedimento, avendo la possibilità di costituirsi parte civile nei processi per abuso di mercato e di richiedere al giudice una condanna al pagamento di una somma di denaro, da determinarsi anche in via equitativa, “*a titolo di riparazione dei danni cagionati dal reato all'integrità del mercato*”; ciò è previsto quando il soggetto attivo del reato non abbia ottenuto dei guadagni dalle operazioni. In conformità con quanto prescritto dall'art. 74 c.p.p., che legittima all'esercizio dell'azione civile nel processo penale “*il soggetto al quale il reato ha recato il danno*”, quindi, l'art. 187 *undecies T.u.f.* espressamente fa riferimento al danno cagionato all'integrità del mercato, da liquidare alla Consob, in quanto Autorità di vigilanza titolare di tale interesse pubblico. La norma prosegue indicando i parametri a cui comunque il giudice dovrà

²⁴ Si veda sul punto, A. BARTALENA, *Commento sub. art. 180*, in P. MARCHETTI, L. A. BIANCHI, (a cura di), *La disciplina delle società quotate, nel Testo Unico della finanza D.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58*, cit., p. 2033.

²⁵ F. BELLI, F. MAZZINI, R. TEDESCHI, *Il Testo Unico della Finanza*, Il Sole 24 Ore, Milano, 1998, p. 262.

²⁶ In dottrina si veda E. RAGNI, *Primi segnali di un'inversione di tendenza nell'esperienza applicativa del reato di insider trading*, in *Banca, borsa e tit. di cred.*, 2002, II, p. 734.

²⁷ *Ex multis* V. NAPOLEONI, *Insider trading e agiotaggio sui strumenti finanziari*, Commento al d.lgs. 24/2/98 n. 58 in Il T.u.f. Milano 1998.p. 203; *contra* A. BARTALENA, *Accertamento e profili procedurali*, in P. MARCHETTI, L. A. BIANCHI (a cura di), *La disciplina delle società quotate, nel Testo Unico della finanza D.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, Commentario*, Milano, 1999, tomo II, p. 2033, che ritiene necessario il suddetto consenso della persona offesa, ma trova egli stesso difficoltà nell'individuare l'identità. In giurisprudenza si veda Trib. Roma, 15 maggio 1996, in *Giur. comm.*, 1997, II, p. 208 che richiama una serie di articoli, tranne l'art. 95 c. p. p.

²⁸ Per un approfondimento sulle menzionate difficoltà, si veda in dottrina F. F. MACCABRUNI, *Insider trading e analisi economica del diritto*, in *Giur. comm.*, 1995, I, p. 614 ss.

fare riferimento nel determinare l'ammontare di tale somma, vale a dire l'offensività del fatto, nonché l'entità del prodotto o del profitto ottenuti mediante la commissione del reato; l'analisi di riferimento rileva altresì che tali parametri sono gli stessi richiamati dal comma 3 dell'art. 184 T.u.f..

L'elemento peculiare che risalta agli occhi dell'interprete concerne il fatto che un siffatto sistema, incardinato nell'ambito dell'ordinamento italiano, si avvicina alla categoria dei cosiddetti "danni punitivi del sistema nordamericano, *“non essendo altrimenti giustificabile l'attribuzione alla Consob di un ristoro patrimoniale per un fatto illecito che si ipotizza lesivo non certo del suo specifico patrimonio, bensì di un'entità del tutto astratta quale è l'integrità del mercato”*²⁹.

Si tratta, invero, di una scelta pienamente giustificata sul piano razionale, atteso che è indubbio il nesso causale sussistente tra la condotta dell'*insider* ed il danno subito dal mercato, in termini anche, e soprattutto, di sfiducia dei risparmiatori, i quali saranno portati a disinvestire, con conseguente perdita di efficienza e di liquidità del mercato stesso. Senz'altro tale innovazione risponde alle richieste che già da tempo erano state avanzate in dottrina³⁰, ma bisogna tenere conto che il sistema che oggi è stato predisposto dal nostro legislatore è molto diverso da quello in cui tali esigenze erano sorte. Oggi, infatti, la Consob appare notevolmente potenziata ed è titolare di una potestà sanzionatoria diretta in materia di illeciti amministrativi, che la rende una sorta di organo paragiurisdizionale. Così, risulta assai probabile il rischio che si determini una sovrapposizione di ruoli che può compromettere la terzietà della stessa Autorità: da una parte, essa si trova ad avere il potere di compiere accertamenti concreti e di giudicare sugli illeciti amministrativi, applicando le eventuali sanzioni, dall'altra si trova ad agire in veste di parte privata nel procedimento penale, in relazione agli stessi fatti che costituiscono, oltre ad illecito amministrativo, anche illecito penale³¹.

Per questi motivi, dal momento che la norma non è dotata di efficacia retroattiva, la Consob potrà rivestire il suo nuovo ruolo di parte civile, solo in procedimenti per fatti che si sono verificati

²⁹ In dottrina R. RORDORF, *Ruolo e poteri della Consob nella nuova disciplina del market abuse*, cit., p. 818; C. ALVISI, *Abusi di mercato e tutele civili*, in *Contratto ed impresa Europa*, n. 1, 2007, p. 181; F. MUCCIARELLI, *Primato della giurisdizione e diritto economico sanzionatorio: a proposito del market abuse*, in *Dir. pen. e proc.*, 2006, 2, p. 440-441. In giurisprudenza, si veda Trib. Milano 24 giugno 2006, n. 3406, in *Giur. merito*, 2007, n. 2, p. 1135 ss., che ha accolto la domanda di risarcimento della Consob e specificato che il termine "danno all'integrità del mercato" va "riferito alla lesione arrecata alla omonima finalità istituzionale di tutela in capo alla Consob". Da questo punto di vista si è conformato anche il Trib. Milano 25 ottobre 2006, n. 10580, in *Corr. merito*, 2007, p. 767 ss., nella quale si afferma che "la Consob può agire esclusivamente a tutela dei diritti che le sono riconosciuti quale garante dell'integrità del mercato ed in particolare è legittimata a chiedere il ristoro del danno da discredito istituzionale, derivante dalla compromissione del ruolo e della funzione di organo pubblico istituzionalmente preposto ad assicurare l'efficienza e la trasparenza del mercato ma che, per effetto del reato, viene percepito come autorità incapace di esercitare efficacemente il proprio mandato". Sempre in tema di diritto al risarcimento della Consob, costituitasi parte civile, per il reato, però, di manipolazione, si veda Trib. Milano, sent. 23 novembre 2006, n. 11400, in *Corr. merito*, 2007, p. 809 ss. Si deve altresì considerare il primo caso con cui è stato riconosciuto alla Consob il risarcimento del danno per pregiudizio all'integrità del mercato e fu deciso dal Trib. Milano 27 marzo 2006 e la cui decisione fu poi confermata da App. Milano, 12 aprile 2007 in *Riv. dir. soc.*, n. 1, 2007, p. 96 ss con nota di DI LAZZARO e SPEDICATI.

³⁰ In giurisprudenza, merita di essere segnalata la sentenza resa dal TRIB. MILANO, 16 novembre 1994, in *Giur. comm.*, 1996, II, p. 708, in cui l'imputato venne condannato anche al pagamento delle spese processuali e degli onorari di difesa sostenute dalla Consob, facendo intendere con ciò la possibilità di una costituzione di parte civile "atipica", già in precedenza ammessa per le associazioni ambientaliste (anche Cass. 19 novembre 1996, in *Ambiente*, 1997, p. 992).

³¹ Per approfondimenti si veda S. SEMINARA, *Disposizioni comuni agli illeciti di abuso di informazioni privilegiate e di manipolazione del mercato*, in *Diritto penale e processo*, 2006 p. 19, il quale sottolinea anche i problemi relativi all'applicazione dell'art. 654 c. p. che assegna, nei confronti dell'imputato e della parte civile, efficacia di giudicato nel giudizio civile o amministrativo alla sentenza penale di assoluzione, ovvero di condanna, qualora in detti giudizi si controverta intorno ad un diritto o ad un interesse legittimo il cui riconoscimento dipende dall'accertamento degli stessi fatti oggetto del procedimento penale. La questione sembra risolvibile attribuendo vincolatività non alle valutazioni giuridiche compiute dal giudice penale, quali l'elemento soggettivo, le qualificazioni giuridiche, le valutazioni in termini di legittimità o meno, bensì solamente al fatto, inteso unicamente come accadimento storico, cause di giustificazione, cause di non punibilità e circostanze attenuanti. Sul punto, A. SCCELLA, *Commento sub art. 654*, in G. CONSO, U. GREVI (a cura di), *Commentario breve al codice di procedura penale*, Padova, 2005, p. 2214 ss.

posteriormente all'entrata in vigore della legge n. 62/2005 e non in procedimenti penali già in corso o, comunque, relativi a fatti avvenuti posteriormente all'entrata in vigore di detta legge.