

ANTICIPAZIONI

STEFANO PREZIOSI

Nuova disciplina della manipolazione di mercato e bene giuridico tutelato¹

Il legislatore europeo interviene ancora sugli abusi di mercato, il legislatore italiano adotta la logica del minimo sforzo, lasciando inalterati i problemi fondamentali della materia, ossia la definizione dei confini fra illeciti amministrativi e illeciti penali, in un quadro che attualmente risulta paradossale, poiché l'illecito amministrativo acquista sempre di più i caratteri della concreta offensività e della determinatezza, mentre quello penale rimane vago e carente di offensività concreta.

New discipline of market abuse and protected legal asset

The european legislator still intervenes on market abuse, while the italian legislator adopt a logic based on minimum effort, without altering the key problems of the subject, in particular the distinction between administrative offences and crimes. On the current italian system about market abuse, the administrative offence getting more the characters of harm principle and determination, while the crime is lacking about them.

SOMMARIO: 1. Regolamento e direttiva europei. - 2. La normativa italiana di recepimento. - 3. L'ipotesi contravvenzionale e la sua problematica interpretazione. - 4. Le operazioni relative alle aste su una piattaforma d'asta autorizzata come un mercato regolamentato di quote di emissioni. - 5. La mancata definizione dei rapporti fra illecito penale e illecito amministrativo. - 6. Gli illeciti amministrativi di manipolazione di mercato. - 7. Operazioni *price sensitive* e offensività. - 8. Il bene protetto dalla norma penale

1. *Regolamento e direttiva europei.* Un quadro singolare e paradossale emerge dall'innesto nella normativa domestica della nuova disciplina degli abusi di mercato - in particolare della manipolazione di mercato, di cui ci occuperemo - introdotta con il Regolamento UE del Parlamento europeo e del Consiglio del 16 aprile 2014, n. 596 e con la Direttiva 2014/57/UE del Parlamento europeo e del Consiglio.²

Il Regolamento, *relativo agli abusi di mercato e che abroga la direttiva 2003/6/CE del Parlamento europeo e del Consiglio e le direttive*

¹ Il lavoro è destinato agli studi in onore di Antonio Fiorella

² Le fattispecie di illecito, come altre disposizioni, sono state integrate e modificate dal D. Lgs. n. 107 del 10 agosto 2018, ma l'impianto delle norme incriminatrici (artt. 184, 185) è rimasto sostanzialmente immutato, salvo estenderne, da un lato, l'applicazione alle condotte aventi ad oggetto un novero più ampio di strumenti finanziari, dall'altro 'degradare', come si vedrà - con dubbia coerenza -, a reato contravvenzionale (con una disposizione che costituisce un vero 'rompicapo') talune ipotesi che riguardano, essenzialmente, le operazioni aventi ad oggetto strumenti finanziari ammessi alla negoziazione o per i quali sia stata presentata richiesta di ammissione in un *sistema multilaterale di negoziazione*, o in un *sistema organizzato di negoziazione*. La Direttiva 2003/6/CE, cit., è stata abrogata dal Regolamento (UE) 596/2014. Cfr. anche MASUCCI, *La manipolazione del mercato*, in *Questioni fondamentali della parte speciale del diritto penale*, a cura di FIORELLA, Torino, 2019, III ed., 332 ss.

2003/124/CE, 2003/125/CE e 2004/72/CE della Commissione, interviene in materia di illeciti amministrativi e ha trovato una disciplina di adeguamento in Italia con D. Lgs. 10 agosto 2018, n. 107.³

La Direttiva 2014/57/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, *relativa alle sanzioni penali in caso di abusi di mercato*,⁴ ha trovato, a mio avviso, invece, solo un'attuazione parziale⁵ (e per molti versi discutibile), sebbene prevedesse che le disposizioni legislative, regolamentari e amministrative necessarie per conformarsi dovessero adottarsi entro il 3 luglio 2016 (la Direttiva è entrata in vigore il 2 luglio 2014⁶).

Essa stabilisce “*le norme minime per le sanzioni penali applicabili all'abuso di informazioni privilegiate, alla comunicazione illecita di informazioni privilegiate e alla manipolazione del mercato, al fine di assicurare l'integrità dei mercati finanziari all'interno dell'Unione e di rafforzare la protezione degli investitori e la fiducia in tali mercati*”. L'art. 5, avente ad oggetto la manipolazione di mercato, impone agli stati membri di adottare “*le misure necessarie affinché la manipolazione del mercato di cui al paragrafo 2 costituisca reato, almeno nei casi gravi e se commessa con dolo*”. Analogamente dispongono gli artt. 3 e 4 in materia, rispettivamente, di *abuso di informazioni privilegiate, raccomandazione o induzione di altri alla commissione di abuso di informazioni privilegiate*, l'uno e di *comunicazione illecita di informazioni privilegiate*, l'altro.

Si tratta, dunque, dell'enunciazione di *criteri selettivi della tutela penale* rispetto ad altre possibili forme di repressione delle condotte abusive, che operano in una duplice direzione: con riferimento, in generale, ai *casi gravi* e al *dolo*; mediante la *descrizione puntuale* di condotte che *devono* essere perse-

³ Cfr. S. SEMINARA, *Diritto penale commerciale*, III, *Il diritto penale del mercato mobiliare*, Torino 2018, 105 ss..

⁴ Cfr. F. MUCCIARELLI, *La nuova disciplina eurounitaria sul market abuse: tra obblighi di criminalizzazione e ne bis in idem*, in *Dir. pen. cont. riv. trim.*, 2015, fasc. 4, 295 ss.

⁵ Secondo M. GAMBARDILLA, *Condotte economiche e responsabilità penale*, II ed., 2020, 366: “*Quanto alla direttiva MAD II deve invece registrarsi la persistente inadempienza del legislatore domestico nel recepimento della disciplina sovranazionale concernente le misure prettamente penalistiche*”; cfr. anche, in tal senso, E. BASILE, *Una nuova occasione (manca) per riformare il comparto penalistico degli abusi di mercato?*, in *Dir. pen. cont.*, 5/2017, 271 ss.; *idem*, *Riforma del Market abuse: quando la topa (parlamentare) è peggiore del buco (governativo)*, *ivi*, 11/2017, 228 ss.; F. MUCCIARELLI, *Riforma penalistica del market abuse: l'attesa continua*, in *Dir. pen. proc.*, 2018, n. 1, 5 ss.

⁶ In G.U. UE L 173 del 12 giugno 2014.

guitate penalmente, secondo quanto indicato nello stesso art. 5, par. 2 (“*Ai fini della presente direttiva, costituiscono manipolazione del mercato le seguenti condotte:*”) e, per le altre fattispecie menzionate, negli artt. 3 e 4.

Tali criteri, tuttavia, appaiono mal formulati dal punto di vista tecnico e sono presentati come *norme minime*, cioè come il *minimum* di tutela penale, tradendo con ciò una totale incomprensione dei principi penalistici da parte dei compilatori della normativa euorounitaria: stabilire dei *minimi* di tutela penale significa semplicemente ispirarsi ad una ‘filosofia’ penale che è l’esatto opposto dell’*extrema ratio* dell’intervento punitivo. La norma, infatti, dovrebbe semmai stabilire il contrario, cioè degli obblighi di incriminazione *soltanto in relazione a determinate condotte*, suggerendo, di contro, che rispetto a tutte le altre non venga utilizzato lo strumento penale. Del resto, ciò costituirebbe anche un requisito tanto elementare quanto indispensabile per garantire l’esigenza di *armonizzazione* che dovrebbe guidare interventi di questo tipo in ambito europeo. Non si vede, poi, per quale ragione, una volta ammessi degli *obblighi di incriminazione*, questi debbano funzionare solo come *minimi*, lasciando poi ai singoli stati aderenti la facoltà di adottare normative interne disomogenee e/o sovrabbondanti.

Ancor maggiori perplessità, inoltre, desta il versante dell’ambito di applicazione della normativa europea in esame.⁷

L’art. 1 ridefinisce, ampliandolo, il novero degli strumenti finanziari oggetto delle condotte penalmente rilevanti, estendendolo in misura tale da far divenire incerti i confini della portata delle norme incriminatrici e denunciando un livello tecnico della legislazione unionale in materia penale assai discutibile e, soprattutto, assai poco consapevole delle esigenze di determinatezza e precisione che devono essere garantite in tale materia.

Inoltre, lo stesso articolo sembra includere nell’ambito di applicazione della direttiva - e, quindi, negli obblighi di incriminazione - anche ‘*entità diverse dagli strumenti finanziari*’.

Ed infatti, l’art. 1, par. 2, prevede che la direttiva si applichi agli *strumenti finanziari* ivi indicati - la cui definizione, peraltro, ai sensi dell’art. 2, è demandata ad un’altra direttiva, la 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, come le definizioni di “mercato regolamentato”, di “sistema multilaterale di negoziazione” (MTF), di “sistema organizzato di negoziazione” (OTF), di “sede di negoziazione” (*trading venue*) - ma anche “*ai contratti a pronti su merci che non sono prodotti energetici all’ingrosso, quando l’operazione,*

⁷ Cfr., sul punto, M. GAMBARDELLA, op. cit., 373 ss.

l'ordine di compravendita o altra condotta ha un effetto sul prezzo o sul valore di uno strumento finanziario di cui al paragrafo 2 del presente articolo” e “ai tipi di strumenti finanziari, compresi i contratti derivati o gli strumenti derivati per il trasferimento del rischio di credito, se l'operazione, l'ordine di compravendita, l'offerta o altra condotta ha un effetto sul prezzo o sul valore di un contratto a pronti su merci, qualora il prezzo o il valore dipenda dal prezzo o dal valore di tali strumenti finanziari” (art. 1, par. 4), la cui definizione, questa volta, è demandata al Regolamento UE n. 596/2014 (art. 2, 2).

Non solo, per complicare un po' le cose la direttiva penale include nel suo ambito applicativo anche le “*condotte attinenti a indici di riferimento (benchmark)*” (art. 1, par. 4, let. c), definiti, pure, nel Regolamento UE 596/2014, cit.

Come se non bastasse, inoltre, l'ambito penale, attraverso la direttiva 57, cit., si estende “*anche alle condotte o alle operazioni, comprese le offerte, relative ad aste o a piattaforme d'asta autorizzate come un mercato regolamentato di quote di emissioni o di altri prodotti oggetto d'asta correlati, anche quando i prodotti oggetto d'asta non sono strumenti finanziari, ai sensi del regolamento (UE) n. 1031/2010 della Commissione. Fatte salve le disposizioni specifiche relative alle offerte presentate nell'ambito di un'asta, le disposizioni della presente direttiva che fanno riferimento a ordini di compravendita si applicano a tali offerte*” (art. 1, par. 2, ult. cpv.).

Infine, il legislatore europeo non si lascia sfuggire che l'applicazione delle norme penali deve riguardare “*qualsiasi operazione, ordine o altra condotta ... indipendentemente dal fatto che [essa] avvenga in una sede di negoziazione (trading venue)*” (art. 1, par. 5 e relativo rimando all'art. 2. 12. e, da questo, ad un'altra direttiva, la 2014/65/UE, per la definizione di *sede di negoziazione “trading venue”*).

Solo la lettura di queste disposizioni richiederebbe una laurea in economia dei mercati finanziari, in barba al principio di accessibilità e alla ‘calcolabilità/prevedibilità’ della effettiva portata delle norme incriminatrici e delle sanzioni penali.

Dunque, grazie alla normativa europea, attualmente sottostanno al dominio penalistico anche le condotte manipolative *aventi ad oggetto strumenti diversi da quelli finanziari*, come contratti a pronti su merci (sebbene, in questo caso, sempre che la condotta abbia un effetto sul prezzo o sul valore di uno strumento finanziario); contratti derivati o strumenti derivati per il trasferimento del rischio di credito se la condotta ha un effetto sul prezzo o sul valore di un contratto a pronti su merci e se il prezzo o il valore di questo dipendano dal

prezzo o dal valore di tali strumenti finanziari; indici di riferimento (*benchmark*); offerte relative ad aste o piattaforme di asta autorizzate come mercato regolamentato di quote di emissione o di altri prodotti oggetto d'asta correlati, anche quando non siano strumenti finanziari.

2. La normativa italiana di recepimento. Il D. Lgs. n. 107, cit., in attuazione della Direttiva 2014/57/UE, cit., ha ridefinito le nozioni di strumento finanziario integrando l'art. 180 TULF, il quale, "ai fini del presente titolo", include ora anche gli strumenti finanziari (di cui all'art. 1, comma 2, TULF) ammessi alla negoziazione o per i quali è stata presentata domanda di ammissione alla negoziazione in un *sistema multilaterale di negoziazione* (MTF), gli strumenti negoziati su un *sistema organizzato di negoziazione* (OTF), *altri strumenti*, pure diversi dai precedenti, il cui prezzo o valore dipende dal prezzo o dal valore di uno strumento finanziario ivi menzionato, ovvero abbia effetto su tale prezzo o valore, compresi, non in via esclusiva, i *credit default swap* e i contratti differenziali.

A prescindere da varie imprecisioni della normativa di recepimento, che possono dar luogo a dubbi interpretativi - più di quanti non ne possano sorgere dalle norme europee - in ordine all'oggetto materiale delle condotte, l'art. 185, TULF (e, similmente, l'art. 184, in tema di abuso di informazioni privilegiate), in combinato disposto con l'art. 180, cit., risulta così integrato, innanzitutto, in guisa di una estensione del suo ambito applicativo anche all'indirizzo di tali strumenti finanziari (comma 1).

Inoltre - ciò che appare più problematico - la fattispecie viene estesa: 1) ai "*fatti concernenti i contratti a pronti su merci che non sono [siano] prodotti energetici all'ingrosso, idonei a provocare una sensibile alterazione del prezzo o del valore degli strumenti finanziari di cui all'art. 180, comma 1, let. a)*" (art. 185, par. 2-ter, let. a), rispetto ai quali si deve osservare che il rinvio a quest'ultima disposizione fa sì che l'incriminazione sia applicabile alle condotte aventi ad oggetto *contratti a pronti su merci* idonee a provocare una sensibile alterazione del prezzo o del valore di strumenti finanziari *ammessi alla negoziazione o per i quali è stata presentata domanda di ammissione alla negoziazione in un mercato regolamentato, o in un sistema multilaterale di negoziazione, o in un sistema organizzato di negoziazione, italiani o di altro Paese dell'Unione europea*, ma anche alle condotte che, pur avendo sempre ad oggetto un contratto a pronti su merci,⁸ siano idonee a provocare una sensibi-

⁸ La definizione di contratto a pronti su merci è data dal Regolamento UE n. 596/2014, art. 3, par. 1, punto 15): "«contratto a pronti su merci»: un contratto per la fornitura di una merce negoziata su un

le alterazione del prezzo o del valore di *strumenti finanziari diversi (ossia non negoziati su uno di tali mercati o sistemi), ma il cui prezzo o valore dipenda da uno degli strumenti ivi ammessi o per i quali sia stata presentata richiesta di ammissione, ovvero abbia effetto su di essi*, come, ma non in via esclusiva, i *credit default swap* e i contratti differenziali; 2) in una direzione inversa, potremmo dire, rispetto a quella vista nel numero precedente, ai fatti concernenti strumenti finanziari (non necessariamente, a quanto sembra, quelli negoziati nelle predette sedi), compresi i contratti derivati o gli strumenti derivati per il trasferimento del rischio di credito, idonei a provocare una *sensibile alterazione del prezzo o del valore di un contratto a pronti su merci*, qualora il prezzo o il valore di questo dipendano dal prezzo o dal valore di tali strumenti finanziari (art. 185, par. 2-ter, let. b); 3) ai fatti riguardanti gli *indici di riferimento (benchmark)* (art. 185, par. 2-ter, let. c) e consistenti - a tenore della direttiva 57, cit., ma non dell'art. 185, cit., che non contiene tale precisazione - nella "*trasmissione di informazioni false o fuorvianti, o comunicazione di dati falsi o fuorvianti ovvero ogni altra condotta che manipola il calcolo di un indice di riferimento (benchmark)*" (art. 5, par. 2, let. d, Direttiva 2014/57/UE).⁹

In tali ultime fattispecie, pertanto, le condotte abusive sono relative anche a contratti e indici, che non costituiscono strumenti finanziari o che, comunque, non sono strumenti finanziari inseriti nell'elenco di cui all'art. 180, let. a), cit., ossia *ammessi o per i quali sia stata presentata richiesta di ammissione alla negoziazione in un 'mercato' italiano o di altro Paese dell'UE*.

Ciò significa, senza entrare in questioni che esulano dalle mie competenze, che le fattispecie in esame non ricoprono più in via esclusiva il campo degli strumenti finanziari, ma si estendono anche a quello, ben diverso pure per natura giuridica, costituito dai *contratti su merci*. Nel novero degli *strumenti finanziari* di cui all'All. 1, sez. C, TULF, si trovano pure *contratti* (non solo, pertanto, valori mobiliari), che, però, devono possedere uno specifico indice di finanziarietà (indicato nella normativa vigente: All. 1, cit.), mentre i *contratti a pronti su merci* non risultano inclusi fra gli strumenti finanziari (come del resto sembra abbastanza ovvio), neanche fra quelli che vanno sotto il nome di *derivati finanziari* e di *derivati su merci*. A cosa sia dovuta e quali problemi

mercato a pronti che viene prontamente consegnata al regolamento dell'operazione e un contratto per la fornitura di un bene che non sia uno strumento finanziario, compreso un contratto a termine con consegna fisica del sottostante".

⁹ Su tale fattispecie e sulla sua ambiguità quanto al richiamo alle "disposizioni del presente articolo", cfr. E. AMATI, in N. MAZZACUVA, E. AMATI, *Diritto penale dell'economia*, Milano, 2020, 393.

applicativi possa generare una scelta di questo tipo non è dato comprendere, posto che, in tale settore, la fuoriuscita della tutela penale dal recinto delle negoziazioni finanziarie verso quello delle merci apre la strada a problemi finora insondati, come il possibile rilievo penale in chiave di abusi di mercato della diffusione di notizie e di altre operazioni inerenti a materie prime, metalli, prodotti agricoli o altro, quando tali condotte siano idonee ad incidere (salvo vedere in che modo) sul prezzo di uno strumento finanziario.

3. L'ipotesi contravvenzionale e la sua problematica interpretazione. Il D. Lgs. n. 107, cit., ha, inoltre – e, per la verità, senza che vi fosse traccia nella direttiva di una simile indicazione –,¹⁰ sottoposto ad una disciplina di estremo favore l'ipotesi in cui le condotte manipolative (come anche quelle di *insider trading*) abbiano ad oggetto gli strumenti finanziari negoziati (*rectius*: ammessi o per i quali sia stata richiesta l'ammissione) su un MTF o un OTF, o strumenti non negoziati in tali sistemi, ma il cui prezzo o valore dipenda, però, dal prezzo o dal valore di uno strumento finanziario negoziato su un MTF o su un OTF o abbia effetto sul prezzo o sul valore di uno strumento finanziario negoziato in tali sedi (MTF, OTF), o siano “*relative alle aste su una piattaforma d'asta autorizzata come un mercato regolamentato*”. Probabilmente – e, a mio avviso, condivisibilmente, seppure con risultati tecnicamente pessimi – ciò è stato inteso in chiave di mitigazione dell'intervento punitivo in ragione della sua parossistica estensione, secondo i dettami del legislatore europeo.

Ed infatti, in relazione a tali ipotesi, *il reato sembrerebbe divenire contravvenzionale*, punito con la pena congiunta dell'arresto e dell'ammenda (art. 185, comma 2-bis, 184, comma 3-bis).

Per la verità la disposizione non è affatto chiara e appare piuttosto il frutto di un errore di compilazione legislativa, poiché l'art. 185, comma 2-bis, nonché il corrispondente art. 184, comma 3-bis, contempla il “*caso di operazioni relative...*” agli strumenti finanziari ammessi o per i quali è stata presentata una richiesta di ammissione su un MTF o ammessi o per i quali sia stata presentata una richiesta di ammissione su un OTF, “*limitatamente agli strumenti ... il cui prezzo o valore dipende dal prezzo o dal valore di uno strumento... di cui ai numeri 2) e 2-bis)*”: dunque, alla lettera, si tratterebbe pur sempre di operazioni su strumenti finanziari negoziati in un sistema multilaterale di negozia-

¹⁰ Secondo M. GAMBARDELLA, op. cit., 367, il modello contravvenzionale introdotto con il D. Lgs. n. 107/2018 sarebbe addirittura incompatibile con la direttiva MAD II, sia dal punto di vista sanzionatorio sia per “*la necessità prevista di punire il tentativo*”.

zione o in un sistema organizzato di negoziazione, ma il cui prezzo, a sua volta, dipenda dal prezzo o dal valore di altro strumento pure negoziato nelle stesse sedi MTF o OTF. Così intesa la disposizione non pare avere molto senso e sarebbe applicabile ai soli strumenti ‘derivati’, senza una plausibile giustificazione. Vale a dire, sarebbe contravvenzionale il reato solo quando la condotta abbia ad oggetto strumenti finanziari relativi ad un MTF o ad un OTF il cui prezzo o valore sia, a sua volta, dipendente dal prezzo o dal valore di uno strumento finanziario pure ‘scambiato’ su tali sistemi di negoziazione, ma non quando abbia per oggetto gli stessi. In sostanza, così intesa l’ipotesi contravvenzionale riguarderebbe condotte aventi ad oggetto derivati trattati in MTF o in OTF, il cui sottostante sia uno strumento finanziario pure trattato nelle stesse sedi.

La disposizione potrebbe intendersi nel senso che il legislatore voleva riferirsi a strumenti finanziari *non negoziati* nei predetti sistemi, ma il cui prezzo dipenda da strumenti in essi negoziati, secondo quanto disposto dall’art. 180, comma 1, n. 2-ter, il quale prevede “*gli strumenti non contemplati dai precedenti numeri*”, ossia strumenti diversi da quelli trattati sui predetti sistemi, ma *il cui prezzo dipenda da strumenti finanziari negoziati al loro interno*. Ciò sarebbe coerente, d’altronde, al disposto dell’art. 1, par. 2, let. d, direttiva 57, cit., a tenore del quale la direttiva medesima si applica “*agli strumenti finanziari non contemplati dalle lettere a), b) o c), il cui prezzo o valore dipende dal prezzo o dal valore di uno strumento finanziario di cui alle suddette lettere, ovvero ha un effetto su di essi, compresi, ma non in via esclusiva, i credit default swap e i contratti differenziali*”.

Ma, in realtà, l’ultima disposizione richiamata della direttiva penale non ha a che fare con un trattamento di favore, limitandosi a stabilire che anche tali *altri* strumenti dovrebbero essere attratti nel sistema punitivo.

Mentre l’interpretazione dell’art. 185, comma 2 *bis*, cit. in chiave restrittiva, che, cioè, ne consentisse l’applicazione relativamente alle sole condotte aventi ad oggetto gli strumenti finanziari *trattati o non trattati su MTF e OTF* ma i cui prezzi *dipendano da strumenti quivi trattati*, contrasta con la lettera della legge, che fa esplicito riferimento ad “*operazioni relative agli strumenti finanziari di cui all’art. 180, comma 1, lettera a), numeri 2), 2-bis) e 2-ter*” e, pertanto, a *strumenti scambiati all’interno di tali sistemi indipendentemente dalla circostanza che il loro prezzo o valore dipenda dal prezzo o dal valore di analoghi strumenti finanziari*.

Pertanto, v’è da ritenere che la conclusione più plausibile sembra essere quella secondo cui il reato ha natura contravvenzionale quando la condotta abbia

ad oggetto *strumenti ‘negoziati’ in tali sistemi o non negoziati in essi ma il cui prezzo o valore sia dipendente da strumenti in essi ‘negoziati’*.

In sostanza, il legislatore sembra aver voluto predisporre un trattamento molto meno severo rispetto a quegli abusi di mercato che riguardino strumenti finanziari, direttamente o indirettamente, inerenti ai sistemi multilaterale (MTF) e organizzato (OTF) di negoziazione, sottraendoli alla pesante disciplina sanzionatoria complessiva prevista per il delitto di manipolazione di mercato (analogamente a quello di abuso di informazioni privilegiate). Tanto l'interpretazione restrittiva, quanto quella letterale non sembrano ammissibili, la prima perché, come si è visto, contrasta con la lettera della legge, la seconda perché sarebbe irragionevole. Certo è che in sede applicativa si porrà la questione in termini non facilmente risolvibili, se non attraverso una eccezione di legittimità costituzionale che vagliasse la ragionevolezza della norma nella sua portata letterale, considerando che essa ha un effetto fortemente di favore e, conseguentemente, le ragioni della sua non applicazione a casi che non sembrano presentare sostanziali (o così radicali) differenze, dovrebbe trovare una congrua giustificazione.

D'altronde va detto - e salve le difficoltà interpretative cui ora si è fatto cenno, dipendenti con ogni probabilità da errori tecnici dei compilatori della nuova legge - che questa previsione non appare molto comprensibile in sede di recepimento della normativa unionale, pur prescindendo da ragioni di logica economico-finanziaria, per il fatto che la disciplina europea non sembra prevedere un favore così spiccato per gli abusi che avvengano nell'ambito dei sistemi MTF e OTF e, soprattutto, perché i criteri di selezione delle fattispecie penali in senso stretto dovevano essere alquanto diversi, ossia riguardare i *casi gravi* e la loro *realizzazione dolosa* (artt. 4 e 5). Non v'è traccia di un trattamento differenziato orientato secondo questi criteri. E non v'è altresì dubbio che, volendo differenziare all'interno degli illeciti penali fra delitti e contravvenzioni, sarebbe stato necessario partire proprio da essi.

4. Le operazioni relative alle aste su una piattaforma d'asta autorizzata come un mercato regolamentato di quote di emissioni. La normativa di recepimento presuppone come punibili, altresì, condotte che non sembrano trovare una espressa previsione legislativa. L'art. 185, comma 2 *bis*, cit., qualifica come contravvenzionale il reato consistente in operazioni relative “*alle aste su una piattaforma d'asta autorizzata come un mercato regolamentato di quote di emissioni*”.

Ora, se tale previsione, come si è visto, è contenuta nella direttiva penale (art. 1, par. 2, ult. cpv.) che sembra, effettivamente, voler attrarre anche tali condotte all'interno del perimetro punitivo, è pur vero che il legislatore nazionale *ha dimenticato di prevederle come reato, salvo preoccuparsi di qualificarle come contravvenzioni*. Sembra un bisticcio di parole, ma in realtà non lo è.

La questione non è soltanto formale, poiché l'art. 185, cit., incrimina la diffusione di notizie false o la realizzazione di operazioni simulate o gli altri artifici concretamente idonei a provocare una sensibile alterazione del prezzo di strumenti finanziari. Mentre il significato di tale fattispecie è 'comprensibile' se riferito agli strumenti finanziari, non pare altrettanto chiaro se riferito "*alle aste su una piattaforma d'asta*": quale connotazione tipica assume, in tal caso, il fatto costituente reato? Cosa potrebbe significare diffondere notizie false o compiere operazioni simulate o altri artifici relativi "alle aste su una piattaforma d'asta"? Quale sarebbe l'oggetto materiale della condotta criminosa? Dunque, sembrerebbe che, in relazione a quest'ultima ipotesi, ancorché il legislatore si preoccupi di stabilirne la natura contravvenzionale, non venga definita la fattispecie tipica, con tutte le conseguenze che ciò, ovviamente, comporta.

5. La mancata definizione dei rapporti fra illecito penale e illecito amministrativo. Ma è in relazione ad una ridefinizione dei rapporti fra illecito penale ed amministrativo, che è mancato completamente l'adeguamento alla normativa europea, laddove questa, nella sua ultima versione, sembra chiaramente indicare - seppure con tutti i limiti di ordine tecnico e di totale inadeguatezza rispetto ai principi del diritto penale - al legislatore nazionale la strada di una revisione di tali rapporti nel senso di riservare all'illecito penale le sole condotte dolose *più gravi*, anche nella consapevolezza dei problemi inerenti al doppio binario sanzionatorio segnalati in sede CEDU e di Corte di Giustizia. Sicché può dirsi che la Direttiva, *relativa alle sanzioni penali in caso di abusi di mercato*, non ha trovato, sostanzialmente, alcuna attuazione, se non per aspetti meramente formali.

Il quadro normativo, dunque, che viene ora a prospettarsi appare *singolare*, come si diceva. Recepimento delle nuove disposizioni contenenti gli illeciti amministrativi - nei termini che vedremo di qui a poco - disinteresse per l'impianto penale, che rimane *strutturalmente* tale quale era¹¹ (per la verità

¹¹ Sulla genesi e gli sviluppi delle fattispecie di manipolazione di mercato, anche con riferimento alla normativa comunitaria, cfr. S. PREZIOSI, *La manipolazione di mercato nella cornice dell'ordinamento*

non essendo stato mai modificato, almeno in materia di manipolazione di mercato, neanche dopo la prima direttiva in materia di abusi di mercato, MAD 2003/6/CE, in quanto l'art. 185 TULF - inserito *ex novo* con L. n. 62/2005 - la recepisce limitandosi a mutuare la definizione del reato dal 'vecchio' art. 2637 c.c.).¹² Con ciò determinandosi un effetto *paradossale*, ossia un profilo normativo dettagliato, preciso e orientato alla effettiva tutela del mercato finanziario (salvo profili critici, che, ovviamente, pure ci sono), per l'illecito amministrativo (punitivo) e, invece, per l'illecito penale uno spettro applicativo e un contenuto indeterminati, imprecisi e scarsamente orientati ad una effettiva tutela del mercato.¹³ Rendendo ancora più incerti i confini fra i due illeciti e demandando definitivamente al 'diritto' giurisprudenziale la soluzione delle delicate questioni in materia di *ne bis in idem*.¹⁴

6. *Gli illeciti amministrativi di manipolazione di mercato*. L'art. 187 *ter*, TULF, fermo restando il doppio binario sanzionatorio¹⁵ ("*Salve le sanzioni penali quando il fatto costituisce reato*") stabilisce, nella nuova versione, che "*è punito con la sanzione amministrativa pecuniaria da ventimila euro a cinque milioni di euro chiunque viola il divieto di manipolazione del mercato di cui all'articolo 15 del regolamento (UE) n. 596/2014*". Dunque, opera un rinvio secco alla normativa eurounitaria, recependone le fattispecie ivi individuate come *manipolazione di mercato*.

L'art. 15, cit., infatti, recita: "*Non è consentito effettuare manipolazioni di mercato o tentare di effettuare manipolazioni di mercato*". Tale lapidario precetto si riempie di contenuto attraverso l'art. 12, (reg. cit.), il quale, "*ai fini*

comunitario e del diritto penale italiano, Bari, 2008, spec. 18 ss. e 175 ss.; nonché, *idem*, *L'aggiotaggio (art. 2637 c.c.)*, in *Reati societari*, a cura di A. Rossi, Torino, 2005, 459 ss.

¹² Su questi temi di carattere generale cfr., diffusamente, E. MEZZETTI in E. M. AMBROSETTI - E. MEZZETTI - M. RONCO, *Diritto penale dell'impresa*, Bologna, 2016, 231 ss.

¹³ Cfr. su questi aspetti già S. PREZIOSI, *La manipolazione di mercato nella cornice dell'ordinamento comunitario e del diritto penale italiano*, Bari, 2008, spec. 187 ss.

¹⁴ Si rimanda a N. MADIA, *Ne bis in idem europeo e giustizia penale. Analisi sui riflessi sostanziali in materia di convergenze normative e cumuli punitivi nel contesto di uno sguardo d'insieme*, Milano, 2020, 21 ss., 296 ss. In giurisprudenza su questo tema cfr. Cass. civ., sez. I, 21 dicembre 2018 (ud.), n. 5679 (2019).

¹⁵ Cfr., con riferimento alla normativa previgente, D. FONDAROLI, *L'illecito amministrativo di manipolazione del mercato*, in F. SGUBBI, D. FONDAROLI, A.F. TRIPODI, *Diritto penale del mercato finanziario*, Padova, 2008, 124 ss.

del presente regolamento”, definisce come manipolazioni di mercato una serie di attività ivi tassativamente indicate e descritte. L’all. 1, inoltre, reca un *elenco non tassativo di indicatori connessi all’utilizzo di artifici o di qualsiasi altra forma di inganno o espediente e un elenco non tassativo di indicatori connessi a segnali falsi o fuorvianti e alla fissazione dei prezzi* (art. 12, cit., comma 3).

Senza entrare in una disamina esaustiva delle singole ipotesi e degli indicatori forniti dal Regolamento, in sintesi è sufficiente rilevare che si tratta di condotte tipizzate (e di indicatori elaborati) sulla base di parametri tecnico-finanziari, che individuano comportamenti *operativi e informativi* i quali, in ragione della *tecnica operativa* del mercato, sono qualificati come manipolativi.

Inoltre, come si vedrà a breve, aspetto di grandissima importanza e che differenzia la struttura di questi illeciti da quelli previgenti, è che le rispettive condotte sono *collocate* nel *contesto operativo* del mercato finanziario e, più precisamente, in quello relativo alla *formazione dei prezzi* degli strumenti finanziari.

Non bisogna dimenticare, infatti, che la manipolazione di mercato è illecito che offende non il ‘mercato’, quale *luogo* indefinito, inafferrabile e scarsamente oggettivabile e, dunque, in ultima analisi, per niente idoneo, a mio parere, a rappresentare un bene giuridico: bensì il ‘mercato’ in una sua specifica componente, quella del meccanismo di formazione dei prezzi, che viene in rilievo, nel caso di specie, quale ‘interesse’ al *mantenimento dei prezzi degli strumenti finanziari ad un livello fisiologico*.

Tale interesse, in verità, rappresenta (e non può che rappresentare) più propriamente lo *scopo* delle fattispecie. Dunque, esso designa non un *bene/interesse* ma un mero *profilo teleologico della tutela*.

7. Operazioni price sensitive e offensività. Se di *bene* vero e proprio si vuole parlare, si deve guardare *all’informazione finanziaria*, e innanzitutto a quell’insieme di informazioni che sono alla base delle decisioni di negoziazione finanziaria e di relativo investimento.¹⁶

¹⁶ Sui rapporti fra informazione finanziaria e informazione societaria e sulla mancata coordinazione dei loro ambiti di disciplina e tutela, cfr. S. PREZIOSI, *Corporate information and financial transparency in the light of regulation of criminal market abuse: story of a failure that carries the ec trademark*, in *Megatrend Review*, 2009, 200 ss.; S. SEMINARA, *Nuovi illeciti penali e amministrativi nella legge sulla tutela del risparmio*, in *Dir. pen. proc.*, 5/2006, 549 ss.

Ma per poter realmente individuare in tale ambito un *bene giuridico*, che abbia le caratteristiche di *oggettività* e di *afferrabilità* senza le quali questa nozione non può assumere alcuna valenza denotativa, è indispensabile stabilire di quali informazioni debba trattarsi e, all'interno di tale insieme, quale sia il sottoinsieme rappresentato dalle informazioni che vengono in rilievo ai fini della manipolazione di mercato.

Ciò si rende necessario per due fondamentali ragioni.

a) *In primis*, alcuna teoria o alcuna tesi che goda di un minimo di attendibilità, può individuare tutte le informazioni in grado di determinare una decisione di investimento o di negoziazione finanziaria. E' stato sostenuto - e anche dimostrato - che le decisioni di investimento in strumenti finanziari possono essere dettate dalle più diverse ragioni e che in ultima analisi esse non sono interamente (o non sono necessariamente) decisioni razionali. Pertanto, non si può parlare genericamente di informazioni che siano alla base delle decisioni di negoziazione, altrimenti la norma sarebbe del tutto indeterminata non potendosi tradurre in elementi suscettibili di verifica empirica e processuale, ma occorre circoscrivere il campo a quelle informazioni che siano valide secondo un ragionamento economico razionale: soltanto alcune informazioni, perché attinenti agli elementi di valutazione che, *secondo il sapere e la razionalità economico-finanziaria*, vengono apprezzati dagli investitori nel mercato finanziario, possono annoverarsi fra le informazioni che *verosimilmente* rappresentano la *base economico-finanziaria delle decisioni di negoziazione e di investimento*. In questo senso - e solo in questo senso - si può parlare di informazioni *price sensitive*.

Si deve a tal proposito rilevare che troppo spesso, in materia di manipolazione di mercato, si parla di informazioni *price sensitive* in modo improprio ed arbitrario, ossia senza alcun riferimento normativo.¹⁷

Questa categoria di informazioni, infatti, trova il suo referente nell'art. 114, TULF, ossia nella disciplina degli *obblighi di comunicazione al pubblico*: no-

¹⁷ Si veda, con riferimento alla giurisprudenza meno recente già immediatamente dopo l'entrata in vigore della nuova normativa, Cass. pen., sez. V, 2 ottobre 2008 (ud.), n. 2063. Cfr. sul tema A. ROSSI, *Le fattispecie penali di agiotaggio e manipolazione del mercato (artt. 2637 c.c. e 185 d. lgs. 24 febbraio 1998, n. 58): problemi e prospettive*, in *Studi in onore di Giorgio Marinucci*, a cura di E. Dolcini - C.E. Paliero, Milano, 2006, III, 2671 ss.; F. MUCCIARELLI, *Art. 185 - Manipolazione del mercato*, in *Il testo unico della finanza*, a cura di M. FRATINI G. GASPARRI, Padova, 2012, 2401 ss. Più di recente in giurisprudenza di particolare interesse, in materia di manipolazione informativa, Cass. pen., sez. V, 21 novembre 2019 (ud.), n. 15 (2020).

zioni che facciano a meno di tale disciplina per individuare questa categoria di informazioni – come spesso usa fare la giurisprudenza – sono semplicemente arbitrarie e prive di base giuridica.

E' bene, quindi, richiamarne la disciplina e le definizioni in essa contenute. Ai sensi dell'art. 114, cit., "1. Gli emittenti quotati comunicano al pubblico le informazioni privilegiate ai sensi dell'articolo 17 del regolamento (UE) n. 596/2014", il quale, a sua volta, stabilisce all'art. 7 che, in linea generale, "Ai fini del presente regolamento per informazione privilegiata si intende: a) un'informazione avente un carattere preciso, che non è stata resa pubblica, concernente, direttamente o indirettamente, uno o più emittenti o uno o più strumenti finanziari, e che, se resa pubblica, potrebbe avere un effetto significativo sui prezzi di tali strumenti finanziari o sui prezzi di strumenti finanziari derivati collegati" e, inoltre, "4. Ai fini del paragrafo 1, per informazione che, se comunicata al pubblico, avrebbe probabilmente un effetto significativo sui prezzi degli strumenti finanziari, degli strumenti finanziari derivati, dei contratti a pronti su merci collegati o dei prodotti oggetto d'asta sulla base di quote di emissioni, s'intende un'informazione che un *investitore ragionevole probabilmente utilizzerebbe* come *uno* degli elementi su cui basare le proprie decisioni di investimento".

Pertanto, come dovrebbe essere evidente, vi è una indiscutibile circolarità definitoria fra *informazione privilegiata* e *informazione price sensitive* rilevante nell'ambito dei comportamenti manipolativi, di guisa che le disposizioni appena richiamate, a dispetto di opinioni interessate solo a sfuggire da ogni vincolo normativo, non sono pertinenti soltanto al campo dell'abuso di informazioni privilegiate, ma anche a quello della manipolazione di mercato.

Per informazione *price sensitive* dovrebbe intendersi, pertanto, ciò che abbiamo precisato poc'anzi, cioè un'informazione che *verosimilmente* rappresenta la *base economico-finanziaria delle decisioni di negoziazione*, laddove la "ragionevolezza" sembra doversi declinare quale *calcolo* determinato da un *sapere economico-finanziario*, che si esplica (e si spiega), quindi, secondo una *razionalità economico-finanziaria*, distinta, pertanto, da *altre possibili ragioni di scelta da parte dell'investitore* ("uno degli ...") non ispirate a criteri oggettivi di razionalità economico-finanziaria. Solo circoscrivendo, nel novero di informazioni così definito, la nozione di *price sensitive* si può pervenire ad un concetto *normativo* (fondato su *norme positive*) di informazione che *probabilmente ha un effetto significativo sui prezzi* degli strumenti finanziari, escludendo, conseguentemente, tutte quelle informazioni le quali, ancorché possano essere in astratto o in concreto determinanti nella formazione del prezzo

di uno strumento finanziario, non devono rilevare ai fini della manipolazione di mercato in quanto, per espresso disposto, *non sono price sensitive* e non lo sono perché altrimenti ogni informazione potrebbe esserlo e con ciò sia la disciplina degli obblighi di comunicazione sia quella degli abusi di mercato sarebbero del tutto indeterminate e rimesse in ultima istanza al libero apprezzamento del giudice, ossia all'arbitrio giudiziale.

b) *In secundis*, all'interno di quest'ultimo insieme di informazioni ve ne sono soltanto alcune (quindi un sottoinsieme delle precedenti) che hanno specifica e diretta attinenza con il *prezzo anomalo* degli strumenti finanziari, poiché un'informazione *sensibile*, in quanto capace di determinare una decisione di investimento finanziario, può non tradursi affatto in una informazione *fuorviante o in un segnale falso*, cioè in un'informazione che *abbia o è probabile che abbia l'effetto di fissare il prezzo dello strumento finanziario ad un livello anormale o artificiale* (secondo i termini in cui sono formulate le fattispecie di illecito amministrativo, ai sensi dell'art. 12, Reg., cit.).

Così, ad esempio, gli utili attesi della società emittente, che sono sicuramente un possibile elemento di valutazione per gli investitori e, quindi, un'informazione *price sensitive*, possono non essere affatto fuorvianti, laddove il mercato sia invogliato ad investire in altri settori, che, per ragioni congiunturali, ad esempio, manifestino prospettive di rendimento maggiori; o perché, in un dato momento, la presenza di grandi quantitativi di derivati in scadenza può favorire i volumi sui sottostanti di quei derivati e portare a trascurare gli altri titoli che, perciò, non saranno sensibili alla predetta informazione.

In altre parole, allo scopo di garantire *l'efficienza del mercato* sotto l'aspetto della corretta formazione dei prezzi, non solo è imprescindibile individuare - e circoscrivere - quelle tipologie di informazione che possono avere rilievo nella decisione degli investitori (*price sensitive*) nei termini di cui si è detto, ma è necessario, altresì, individuare dei criteri di selezione delle condotte manipolative.

Ed è quanto viene fatto nelle fattispecie di illecito amministrativo, le quali, *con riferimento alle manipolazioni operative*: a) tipicizzano direttamente il profilo finanziario dell'operazione, stabilendo specifiche tecniche operazionali che sono vietate e qualificate come manipolative (art. 12, cit., comma 2); b) pur prevedendo genericamente *l'avvio di un'operazione, l'inoltro di un ordine o qualsiasi altra condotta*, ne specificano l'oggetto "*in merito all'offerta, alla domanda o al prezzo di uno strumento finanziario...*" (art. 12, 1., let.a, i) o connotano la condotta per il fatto di "*utilizzare artifici o qualsiasi altra forma*

di raggiro o espediente” (art. 12, 1., let. b) o per il fatto di manipolare “*il calcolo di un indice di riferimento*” (art. 12, 1, let. d); *con riguardo alle manipolazioni informative*: ne specificano l’oggetto, stabilendo che le informazioni che forniscano o siano idonee a fornire segnali falsi o fuorvianti devono essere “*in merito all’offerta, alla domanda o al prezzo di uno strumento finanziario*”, quindi informazioni che devono avere ad oggetto *offerta domanda o prezzo dello strumento*, non altre informazioni che pure possono riguardare indirettamente lo strumento finanziario (art. 12, 1., let. c), oppure quelle “*in relazione a un indice di riferimento (benchmark)*”, sempre che la persona che ha proceduto alla trasmissione o fornito i dati sapesse o dovesse sapere che erano false o fuorvianti.

Non solo, sempre con riferimento alla manipolazione informativa rinveniamo un ulteriore aspetto di notevole rilievo. La nuova fattispecie di illecito amministrativo nella sua modalità *informativa* è collocata nell’art. 12.1., cit., let. c). In essa sono contemplate due sottofattispecie. La prima consiste nella diffusione di informazioni tramite mezzi di informazione o tramite ogni altro mezzo, che forniscano, o siano idonee a fornire, indicazioni false o fuorvianti – come si è visto – nell’altra le stesse informazioni devono essere tali che “*è probabile che fissino, il prezzo di mercato ... a un livello anormale o artificiale*”, sempre che la persona che ha diffuso l’informazione o la ‘voce’, sapesse o dovesse sapere che le informazioni erano false o fuorvianti.

Pertanto, se ne deduce che laddove l’informazione non abbia ad oggetto (“*in merito...*”) direttamente l’offerta, la domanda o il prezzo di uno strumento finanziario, essa deve avere la *probabilità di fissare il prezzo dello stesso ad un livello anormale o artificiale*. Dunque, in tal caso deve trattarsi di un’informazione che possieda, sostanzialmente, il *requisito dell’idoneità alterativa*, analogamente – seppure formulato in termini diversi – a quanto richiede l’art. 185, TULF, cit. Che cosa può voler dire, infatti, che “*è probabile*” se non, innanzitutto, che l’informazione stessa sia idonea ad alterare il prezzo? Anzi, a rigore la probabilità del risultato esprime un nesso maggiormente significativo fra la condotta e il risultato medesimo, di quello che esprime la *concreta idoneità alterativa*, posto che una condotta può essere concretamente idonea a produrre un determinato risultato, ma, cionondimeno, può non essere probabile che quel risultato abbia a verificarsi.

Ebbene, tutto questo lo troviamo nel Regolamento UE che definisce gli *illeciti amministrativi* di manipolazione di mercato ed ora nel diritto positivo interno che recepisce tale Regolamento rinviando ad esso.

La sostanza è che le relative condotte risultano in questa sede determinate e descritte in modo sufficientemente preciso, rendendo così possibile l'applicazione tassativa delle fattispecie.

Inoltre, si può osservare che la caratteristica di queste fattispecie è di 'ambientare' le condotte tipiche all'interno del contesto operativo dei mercati finanziari.

In altri termini, esse appaiono compenstrate all'operatività del mercato, ossia si tratta di condotte che sono poste in essere nell'istante in cui la domanda e l'offerta si manifestano all'interno del mercato finanziario, come testimoniano chiaramente le espressioni utilizzate per tipizzarle: "*l'avvio di un'operazione*", "*in merito all'offerta alla domanda o al prezzo*", "*in relazione a un indice di riferimento*", "*l'acquisizione di una posizione dominante*", le "*condizioni commerciali non corrette*", il riferimento ai "*prezzi di apertura e chiusura*".

Si è al cospetto, quindi, di condotte che investono direttamente la domanda e l'offerta, ossia il meccanismo di formazione dei prezzi; che, anzi, rappresentano essenzialmente specifiche modalità operative all'interno del mercato, che hanno direttamente a che fare con la negoziazione degli strumenti finanziari.

8. Il bene protetto dalla norma penale. Non dobbiamo perdere di vista la circostanza che la manipolazione di mercato ha sempre a che fare con l'informazione,¹⁸ anche la manipolazione che va sotto il nome di *operativa*.

La garanzia che il prezzo dello strumento finanziario sia *fisiologico*, non *anomalo*, è data - come si desume dalla normativa vigente - dalla assenza di segnali falsi o fuorvianti in merito all'offerta, alla domanda o al prezzo, dunque dall'assenza di elementi (conoscitivi o di altra natura) mendaci o simulatori che possono generare, sul versante del *deceptus*, un'informazione o un quadro cognitivo ingannevoli.

Viene in rilievo l'interesse a che la negoziazione degli strumenti finanziari avvenga con prezzi fisiologici, non anomali; quindi, il valore, in termini monetari, dello strumento finanziario, in un momento essenziale per il mercato, quello della sua negoziazione.

Per tale ragione l'illecito amministrativo consiste, pertanto (e correttamente), nell'*avvio di un'operazione*, nell'*inoltro* di un ordine di compravendita o in qualsiasi altra condotta che invii, o è probabile che invii, segnali falsi o fuorvianti *in merito alla domanda, all'offerta o al prezzo* dello strumento finanziaria-

¹⁸ Cfr., sul punto, R. RORDORF, *Importanza e limiti dell'informazione nei mercati finanziari*, in *Giur. comm.*, 2002, 773/1 ss.

rio o che consenta, o è probabile che consenta, di fissarne il prezzo ad un livello anormale o artificiale.

Ciò significa che, in questi casi, la condotta tipica si situa nel meccanismo stesso di formazione del prezzo dello strumento finanziario. In ciò la nuova normativa non sembra modificare sostanzialmente la vecchia, salvo specificare, nel Regolamento stesso, all'allegato 1, le tipologie di condotte che "possono" essere qualificate come manipolazioni di mercato, secondo gli *indicatori* ivi forniti.

In altre ipotesi, poi, si richiede pure l'avvio di un'operazione l'inoltro di un ordine o qualsiasi altra attività che *incida o sia probabile che incida sul prezzo* dello strumento finanziario, utilizzando artifici o qualsiasi forma di raggiro o espediente.

Ora, se ci chiediamo quale sia il bene tutelato in queste fattispecie, possiamo osservare che il mantenimento del livello normale o fisiologico del prezzo è il bene strumentale, che si riaggancia allo *scopo di tutela* delle norme considerate, non potendo esso qualificarsi come oggetto giuridico specifico di esse. Non avrebbe molto senso, infatti, dire che il *prezzo fisiologico dello strumento finanziario* sia il bene tutelato dalla norma, sia essa amministrativa o penale.

Bisogna allora cercare di mettere a fuoco l'effettivo bene tutelato nella fattispecie penale,¹⁹ che non può essere connotata da un *deficit di offensività* e che deve contenere un *quid pluris* in termini di contenuto offensivo rispetto alla omologa fattispecie di illecito amministrativo²⁰ e nonostante che quest'ultima, come si è visto, sia ora caratterizzata dalla *probabilità* che la condotta porti a fissare il prezzo ad un livello anomalo o artificiale.

In realtà *la 'fisiologia' dei prezzi è una condizione di efficienza del capitale di investimento*, il quale, in presenza di prezzi artificiali o anomali dovuti all'ingresso nel mercato di segnali o informazioni fuorvianti, può subire una

¹⁹E' utile richiamare a questo proposito le sentenze Grande Stevens Cass. pen., sez. V, 15 ottobre 2012 (ud.), n. 40393, con nota di V. NOTARGIACOMO, *La manipolazione del mercato informativa. Nota a Cass. sez. V pen. 15 ottobre 2012, n. 40393*, in *Cass. pen.*, 2013, fasc. 12, 4627 ss.; Trib. Torino, 21 dicembre 2010, in *Cass. pen.*, 2011, 3565, con nota di E. MOLINARO; S. PREZIOSI, *Il pericolo come evento e l'abbandono dello schema di accertamento prognostico nei reati di pericolo concreto*, in *Giur. Comm.*, 2012, n. 2. Sulla nozione di pericolo cfr. anche E. MUSCO (con la collaborazione di M.N. MASULLO), *I nuovi reati societari*, Milano, 2007, 281.

²⁰ Sui confini fra illecito penale e illecito amministrativo Cfr. per un'ampia e approfondita sintesi del tema, E. MEZZETTI in E. M. AMBROSETTI - E. MEZZETTI - M. RONCO, *Diritto penale dell'impresa*, 250 ss. cit.

dispersione in termini di valore e una *perdita di efficienza* in termini funzionali.²¹ Specularmente, la fisiologia dei prezzi è la condizione (strumentale) perché il capitale finanziario venga investito in modo efficiente e senza subire dispersioni; la formazione di prezzi anormali o artificiali rappresenta il fatto in conseguenza del quale il capitale di investimento subisce una dispersione e il mercato dei capitali una perdita di efficienza allocativa.

Tuttavia, si deve precisare che il capitale è effettivamente un bene giuridico che presenta sia un aggancio costituzionale (artt. 41 e 42 Cost.), sia una chiara afferrabilità empirico-sociale. Esso si riconduce al *patrimonio degli investitori* ed è pertanto da considerarsi *bene finale*²² della fattispecie di manipolazione del mercato.

La perdita di efficienza allocativa, invece, non ha tali caratteristiche e non può essere considerata un bene giuridico. Essa, piuttosto, in quanto valore strumentale di un sistema economico e del valore che questo produce, costituisce lo *scopo della norma*, che è quello di conferire efficienza al mercato attraverso la garanzia della correttezza dei meccanismi di formazione dei prezzi.

La condotta manipolativa è, poi, il *punto di emersione dell'offesa tipica del reato*, in quanto rappresenta, cioè, quella condotta che possiede una *particolare attitudine offensiva*, un grado specialmente elevato di attitudine lesiva,²³ rispetto al capitale di investimento, il quale si trova esposto al pericolo di dispersione in conseguenza delle condotte manipolative.

Ed invero, la corretta formazione del prezzo rappresenta, come si è detto, il bene strumentale della norma, che assume il valore di mezzo a fine, rispetto

²¹ Sulle conseguenze, anche in chiave di mutate esigenze di tutela, della finanziarizzazione dell'economia in ambito penale cfr. F. D'ALESSANDRO, *Regolatori del mercato, enforcement e sistema penale*, Torino, 2014, 5 ss; sui rapporti fra mercato finanziario e risparmio, cfr. F. SGUBBI, *Riflessioni introduttive*, in F. SGUBBI, D. FONDAROLI, A. F. TRIPODI, *Diritto penale del mercato finanziario*, Padova, 2013, 1 s.; A. F. TRIPODI, *Informazioni privilegiate e statuto penale del mercato finanziario*, Padova, 2012, 9 ss.

²² Ed è proprio ad Antonio Fiorella che dobbiamo la distinzione fra beni giuridici strumentali e beni giuridici finali nell'ambito della c.d. *seriazione dei beni giuridici*: cfr., più di recente, A. Fiorella, *L'economia pubblica e privata quale oggetto dell'offesa e parametro del campo di matrice*, in *Riv. trim. Dir. pen. ec.*, 3-4/2017, spec. 464. L'insigne Autore richiama anche la tematica degli abusi di mercato a tal proposito, con riferimento esplicito alla necessità "che si chiarisca il modo e i limiti in cui la legge voglia tutelare il patrimonio dell'investitore attraverso la tutela dell'affidamento dei partecipi al mercato in un certo controllato funzionamento dello stesso che implica anche la parità di informazione tra i partecipi medesimi" *ivi*, 471. Dello stesso Autore, fondamentale, *idem*, *Reato in generale*, in *Enc. Dir.*, vol. XXXVIII, Milano, 1987.

²³ Su tali nozioni cfr. R. Rampioni, *Il reato quale illecito di modalità e di lesione tipiche: l'impraticabilità di un "equivalente funzionale" al principio di riserva di legge*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 2013, spec. 596.

ad un bene di natura patrimoniale, che è costituito dal capitale di investimento, mentre l'efficienza allocativa del capitale costituisce lo scopo della norma, che, in questo senso, ma solo in questo senso, può iscriversi nell'ambito dei delitti contro l'economia.

Il punto di rilevanza dell'offesa/contenuto di tali fattispecie è rappresentato da quelle condotte (tipiche) che, incidendo direttamente sui meccanismi di formazione dei prezzi (offerta/domanda), ledono (o mettono in pericolo) il *capitale di investimento finanziario*.

Di qui dovrebbero discenderne molte implicazioni, sia per quanto riguarda la tipicità delle condotte manipolative, che relativamente alla concreta idoneità alterativa di esse.²⁴ In primo luogo circa la spiccata *prossimità* delle condotte penalmente rilevanti rispetto alla lesione di tale bene, ossia la necessaria concreta minaccia che dalla condotta manipolativa sia derivata al capitale di investimento, il quale, seppure considerato sia da considerare un bene di natura patrimoniale, deve qui essere inteso come un *bene patrimoniale superindividuale*, per integrare la lesione o la messa in pericolo del quale, pertanto, è necessaria una attitudine lesiva particolarmente elevata, e, più precisamente, tale che la condotta sia in grado di dirottare risorse finanziarie consistenti, rappresentate da una platea di investitori, che si sarebbe determinata (o si è effettivamente determinata) verso l'offerta o la domanda di uno strumento

²⁴ Si segnala, di notevole interesse, la recente Cass. pen., sez. V, 21 novembre 2019 (ud.), n. 15 (2020), in tale pronuncia, prendendo in esame una complessa vicenda riguardante il settore assicurativo e confermando la decisione assolutoria della Corte d'Appello di Milano, la Suprema Corte chiarisce: "E' certo vero che questa Corte ha precisato che il delitto di aggio manipolativo è un reato di mera condotta e di pericolo concreto, per la cui integrazione è sufficiente che siano posti in essere comportamenti diretti a cagionare una sensibile alterazione del prezzo degli strumenti finanziari, senza che sia necessario il verificarsi di tale evento (Sez. 5, n. 54300 del 14/09/2017, *Banchero*, Rv. 272083; Sez. 5, n. 4619 del 27/09/2013, dep. 30/01/2014, *Compton*, Rv. 258708) ma è altrettanto vero che una forte discesa dei corsi della azioni Fondiaria SAI e Milano Assicurazioni dopo il comunicato del 23 marzo 2011 che comunque dava conto di una perdita consolidata di 928,9 milioni di Euro (in forte crescita rispetto all'anno precedente, pari ad Euro 391,5 milioni) così che non vi era prova persuasiva del fatto che il prezzo delle azioni sarebbe ulteriormente calato qualora la posta della riserva sinistri fosse stata aumentata (in una misura peraltro non definita, in considerazione di quanto si è sopra affermato), tanto più che, sempre secondo la Corte, il suo riflesso sul risultato economico finale sarebbe stato contenuto alla ridetta minima percentuale (dello 0,1 % per Fondiaria SAI e dell'1,26 % per Milano Assicurazioni); la Corte aveva contrastato l'argomento della sussistenza della prova della price sensitivity della notizia sulla base degli effetti del comunicato del dicembre del 2011, ricordando che quella nota stampa conteneva numerose altre notizie negative sull'andamento economico delle società di assicurazioni in oggetto; e nel ricorso non si controdeduce adeguatamente, illustrando, invece, come gli ulteriori motivi di allarme (rispetto alla insufficienza della riserva sinistri) lanciati con l'avviso del dicembre fossero stati tali da non prevalere, ancora una volta, sulla denunciata sottoriservazione, rendendola sostanzialmente, come si è ipotizzato per il comunicato del marzo, ininfluente".

finanziario a condizioni di prezzo o per volumi che, in mancanza della predetta condotta, non sarebbero stati realizzati.