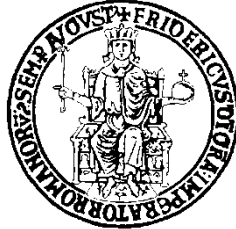


UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI NAPOLI FEDERICO II

DIPARTIMENTO DI GIURISPRUDENZA



**Dottorato di ricerca in Sistema Penale Integrato e Processo
XXVIII ciclo**

TESI DI DOTTORATO

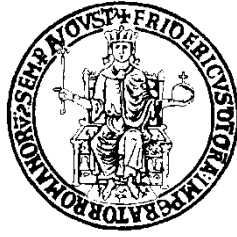
La manipolazione del mercato.

Profili dogmatici e politico-criminali

Relatore
Ch. mo Prof. Antonio Cavaliere

Candidata
Claudia Masucci

Anno accademico 2015 – 2016



Candidata: Claudia Masucci

La manipolazione del mercato.

Profili dogmatici e politico-criminali

Relatore Ch. mo Prof. Antonio Cavaliere

Coordinatore del corso di dottorato Ch. mo Prof. Sergio Moccia

Esame finale: 23/05/2016

La manipolazione del mercato

Profili dogmatici e politico-criminali

Sommario	
Capitolo I	5
Bene giuridico e manipolazione del mercato	5
Introduzione alla disciplina penale dei mercati finanziari	6
Cenni sulla dottrina del bene giuridico e sul principio di offensività	12
I beni superindividuali e la “crisi” del bene giuridico	22
Bene giuridico e disciplina dei mercati finanziari	29
Le diverse tesi circa l’interesse tutelato: l’economia pubblica	32
Segue: il corretto funzionamento del mercato e il meccanismo di “naturale” formazione dei prezzi	41
Segue: il risparmio.....	55
Capitolo II	66
L’analisi della fattispecie	66
I soggetti attivi.....	67
Le condotte tipiche.....	71
La manipolazione informativa	73
La manipolazione operativa	78
Gli “altri artifici”	83
I casi Mensi e Crovetto	96
Unità e pluralità di reati con riguardo al delitto di manipolazione del mercato.....	102
Il concorso con altri reati.....	106
La possibilità di realizzare il reato mediante omissione	111
L’offesa richiesta dalla fattispecie	119
La concreta idoneità ad alterare il prezzo.....	125
Il tipo di giudizio. Conseguenze in tema di base, momento e metro del giudizio	130
La giurisprudenza sul tema.....	138
La fattispecie soggettiva	144
L’illecito amministrativo	151
Il discrimine tra illecito penale ed amministrativo	158
L’ipotizzabilità di un concorso tra illecito penale e amministrativo	166

I “motivi legittimi” e le prassi di mercato ammesse	171
Il trattamento sanzionatorio.....	178
L’ammissibilità del tentativo.....	180
Capitolo III.....	183
La manipolazione del mercato nell’Unione Europea	183
Diritto penale e Unione Europea	184
Le disposizioni europee in tema di manipolazione del mercato: la Direttiva 2003/6/CE..	206
La Direttiva 2014/57/ UE e il Regolamento 596/2014	217
Bibliografia:	225

Capitolo I

Bene giuridico e manipolazione del mercato

1. Introduzione alla disciplina penale dei mercati finanziari
2. Cenni sulla dottrina del bene giuridico e sul principio di offensività
3. I beni superindividuali e la crisi del bene giuridico
4. Bene giuridico e disciplina dei mercati finanziari
5. Le diverse tesi circa il bene tutelato dalla fattispecie di manipolazione del mercato:
l'economia pubblica
6. Segue: il corretto funzionamento del mercato e il meccanismo di “naturale”
formazione dei prezzi
7. Segue: il risparmio

Introduzione alla disciplina penale dei mercati finanziari

La fattispecie di manipolazione del mercato è attualmente prevista dall'art. 185 del d. lgs. 24 febbraio 1998 n. 58, Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria (T.U.F.), ma la sua storia è stata piuttosto travagliata e caratterizzata da continue modifiche.

L'art. 185 T.U.F. stabilisce che «chiunque diffonde notizie false o pone in essere operazioni simulate o altri artifici concretamente idonei a provocare una sensibile alterazione del prezzo di strumenti finanziari, è punito con la reclusione da uno a sei anni e con la multa da euro ventimila a euro cinque milioni. Il giudice può aumentare la multa fino al triplo o fino al maggiore importo di dieci volte il prodotto o il profitto conseguito dal reato quando, per la rilevante offensività del fatto, per le qualità personali del colpevole o per l'entità del prodotto o del profitto conseguito dal reato, essa appare inadeguata anche se applicata nel massimo. Nel caso di operazioni relative agli strumenti finanziari di cui all'articolo 180, comma 1, lettera a), numero 2), la sanzione penale è quella dell'ammenda fino a euro centotremila e duecentonovantuno e dell'arresto fino a tre anni».

L'individuazione del bene giuridico tutelato da tale fattispecie appare particolarmente ardua, non solo in ragione delle peculiarità della disciplina al cui interno si colloca, ma anche perché la fattispecie si inserisce in una più vasta regolamentazione dell'agiotaggio che si articola in numerose disposizioni ed è stata oggetto di frequenti ripensamenti da parte del legislatore.

Per tale motivo occorre, preliminarmente, ricostruire la genesi storica dell'attuale manipolazione del mercato e confrontarla con le altre ipotesi di agiotaggio, in modo da definirne i rispettivi ambiti applicativi e oggetti di tutela.

Va innanzitutto considerato che la regolamentazione dei mercati finanziari non si è presentata fin dall'inizio come un corpo organico, ma è nata da numerosi, frequenti interventi legislativi¹ che ne hanno regolato, volta per volta, singoli aspetti². Si tratta, nel complesso, di un settore che ha acquisito rilevanza – ed è, quindi, divenuto oggetto dell'attenzione del

¹ PEDRAZZI, *Mercati finanziari (nuova disciplina penale)*, in *Dig. Disc. Pen.*, Aggiornamento, Torino, 2000, p. 455 ss., ora in *Scritti di diritto penale*, Milano, 2003, p. 183 parla di “produzione normativa dai ritmi sussultori”.

² Per una ricostruzione della genesi di tale disciplina si veda PEDRAZZI, *Mercati finanziari (disciplina penale)*, in *Dig. Disc. Pen.*, VII, Torino, 1993, p. 654 ss., il quale sottolineava come, almeno allora, mancasse un “diritto penale dei mercati finanziari” organizzato come un sistema organico.

legislatore – solo in tempi relativamente recenti, in seguito al processo di “finanziarizzazione” della ricchezza³ che ha mutato i paradigmi classici dei diritti patrimoniali.

Basti considerare che la CONSOB (Commissione Nazionale per la Società e la Borsa), autorità amministrativa indipendente con compiti di tutela degli investitori e dell’efficienza, trasparenza e sviluppo del mercato mobiliare italiano, è stata istituita con la legge n. 216/1974.

È questa l’epoca in cui il legislatore è intervenuto per regolamentare progressivamente un settore, quello del mercato mobiliare, che era ancora caratterizzato da disordine e incertezza⁴.

Il mercato finanziario, in ragione della sua complessità e della sua rilevanza, è gestito, regolato e vigilato da diversi soggetti.

Il d. lgs. 23 luglio 1996, n. 415 ha dato inizio a una procedura di privatizzazione del mercato borsistico italiano, che ha portato alla nascita di Borsa Italiana S.p.A., società che si occupa di regolamentare e gestire la Borsa valori, con sede a Milano. Tale struttura, di natura privatistica, ha iniziato ad operare a partire dal 2 gennaio 1998; natura privatistica ha anche il regolamento che disciplina l’organizzazione e la gestione del mercato, oggetto di frequenti aggiornamenti e adeguamenti alla realtà degli scambi.

La società Borsa Italiana S.p.A. ha compiti prevalentemente di regolamentazione e gestione dei mercati finanziari e dei soggetti che partecipano alle transazioni: a titolo esemplificativo, vigila sul corretto svolgimento delle negoziazioni, definisce i requisiti e le procedure di ammissione e di permanenza sul mercato per le società emittenti, definisce i requisiti e le procedure di ammissione per gli intermediari, gestisce l’informativa delle società quotate.

La CONSOB, invece, è principalmente titolare di compiti di vigilanza sui mercati finanziari ed è dotata di amplissimi poteri regolamentari, precettivi e repressivi⁵. Tra l’altro, autorizza l’esercizio dei mercati regolamentati, vigila sulla società di gestione e sui mercati al fine di assicurare la trasparenza, l’ordinato svolgimento delle negoziazioni e la tutela degli investitori; deve verificare ed eventualmente può richiedere modifiche alla regolamentazione del mercato e anche, in caso di necessità e di urgenza, sostituirsi alla società di gestione.

³ Su cui vedi SEMINARA, *La tutela penale del mercato finanziario*, in PEDRAZZI-ALESSANDRI-FOFFANI-SEMINARA-SPAGNOLO, *Manuale di diritto penale dell’impresa*, Milano, 2003, p. 514 ss.; MARINUCCI-DOLCINI, *Corso di diritto penale*, Milano, 2001, p. 550; SGUBBI, *Il risparmio come oggetto di tutela penale*, in *Giur. Comm.*, 2005, I, p. 340 ss.; ALESSANDRI, *Reati in materia economica*, Torino, 2012, p. 65 ss. che evidenzia come i mutamenti nella regolazione e nella tutela dei mercati finanziari siano conseguiti al mutamento delle forme del risparmio.

⁴ Cfr. PEDRAZZI, *Mercati finanziari (disciplina penale)*, cit., p. 654 ss. per una panoramica sugli interventi normativi, in particolare a partire dagli anni ’70 del secolo scorso.

⁵ Su tali aspetti v. PEDRAZZI, *Mercati finanziari (nuova disciplina penale)*, cit., p. 184 ss.

Infine, anche la Banca d'Italia ha delle competenze in ambito finanziario, ed in particolare svolge una limitata attività di vigilanza (per esempio, sulle banche e sugli intermediari finanziari) e di supervisione sui mercati monetari e finanziari.

Al fine di riordinare e coordinare le eterogenee disposizioni in materia di mercati finanziari e, allo stesso tempo, di recepire le direttive CEE 93/6 e 93/22 in tema di investimento nel settore dei valori mobiliari e di adeguatezza patrimoniale delle imprese di investimento mobiliare, con d. lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 è stato emanato il T.U. in materia di intermediazione finanziaria, in attuazione della delega conferita al Governo con legge 6 febbraio 1996 n. 52.

L'attuale struttura del T.U.F. prevede innanzitutto una articolata regolamentazione dei diversi aspetti concernenti i mercati finanziari (disciplina degli intermediari; servizi e attività di investimento; gestione collettiva del risparmio; provvedimenti ingiuntivi e crisi; disciplina dei mercati; gestione accentrata di strumenti finanziari; disciplina degli emittenti); a seguire, un elenco delle sanzioni penali derivanti, sostanzialmente, dal mancato rispetto delle disposizioni dettate nei vari ambiti⁶ e, in chiusura, subito prima delle sanzioni amministrative, le fattispecie di abuso di informazioni privilegiate e manipolazione del mercato.

L'introduzione del T.U., però, non ha segnato il termine delle vicende modificative delle disposizioni in esso contenute, che sono state ancora oggetto di innovazione e aggiornamento, anche in ragione dei vincoli imposti dall'U.E.⁷.

Più nello specifico, una prima fattispecie di manipolazione del mercato (anche detta "aggiotaggio finanziario" o "aggiotaggio su strumenti finanziari") è stata introdotta nell'ordinamento italiano con l'art. 5⁸ della l. n. 157/1991⁹ che, seppure con significative

⁶ Sul punto già PEDRAZZI, *Mercati finanziari (disciplina penale)*, cit., p. 657, notava come il legislatore penale prendesse in considerazione la materia dei mercati finanziari prevalentemente in via indiretta, ovvero intervenendo a salvaguardia di un'organizzazione pubblicistica dei mercati stessi, chiaramente al fine di evitare situazioni patologiche o la violazione delle "regole del gioco". Fin dalle origini, dunque, in questa materia al diritto penale veniva attribuita una funzione accessoria rispetto alla regolamentazione extra-penale, come risulta, successivamente, anche dalla struttura stessa del T.U.F.

⁷ Per tutti v. CONSULICH, *La giustizia e il mercato*, Milano, 2010, p. 159 ss., e PREZIOSI, *La manipolazione di mercato nella cornice dell'ordinamento comunitario e del diritto penale italiano*, Bari, 2008, p.15 ss., che affrontano in maniera analitica i diversi contenuti della direttiva 2003/6/CE in tema di *market abuse* e la sua influenza sul diritto italiano.

⁸ Art. 5.

1. Chiunque divulga notizie false, esagerate o tendenziose ovvero pone in essere operazioni simulate od altri artifici, idonei ad influenzare sensibilmente il prezzo di valori mobiliari, è punito con la reclusione fino a sei mesi e con la multa da lire un milione a lire trenta milioni. 2. Se il fatto di cui al comma 1 è commesso al fine di provocare una sensibile alterazione del prezzo di valori mobiliari ovvero l'apparenza di un mercato attivo su tali valori mobiliari, si applicano le pene di cui all'articolo 501 del codice penale. 3. Nei casi di cui ai commi 1 e 2, se si verifica la sensibile alterazione del prezzo di valori mobiliari ovvero l'apparenza di un mercato attivo di detti valori, le pene ivi previste sono aumentate. Si applicano le pene accessorie di cui agli articoli 28, 30, 32- bis, primo comma, e 32- ter del codice penale per una durata non inferiore a sei mesi e non superiore a due anni. 4. Si applica il terzo comma dell'articolo 501 del codice

differenze, ricalcava lo schema dell'art. 501 c.p. in tema di aggio. La stessa legge ha introdotto, su impulso comunitario, anche il reato di *insider trading*.

Nel 1998, con l'emanazione del T.U.F., l'originaria fattispecie di manipolazione del mercato è stata trasfusa al suo interno, all'art. 181¹⁰, con importanti innovazioni, tra cui l'esclusione dell'ipotesi caratterizzata dal dolo specifico di sensibile alterazione del prezzo e un significativo aumento di pena (passata da sei mesi a tre anni nel massimo). Rimane ferma, invece, l'ipotesi più grave prevista se l'evento si verifica (sullo schema di un reato aggravato dall'evento).

Fino al 2002, accanto alla manipolazione del mercato (detta anche "aggio su strumenti finanziari" o "aggio finanziario") erano puniti anche l'originaria figura dell'aggio comune (art. 501 c.p.), l'aggio societario (art. 2628 c.c.) e quello bancario (art. 138, d. lgs. 1 settembre 1993, n. 385)¹¹. Il moltiplicarsi delle fattispecie di reato, però, lungi dal garantire un migliore controllo delle condotte lesive, al contrario determinava una grave incertezza, problemi nella delimitazione dei rispettivi ambiti di applicazione e, di conseguenza, una sostanziale ineffettività delle disposizioni in parola.

Proprio per far fronte alle esigenze di razionalizzazione della materia il d. lgs. 11 aprile 2002, n. 61 ha abrogato le tre ipotesi di aggio "speciale" e le ha trasfuse¹² nella

penale. 5. La pena è raddoppiata se i reati di cui ai commi 1 e 2 sono commessi dagli azionisti che anche di fatto esercitano il controllo della società, ai sensi dell'articolo 2359 del codice civile, dagli amministratori, dai liquidatori, dai direttori generali, dai dirigenti, dai sindaci e dai revisori dei conti di società o enti emittenti valori mobiliari di società che svolgono attività di intermediazioni di valori mobiliari o da agenti di cambio, o da membri o dipendenti della Commissione nazionale per le società e la borsa (CONSOB), ovvero dagli organi locali di borsa, ovvero se il reato è commesso a mezzo stampa o con altri mezzi di comunicazione di massa.

⁹ Cfr. AZZALI, *Aggio*, in *Enc. Dir.*, Aggiornamento, II, Milano, 1998, p. 41 ss. per un commento.

¹⁰ Art. 181 - Aggio su strumenti finanziari.

1. Chiunque divulga notizie false, esagerate o tendenziose, ovvero pone in essere operazioni simulate o altri artifici idonei a provocare una sensibile alterazione del prezzo di strumenti finanziari o l'apparenza di un mercato attivo dei medesimi, è punito con la reclusione fino a tre anni e con la multa da uno a cinquanta milioni di lire. 2. Se si verifica la sensibile alterazione del prezzo o l'apparenza di un mercato attivo, le pene sono aumentate. 3. Le pene sono raddoppiate: a) nei casi previsti dal terzo comma dell'articolo 501 del codice penale; b) se il fatto è commesso dagli azionisti che esercitano il controllo a norma dell'articolo 93, dagli amministratori, dai liquidatori, dai direttori generali, dai dirigenti, dai sindaci e dai revisori dei conti di imprese di investimento o di banche che esercitano servizi di investimento, ovvero da agenti di cambio o da componenti o dipendenti della CONSOB; c) se il fatto è commesso a mezzo della stampa o mediante altri mezzi di comunicazione di massa.

¹¹ In relazione alle diverse ipotesi di aggio si vedano AMATI, *Abusi di mercato e sistema penale*, Torino, 2012, p. 171 ss.; D'ALESSANDRO, *L'aggio e la manipolazione del mercato*, in CANZIO-CERQUA-LUPARIA (a cura di), *Diritto penale delle società*, Padova, 2014, p. 773 ss.; ROSSI, *Le fattispecie penali di aggio e manipolazione del mercato (artt. 2637 c.c. e 185 d. lgs. 24 febbraio 1998 n. 58): problemi e prospettive*, in *Studi in onore di Giorgio Marinucci*, vol. III, Milano, 2006, p. 2637 ss.

¹² Su questo processo di "accorpamento" v. ALESSANDRI, *La disciplina degli abusi di mercato*, in INSOLERA (a cura di), *La legislazione penale compulsiva*, Padova, 2006, p. 216.

disposizione di cui all'art. 2637 c.c.¹³, che copriva il loro originario ambito di applicazione, pur mantenendo le peculiarità delle fattispecie originarie¹⁴.

Tuttavia, a brevissima distanza da tale intervento il legislatore è ritornato nuovamente sull'argomento, questa volta per adeguarsi¹⁵ alla direttiva 2003/6/CE¹⁶ del Parlamento europeo e del Consiglio datata 28 gennaio 2003, cui l'Italia avrebbe dovuto dare attuazione entro il 12 ottobre 2004. Tale direttiva, in tema di abuso di informazioni privilegiate e manipolazione del mercato, non solo imponeva genericamente agli Stati membri di garantire l'adozione di misure "efficaci, proporzionate e dissuasive" (all'art. 14), ma elencava anche espressamente alcune condotte da punire. Obiettivo dichiarato della tutela era l'integrità del mercato finanziario, nonché il regolare funzionamento dei mercati mobiliari e la fiducia del pubblico nei mercati¹⁷, aspetto su cui ci si soffermerà nel seguito.

Al fine di adeguarsi alla direttiva, con la legge comunitaria 2004 (l. 18 aprile 2005 n. 62), è stato eliminato dall'art. 2637 c.c. il riferimento agli "strumenti finanziari quotati o non quotati" e, allo stesso tempo, è stato inserito nel T.U.F. il "nuovo" art. 185, rubricato "manipolazione del mercato"¹⁸. Tale intervento si iscrive in una più ampia modifica del T.U., al cui interno il legislatore ha introdotto, nella parte V, il Titolo I-*bis*, dedicato interamente all'abuso di informazioni privilegiate e alla manipolazione del mercato, per i quali è prevista

¹³ Si riporta il testo dell'art. 2637 c.c. così come modificato dal d. lgs. 61/2002. "Aggiotaggio – Chiunque diffonde notizie false, ovvero pone in essere operazioni simulate o altri artifici concretamente idonei a provocare una sensibile alterazione del prezzo di strumenti finanziari, quotati o non quotati, ovvero ad incidere in modo significativo sull'affidamento che il pubblico ripone nella stabilità patrimoniale di banche o di gruppi bancari è punito con la pena della reclusione da uno a cinque anni".

¹⁴ In particolare con le caratteristiche dei due diversi eventi di pericolo, relativi alla "sensibile alterazione del prezzo di strumenti finanziari" e "all'affidamento che il pubblico ripone nella stabilità patrimoniale di banche e gruppi bancari"; il mantenimento di tali peculiarità aveva fatto considerare la semplificazione operata solo apparente; v. PREZIOSI, *L'aggiotaggio (art. 2637 c.c.)*, in *Reati societari*, a cura di Rossi, Torino, 2005, p. 460 ss.

¹⁵ Sull'influenza dell'adempimento di obblighi internazionali sull'evoluzione del diritto penale dell'economia v. VOLK, *Diritto penale ed economia*, in *Sistema penale e criminalità economica: i rapporti tra dommatica, politica criminale e processo*, Napoli, 1998, p. 201 ss.

¹⁶ Sull'argomento, e nello specifico sulle peculiarità del modello dell'U.E., v. AMATI, *Abusi di mercato e sistema penale*, cit., p. 41 ss.; sugli scopi della direttiva cfr. TERZI, *Rilievi critici in tema di manipolazione del mercato*, in *Riv. Pen.*, 11/2008, p. 1102 ss.

¹⁷ Cfr., in particolare, il 2° considerando della direttiva: "Un mercato finanziario integrato ed efficiente non può esistere senza che se ne tutelino l'integrità. Il regolare funzionamento dei mercati mobiliari e la fiducia del pubblico nei mercati costituiscono fattori essenziali di crescita e di benessere economico. Gli abusi di mercato ledono l'integrità dei mercati finanziari e compromettono la fiducia del pubblico nei valori mobiliari e negli strumenti derivati".

¹⁸ Questo il testo dell'art. 185 nella versione del 2005: "Chiunque diffonde notizie false o pone in essere operazioni simulate o altri artifici concretamente idonei a provocare una sensibile alterazione del prezzo di strumenti finanziari, è punito con la reclusione da uno a sei anni e con la multa da euro ventimila a euro cinque milioni.

Il giudice può aumentare la multa fino al triplo o fino al maggiore importo di dieci volte il prodotto o il profitto conseguito dal reato quando, per la rilevante offensività del fatto, per le qualità personali del colpevole o per l'entità del prodotto o del profitto conseguito dal reato, essa appare inadeguata anche se applicata nel massimo".

anche una sanzione amministrativa (artt. 187-*bis* e 187-*ter*). Peraltro, le “nuove” fattispecie penali di abuso di informazioni privilegiate e manipolazione del mercato sono state anche inserite nel catalogo dei reati presupposto della responsabilità degli enti (art. 25-*sexies* d. lgs. n. 231/2001).

Bisogna sottolineare come già nel 2002 fossero stati aumentati i limiti edittali, determinando un carico sanzionatorio significativamente più gravoso rispetto al passato, specie se si considera la possibile congiunta applicazione di pena detentiva e pecuniaria, nonché la possibile coesistenza della sanzione penale e di quella amministrativa.

Va evidenziato che con la cd. legge sulla tutela del risparmio (art. 39 l. n. 262/2005), all'indomani dei grandi scandali finanziari, il legislatore ha provveduto a raddoppiare i limiti edittali previsti dal T.U., quindi anche quelli relativi alla fattispecie in esame, portandoli a livelli draconiani (pena della reclusione da due a dodici anni e, secondo l'interpretazione restrittiva, multa da ventimila a cinque milioni di euro)¹⁹; tali limiti sono in vigore a tutt'oggi, sebbene ciò non risulti dalla lettura del solo art. 185 T.U.F.

Va notato che l'art. 2637 c.c., rimasto vigente, è limitato, per quanto qui ci interessa, agli “strumenti finanziari non quotati o per i quali non è stata presentata una richiesta di ammissione alle negoziazioni in un mercato regolamentato”, per cui coesistono due diverse ipotesi penali di aggioaggio su strumenti finanziari: una contenuta nel codice civile e rubricata “aggioaggio”, per gli strumenti non quotati, l'altra nel novello capo I-*bis* del d. lgs. n. 58/1998, rubricata “manipolazione del mercato”, per quelli quotati²⁰.

D'altra parte, in seguito al venir meno dell'ipotesi “speciale” di aggioaggio societario, ora riconfluita nella formulazione dell'art. 2637 c.c., sono venuti meno i problemi di delimitazione e gli obbligatori confronti tra tale fattispecie e la manipolazione del mercato, i cui rispettivi ambiti applicativi risultano ora ben definiti.

Per quanto riguarda i rapporti tra le incriminazioni precedenti e successive, non sussistono dubbi circa il rapporto di successione tra le figure di aggioaggio precedenti al 2002, quella prevista dall'art. 2637 c.c. e, con riguardo agli strumenti finanziari, la fattispecie introdotta con l'art. 185 T.U.F.²¹.

¹⁹ Sul punto v. PALIERO, *La riforma della tutela penale del risparmio: continuità e fratture nella politica criminale in materia economica*, in *Corriere del merito*, 2006, p. 616.

²⁰ Su questa singolare circostanza cfr. ROSSI, *Le fattispecie penali di aggioaggio e manipolazione*, cit., p. 2642

²¹ Allo stesso tempo continua a coesistere la fattispecie codicistica di cui all'art. 501 c.p., che include anche i valori ammessi nelle liste di borsa o negoziabili nel pubblico mercato, che è caratterizzata dal dolo specifico di “turbare il mercato interno dei valori”; per un'analisi approfondita dei rapporti tra le diverse disposizioni e sull'ipotesi di parziale abrogazione implicita dell'art. 501 c.p. cfr. ROSSI, *Le fattispecie penali di aggioaggio e manipolazione*, cit., p. 2646; FIANDACA-MUSCO, *Diritto penale. Parte speciale*, V ed., Bologna, 2012, p. 616 ss.; MELCHIONDA, *Aggioaggio*, in LANZI-CADOPPI (a cura di), *I nuovi reati societari. Commentario del d. lgs.*

Cenni sulla dottrina del bene giuridico e sul principio di offensività

In un sistema penale volto, come il nostro, alla tutela di beni giuridici²² appare essenziale ricostruire il bene giuridico tutelato²³ dalla fattispecie al fine di valutare la compatibilità di tale modello con la Costituzione, interpretare compiutamente la fattispecie, individuare il suo ambito applicativo e valutarne l'adeguatezza in relazione agli scopi della tutela²⁴.

Prima di passare a esaminare le diverse ricostruzioni circa il bene protetto dalla fattispecie di manipolazione del mercato occorre tratteggiare, ai limitati fini del presente lavoro, qualche breve premessa e direttiva preliminare circa il concetto di bene giuridico²⁵, pur

11 aprile 2002, n. 61, Padova, 2002, p. 160 ss; SEMINARA, *L'aggiotaggio*, in GIARDA-SEMINARA (a cura di), *I nuovi reati societari*, Milano, 2001, p. 175 ss.

²² In questo senso, nella manualistica: FIANDACA-MUSCO, *Diritto penale*, cit., p. 6; MANTOVANI, *Diritto penale: parte generale*, VII ed., Padova, 2011, p. 194, che considera il bene o interesse tutelato dalla norma incriminatrice "il perno su cui ruota un diritto penale dell'offesa", MARINUCCI-DOLCINI, *Corso di diritto penale*, cit., p. 487, ove il modello del reato come offesa ai beni giuridici viene considerato garanzia di un diritto penale liberale; PADOVANI, *Diritto penale*, X ed., Milano, 2012, p. 80; FIORE C.-FIORE S., *Diritto penale. Parte generale*, III ed., Torino, 2008, p. 4 ss.; ROXIN, *Strafrecht, Allgemeiner Teil*, IV ed., München, 2006, p. 16. In questo senso anche DONINI, *Teoria del reato. Una introduzione*, Padova, 1996, p. 117 ss. In senso diverso è nota la posizione, nella dottrina di lingua tedesca, di Jakobs, il quale ritiene che compito del diritto penale sia contribuire al mantenimento delle norme e alla conferma della loro vigenza. Il reato, infatti, potrebbe consistere anche nella mera violazione di una norma la cui vigenza, messa in discussione, dovrebbe essere ristabilita tramite l'applicazione di una pena: in questo senso, *Strafrechtsgut* sarebbe la stessa vigenza della norma. Cfr. JAKOBS, *Strafrecht. Allgemeiner Teil*, Berlin, 1993, p. 39 ss. Sul punto v. BARATTA, *Funzioni strumentali e funzioni simboliche del diritto penale*, in AA.VV., *Studi in memoria di Giovanni Tarello*, vol II, Milano, 1990, p. 34 ss. e ROXIN, *Der gesetzgebungskritische Rechtsgutsbegriff auf dem Prüfstand*, in GA, 2013, p. 434 ss.

²³ Che, ovviamente, va distinto dall'oggetto materiale dell'azione: nella manualistica cfr. FIORE C. FIORE S., *Diritto penale*, cit., p. 154, che definiscono l'oggetto materiale come "l'entità su cui incide la condotta tipica, quando si concreti nell'estrinsecazione di energia fisica" e che deve essere un qualcosa di necessariamente tangibile; v. anche ROXIN, *Allgemeiner Teil*, cit., p. 33 sulla differenza tra bene giuridico e oggetto dell'azione.

²⁴ Come sottolinea ANGIONI, *Contenuto e funzioni del concetto di bene giuridico*, Milano, 1993, p. 7 ss., l'individuazione dell'oggetto dell'offesa è fondamentale in relazione al problema della misura della tutela, in quanto consente di comprendere se il fatto sia di lesione o di pericolo (in relazione all'oggetto ultimo della tutela, in quanto la fattispecie potrebbe essere configurata in termini di danno, ma in relazione a un bene intermedio o strumentale) e di valutare la tecnica di tipizzazione, in termini di maggiore o minore astrattezza.

²⁵ La letteratura sul tema è amplissima; ci limitiamo a segnalare alcune opere fondamentali: ANGIONI, *Contenuto e funzioni del concetto di bene giuridico*, cit.; BRICOLA, *Teoria generale del reato in N.simo Dig. It.*, XIX, Torino, 1973, p. 7 ss; FIANDACA, *Il "bene giuridico" come problema teorico e come criterio di politica criminale*, in RIDPP, 1982, p. 42 ss.; HASSEMER, *Theorie und Soziologie des Verbrechens – Ansätze zu einer praxisorientierten Rechtsgutslehre*, Frankfurt am Main, 1973; MARINUCCI, *Fatto e scriminanti. Note dottrinarie e politico-criminali*, in G. Marinucci-E. Dolcini (a cura di), *Diritto penale in trasformazione*, Milano, 1985, p. 21 ss.; MOCCIA, *Dalla tutela di beni alla tutela di funzioni: tra illusioni postmoderne e riflessi illiberali*, in RIDPP, 1995, p. 343 ss.; MUSCO, *Bene giuridico e tutela dell'onore*, Milano, 1974; PADOVANI, *La problematica del bene giuridico e la scelta delle sanzioni*, in *Dei delitti e delle pene*, 1984, p. 114 ss; PALAZZO, *I confini della tutela penale: selezione dei beni e criteri di*

senza alcuna pretesa di esaustività, vista la vastità del tema, tra i più dibattuti del diritto penale. Tale concetto, infatti, se non chiarito quanto meno nella sua funzione²⁶ e nel suo contenuto, rischia di divenire un *topos* privo di significato²⁷, una mera forma che si presta ad essere riempita di qualsivoglia sostanza.

In ragione della molteplicità delle teorie che si sono susseguite al riguardo, e che ancora si contendono il campo, nonché delle numerosissime obiezioni e contro-obiezioni che sono state sollevate in relazione alle diverse opinioni, non è possibile dare compiutamente conto della storia di tale concetto, di tutte le diverse dottrine e delle implicazioni derivanti dalla scelta dell'una o dell'altra; ci si limiterà a ripercorrere soltanto alcuni passaggi, che appaiono premessa indispensabile delle pagine che seguiranno.

Come è noto, è stato il giurista tedesco Birnbaum²⁸ a introdurre la categoria del bene giuridico²⁹, con l'intento di superare la teoria che considerava il reato come violazione di un diritto soggettivo. Come è stato osservato³⁰, in questo passaggio il concetto di bene rimaneva, tuttavia, ancora imprecisato; da alcuni aspetti sembrava potersi desumere un concetto di bene in senso materiale, naturalisticamente percepibile e violabile; tuttavia il suo riferimento anche a

criminalizzazione, in RIDPP, 1992, p. 453 ss PULITANO', *La teoria del bene giuridico tra codice e Costituzione*, in *Quest. crim.*, 1981; più in relazione al principio di offensività CAVALIÈRE, *Riflessioni sul ruolo dell'offensività nella teoria del reato costituzionalmente orientata*, in *Costituzione, diritto e processo penale*, a cura di Giostra-Insolera, Milano, 1998, p. 133 ss.; MANES, *Il principio di offensività nel diritto penale. Canone di politica criminale, criterio ermeneutico, parametro di ragionevolezza*, Torino, 2005.

²⁶ Diverse sono, infatti, le funzioni che possono essere attribuite a tale concetto: tra le altre, una funzione classificatoria, sistematica, esegetica, dommatica, critica. Sul punto v. ANGIONI, *Contenuto e funzioni del concetto*, cit., p. 6; FIANDACA, *Il "bene giuridico" come problema teorico*, cit., p. 43 ss.; FIORE C.-FIORE S., *Diritto penale*, cit., p. 153 ss.; MANES, *Il principio di offensività*, cit., p. 16 ss.; PADOVANI, *Diritto penale*, cit. p. 80.

²⁷ Come avverte anche HASSEMER, *Theorie und Soziologie des Verbrechens*, cit., p. 14.

²⁸ BIRNBAUM, *Über das Erfordernis einer Rechtsverletzung zum Begriffe des Verbrechens, mit besonderer Rücksicht auf den Begriff der Ehrenkränkung*, in *Archiv des Criminalrechts*, Neue Folge, 1834, p. 149 ss., citato da ANGIONI, *Contenuto e funzioni del concetto di bene giuridico*, cit., p. 21 e da MUSCO, *Bene giuridico e tutela dell'onore*, cit., p. 62, dai quali emerge come già sia discussa l'intenzione che animava quello studioso, ovvero se il bene giuridico servisse per limitare o per estendere l'area dell'intervento punitivo: affermare che non solo la lesione di un diritto soggettivo può richiedere la tutela del diritto penale sembra avere, come conseguenza, un'estensione delle situazioni legittimamente tutelabili penalmente; tuttavia, la costruzione di Birnbaum presenterebbe anche dei contenuti critici e limitativi. Sul punto ANGIONI (loc. ult. cit.) delinea i caratteri di modernità e di critica presenti nell'opera di Birnbaum, pur senza disconoscere che scopo ultimo dell'elaborazione fosse quello di estendere la punibilità anche ai reati concernenti la sfera etica e religiosa, che male si conciliavano con la tutela di diritti soggettivi. V. MUSCO, *Bene giuridico e tutela dell'onore*, secondo cui Birnbaum intende superare il concetto di "violazione del diritto" nella definizione dei singoli reati. Sulle incongruenze nella concezione di Birnbaum cfr. anche PADOVANI, *La problematica del bene giuridico e la scelta delle sanzioni*, cit., p. 114 ss. e FIANDACA, *Sul bene giuridico*, cit., p. 15 ss.

²⁹ In realtà, in questa prima elaborazione si parlava soltanto di "bene". È stato Binding (BINDING, *Die Normen und ihre Übertretung. Eine Untersuchung über die rechtmässige Handlung und die Arten des Delikts*, Bd. 1: *Normen und Strafgesetze*, 4. Aufl., Leipzig, 1922, cit. da Angioni) ad attribuire, per la prima volta, l'aggettivo "giuridico": sul punto cfr. FIANDACA, *Sul bene giuridico. Un consuntivo critico*, Torino, 2014, p. 15.

³⁰ MUSCO, *Bene giuridico e tutela dell'onore*, cit., p. 67

oggetti immateriali, come l'onore, poneva in dubbio questo assunto. La difficile individuazione e la polisemanticità della categoria di bene giuridico sono rimasti caratteri invariati fino ad oggi, tanto da indurre taluno³¹ a rinunciare a tale concetto, proprio per l'impossibilità di attribuirgli un significato univoco.

In via di primissima approssimazione, le concezioni del bene giuridico possono essere distinte in due macro-categorie, a seconda della funzione attribuitagli: concezioni metodologiche (o formali) e concezioni critiche³². Le prime si muovono esclusivamente all'interno della legislazione ordinaria, considerato l'unico referente da cui ricavare, in via

³¹ Come nota FIANDACA, *Il "bene giuridico" come problema teorico e come criterio di politica criminale*, cit., p. 43 ss.; proprio in ragione dell'impossibilità di attribuire un significato univoco, stabile e vincolante al concetto di bene giuridico parte della dottrina ha proposto, anche in tempi recenti, di abbandonare tale concetto in vista di prospettive ritenute più proficue: v., da ultimo, FRANCOLINI, *Abbandonare il bene giuridico?*, Torino, 2014, *passim* che opera una ricostruzione - limitata all'ambito del liberalismo penale - dei più importanti principi di limitazione della libertà personale elaborati in ambito angloamericano, volti a fondare una legittimazione del diritto penale, dedicando poi particolare attenzione agli *harm* e *offence principles* (principi del danno e della molestia agli altri) nella elaborazione di Joel Feinberg. In particolare, dopo aver definito i concetti di *harm* e *offence* e averne individuato pregi e limiti, Francolini si domanda se possa essere più proficuo rinunciare alla categoria del bene giuridico e fondare la legittimazione del diritto penale su diverse basi. Nello specifico, vista la ritenuta incapacità di tale concetto di orientare e limitare il legislatore in materia penale, egli conclude per l'adozione di un diverso criterio, con un recupero e una trasposizione degli *harm* e *offence principles*, "corretti" tramite il ricorso ad alcuni aspetti elaborati nella teoria di Jurgen Habermas, anche nell'ambito del diritto continentale. Una tale soluzione presenterebbe il vantaggio, ad opinione dell'autore, di esplicitare, valutare e dunque bilanciare compiutamente tutte le ragioni che stanno alla base delle scelte di incriminazione, a vantaggio di un'effettiva legittimazione del diritto penale e di una maggiore consapevolezza del fondamento della tutela da parte dei consociati. Questo procedimento consentirebbe, inoltre, di far confluire nel procedimento di valutazione anche contenuti morali non, però, camuffati, bensì individuabili come tali e sottoposti a una verifica razionale, che consenta la costruzione di un "diritto morale, ma non moralistico" (op. cit., p. 275). Ciò non sarebbe, invece, consentito dal ricorso al bene giuridico, considerato "nozione generica in forza della quale mi pare più agevole pervenire alla giustificazione di un obbligo o di un divieto penale adducendo meno chiaramente le ragioni su cui esso si fonda (la morale non è forse un bene giuridico?)" (op. cit., p. 253). "Che cosa rimanga" del bene giuridico, nello specifico a seguito della decisione del *Bundesverfassungsgericht* sul divieto di incesto, è oggetto del contributo di GRECO, *Was lässt das Bundesverfassungsgericht von der Rechtsgutslehre übrig? Gedanken anlässlich der Inzestentscheidung des Bundesverfassungsgericht*, in *ZIS*, 5/2008, p. 234 ss.

Pur consapevole della crisi che sta soffrendo la teoria del bene giuridico non ritiene, invece, di poter rinunciare a tale concetto FIANDACA, *Sul bene giuridico*, cit., che, dopo aver ripercorso in maniera critica i passaggi più rilevanti della teoria e dopo aver ipotizzato di sostituire "il paradigma del bene giuridico con quello dei diritti fondamentali", sembra concludere, pur con delle riserve, per la possibilità di fare a meno di questo concetto come strumento di politica criminale (ove sarebbe possibile ricorrere, al principio del danno elaborato dalla dottrina angloamericana) ma non, invece, come strumento dogmatico e, seppur con dei limiti, interpretativo.

Per una prospettiva sul più recente dibattito nella dottrina di lingua tedesca si veda *Die Rechtsgutstheorie – Legitimationsbasis des Strafrechts oder dogmatisches Glasperlenspiel?*, a cura di R. Hefendehl – A. von Hirsch – W. Wohlers, Baden Baden, 2003.

³² V., da ultimo, MANES, *Il principio di offensività nel diritto penale*, cit., p. 6 ss. Per una diversa dicotomia, fondata su "uso difensivo" e "uso promozionale" del bene giuridico v. BARATTA, *Funzioni strumentali e funzioni simboliche*, cit., p. 22 ss., il quale tuttavia ritiene che a causa del fenomeno di "amministrativizzazione" del diritto penale tale distinzione venga a perdere di significato.

induttiva, l'oggetto della tutela e, quindi, dell'offesa; le funzioni che il bene giuridico può svolgere in questo ambito sono, dunque, necessariamente limitate a quella interpretativa o, al più, dogmatica. Diverso è l'atteggiamento delle concezioni critiche³³ che, invece, individuano l'oggetto della tutela a partire da parametri esterni al sistema³⁴, metagiuridici o giuridici (ma di rango superiore alla legge ordinaria, come accade nelle concezioni costituzionalmente orientate), e che quindi considerano la legge positiva non come qualcosa di assoluto e immutabile ma, in una prospettiva valutativa e di raffronto con i principi individuati, come un possibile oggetto di critica, qualora non appaia coerente con essi³⁵; dunque, anche in una prospettiva di valutazione della legittimità del diritto positivo e *de jure condendo*³⁶.

Viste le maggiori prospettive offerte, sembra ovvia la scelta nel senso di una concezione critica in un'ottica sia immanente, nel senso di valutare se sia possibile individuare *de lege lata* un oggetto della tutela conforme ai principi costituzionali, sia trascendente, cioè in una prospettiva più ampia, di carattere politico-criminale e di eventuale riforma. Questa opzione, anche se apparentemente sostenuta dalla quasi totalità della dottrina³⁷, di fatto viene spesso disattesa quando si tratta di delineare nei singoli casi la fisionomia del bene e di trarne conseguenze dal punto di vista dell'individuazione degli oggetti della tutela. Come l'esperienza ha insegnato, non è difficile mantenere fermo, a parole, il principio della tutela di beni

³³ Su cui v., da ultimo, ROXIN, *Der gesetzgebungskritische Rechtsgutsbegriff auf dem Prüfstand*, in *GA*, 2013, p. 432 ss.; MARINUCCI, *Relazione di sintesi*, in *Bene giuridico e riforma della parte speciale*, a cura di A. Stile, Napoli, 1983, p. 331; PALAZZO, *I confini della tutela penale: selezione dei beni e criteri di criminalizzazione*, cit., p. 453.

³⁴ HASSEMER, *Theorie und Soziologie*, p. 19 ss., 27 ss., opera una distinzione, che orienta l'intero lavoro, tra *systemimmanente* e *systemtranszendente Rechtsgutskonzepte*, a seconda che le concezioni si accontentino di muoversi nella cornice del diritto positivo, rappresentandone l'insieme degli oggetti protetti e senza la pretesa di porre in questione le scelte operate, ovvero abbraccino una prospettiva più ampia, usando il bene giuridico come strumento in grado di criticare le scelte del legislatore, nel caso in cui emerga che il catalogo dei beni protetti sia troppo ampio o troppo ristretto, a seguito del raffronto con i parametri esterni al diritto positivo. In via puramente teorica potrebbe accadere che i due concetti di bene giuridico, immanente e trascendente, coincidano, quando il catalogo dei beni tutelati dal diritto positivo corrisponda perfettamente a quello auspicato in una prospettiva critica; ma, di fatto, i due ambiti di tutela sono sempre divergenti. Distingue tra una funzione immanente al sistema del diritto penale positivo ed una trascendente anche BARATTA, *Funzioni strumentali e funzioni simboliche del diritto penale*, cit., p. 19 ss., che riconosce alla seconda la capacità di valutare il sistema positivo anche in un'ottica di politica criminale e tuttavia sottolinea come anche la dicotomia tra concezioni intra ed extrasistematiche non sia esente da problemi e possibili equivoci.

³⁵ Sul punto HASSEMER, *Il bene giuridico nel rapporto di tensione tra Costituzione e diritto naturale*, in *Dei delitti e delle pene*, 1984, cit., p. 107 ss. afferma che «nel diritto penale il concetto critico di bene giuridico è di carattere normativo, non descrittivo. Esso traccia una situazione ideale del diritto penale, non un presente esistente o un passato: è una utopia ricca di contenuto».

³⁶ Precisa ANGIONI, *Contenuto e funzioni*, cit., p. 7 che anche all'interno delle concezioni critiche occorre ulteriormente distinguere. Una volta accertato che determinate fattispecie non appaiano riferibili a oggetti legittimamente tutelabili, bisogna distinguere tra quelle situazioni in cui nell'ordinamento positivo esistono delle norme di rango superiore in grado di caducare le dette fattispecie (e in questo caso si parlerà di funzione critica immanente al sistema) e le situazioni in cui, invece, una tale norma non esista, e dunque la valutazione avrà esclusivo rilievo politico-criminale, *de jure condendo* (in questo caso la funzione critica sarà trascendente al sistema).

³⁷ Fa eccezione ZUCCALA, *Due questioni attuali sul bene giuridico: la pretesa dimensione "critica" del bene e la pretesa necessaria offesa a un bene*, in *Riv. Trim. dir. Pen. Econ.*, 2004, p. 839 ss.

giuridici, per poi svuotarlo di contenuto e legittimare, così, qualunque oggetto della tutela: si pensi alla concezione metodologica, che considera il bene giuridico come scopo della norma³⁸, come “sintesi categoriale” con la quale si esprimono nella maniera più breve possibile il significato e lo scopo delle singole disposizioni penali³⁹. Addirittura, nelle sue derive più estreme, questo orientamento ha portato a sostenere che bene giuridico sarebbe ogni singola norma alla quale si ricollega una sanzione⁴⁰.

Inteso in questo senso riduttivo, il bene giuridico perde quella connotazione liberale, quella funzione garantistica che pure lo devono caratterizzare in un’ottica di limite all’intervento punitivo, e che hanno come presupposto un concetto materiale e afferrabile⁴¹.

In una prospettiva critica, appaiono particolarmente ricche di spunti le diverse teorie riconducibili al filone personalistico. Esse, seppure con diverse declinazioni⁴², tendono a

³⁸ Sul punto v. ANGIONI, *Contenuto e funzioni*, cit., p. 20 ss., che opera una ricostruzione storica e valuta l’utilità di una categoria così delineata. Indubbio è il suo rilievo dal punto di vista interpretativo; non resterebbe spazio, invece, per una funzione dommatica, dal momento che il bene giuridico così inteso non riguarderebbe più il “substrato del reato”, e quindi l’oggetto della tutela, dal quale il concetto di *ratio* appare nettamente differenziato. V. anche MUSCO, *Bene giuridico e tutela dell’onore*, cit., p. 89, che solleva numerose obiezioni, sia “interne” che “esterne” alla concezione stessa, e conclude che, al più, una tale concezione può svolgere una funzione interpretativa, ma perde qualunque connotato “liberale” e rinuncia a ogni tentativo di cogliere il nucleo essenziale del reato. Sulla distinzione tra oggetto della tutela e *ratio* della norma v. anche MANTOVANI, *Diritto penale*, cit., p. 194.

³⁹ Così HONIG, *Die Einwilligung des Verletzten. Die Geschichte des Einwilligungensproblem und die Methodenfrage*, Göttingen, 1919, p. 94 citato da ANGIONI, *Contenuto e funzioni*, cit., p. 24 ss. Anche il concetto di *ratio* della norma è stato soggetto a diverse interpretazioni: talvolta è inteso nel senso dell’intenzione del legislatore storico, altre come l’intenzione desumibile dalla norma stessa o dall’interpretazione sistematica; ancora, a volte è considerato come la somma dei motivi e scopi sottesi alla fattispecie, altre lo scopo centrale e sufficiente. Comunque intesa, è chiaro che la concezione metodologica può apportare un contributo più limitato rispetto a una concezione critica, intesa in senso immanente o trascendente. Sul punto v. anche MANES, *Il principio di offensività nel diritto penale*, cit., p. 25 ss.; con specifico riguardo alla tematica del mercato finanziario v. TRIPODI, *Informazioni privilegiate e statuto penale del mercato finanziario*, Padova, 2012, p. 71 ss.

⁴⁰ Si tratta del concetto formale onnicomprensivo: v. ANGIONI, *Contenuto e funzioni*, cit., p. 33 ss., che sottolinea come della categoria del bene giuridico fosse rimasto, sostanzialmente, solo un nome, privo di qualunque contenuto o funzione.

⁴¹ A parere di MUSCO, *Bene giuridico e tutela dell’onore*, cit., p. 70 sarebbe stato v. Liszt il primo a ribadire con forza che la nozione di bene giuridico dovrebbe essere costruita in termini pre-positivi e quindi a renderlo un parametro in base al quale valutare il diritto vigente, in particolare quando afferma che «il contenuto materiale antisociale dell’illecito è indipendente dal suo giusto apprezzamento da parte del legislatore. La norma giuridica lo trova, non lo crea» (cfr. v. LISZT, *Lehrbuch des deutschen Strafrechts*, 14 Aufl., 1905, p. 140, cit. da Musco, loc. cit.).

⁴² In particolare v. RUDOLPHI, *Die verschiedene Aspekte des Rechtsgutsbegriffs*, in *Festschrift für Honig*, 1970, p. 155, che definisce i beni giuridici come “unità sociali di funzione” indispensabili “alla vita sociale che si svolge nel quadro della Costituzione” (p. 159 e p. 164); Michael MARX, *Zur Definition des Begriffs “Rechtsgut”*, 1972, p. 62 ss., che sottolinea in maniera decisa l’aspetto personalistico con l’affermare che beni giuridici sono “quegli oggetti di cui l’uomo ha bisogno per la propria auto-realizzazione” OTTO, *Rechtsgutsbegriff und Deliktstatbestand*, in MÜLLER DIETZ, *Strafrechtsdogmatik und Kriminalpolitik*, 1971, p. 8, che a fianco allo sviluppo personale mette in evidenza la collocazione all’interno della società. Per una ricostruzione e una critica di tali teorie v. FIANDACA, *Il “bene giuridico” come problema teorico*, cit., p. 47 ss.; MUSCO, *Bene giuridico e tutela dell’onore*, cit., p. 93 ss. In particolare, questi ultimi due Autori tendono a sottolineare come una fondamentale caratteristica comune delle concezioni di Rudolphi, Marx e Otto sia la valorizzazione, anche se secondo declinazioni molto diverse, di un “aggancio” costituzionale.

valorizzare un aspetto fondamentale degli oggetti della tutela penale: il collegamento imprescindibile con le esigenze e le finalità dell'individuo inserito nella società⁴³.

L'aspetto personalistico ricorre anche nella vasta elaborazione di Hassemer⁴⁴, che nella sua opera più ricca si interroga circa i compiti che il diritto penale legittimamente può svolgere, collegando diritto penale, politica criminale e sociologia, in un atteggiamento di sincretismo metodologico. L'opportunità di un intervento penale dipenderebbe, ad opinione dell'illustre autore, da tre fattori, ovvero dalla frequenza della condotta criminosa, dall'intensità del bisogno e dall'intensità della minaccia diretta contro l'oggetto della tutela⁴⁵. È evidente, tuttavia, come questi fattori non rappresentino delle costanti nei diversi assetti culturali e sociali e quindi debbano essere valutati in uno specifico contesto spazio-temporale, non potendo presentare un carattere di assolutezza. Una tale acquisizione rappresenta un elemento fondamentale dell'indagine svolta, perché a partire da tali premesse è possibile creare un sistema coerente che tenga adeguatamente conto del sentire sociale, in modo da non imporre un certo modo di sentire ai consociati ma da essere immediatamente e facilmente percepibile e, dunque, più facilmente attuato: una preoccupazione che permea tutta l'opera è quella di individuare e attuare le condizioni empiriche che consentano alla teoria del bene giuridico di influire sull'assetto reale della società e di non restare soltanto "sulla carta".

Della teoria di Hassemer colpiscono ulteriori elementi. In primo luogo, il fatto che egli, nell'individuare i caratteri di quei beni legittimamente tutelabili penalmente, li ricollegghi agli individui⁴⁶, ponendo in rilievo come lo strumento penale debba servire a garantire la libera

⁴³ A questo riguardo v. PELISSERO, *Prospettive economiche e prospettive personalistiche nella tutela penale del patrimonio. Riflessioni in margine ad una possibile riforma*, in *La riforma della parte speciale del diritto penale*, a cura di Papa, Torino, 2005, p. 207 ss., che guarda alle recenti evoluzioni nella tutela penale del patrimonio e, anche in una prospettiva *de jure condendo*, alla possibilità di valorizzare l'aspetto personalistico di tali reati.

⁴⁴ Cfr. HASSEMER, *Theorie und Soziologie*, cit.; ID., *Grundlinien einer personalen Rechtsgutslehre*, in Philipps-Scholler (Hrsg.), *Festschrift für Arthur Kaufmann zum 65. Geburtstag*, Heidelberg, 1989, p. 90 ss.; sul tema, più di recente AA. VV., *Personale Rechtsgutslehre und Opferorientierung im Strafrecht*, Neumann-Prittowitz (Hrsg.), Frankfurt am Main-Berlin-Bern-Bruxelles-New York-Oxford-Wien, 2007. In relazione a questo tema, anche con l'esposizione di alcune perplessità, FIANDACA, *Il bene giuridico come problema teorico*, cit., p. 62 ss. Nella dottrina italiana aderiscono alla concezione personalistica, tra gli altri, PALAZZO, *I confini della tutela*, cit., p. 468 ss. (pur con alcune precisazioni) e MOCCIA, *Tutela penale del patrimonio e principi costituzionali*, Padova, 1998, p. 48 ss. In particolare, ad opinione di Moccia, il bene patrimonio va considerato in una dimensione dinamica, «in un suo rapporto, in termini di interesse, con la persona del titolare. Più specificamente, esso va visto in funzione della finalità dello sviluppo della personalità nella società civile. Tutto ciò dà vita a quelle situazioni di valore offendibili e tutelabili, la cui difesa si pone come compito fondamentale del diritto penale nello stato sociale di diritto».

⁴⁵ Su questi tre aspetti cfr. in particolare HASSEMER, *Theorie und Soziologie*, cit., p. 130 e, per una loro considerazione insieme ad altri fattori, p. 196

⁴⁶ Come specificato anche in HASSEMER, *Grundlinien einer personalen*, cit., p. 166, ove si afferma che la tutela di istituzioni è ammessa solo nella misura in cui rappresenti una condizione della tutela personale.

esplicazione della personalità individuale⁴⁷. Ciò, però, non comporta un'esclusione⁴⁸ della tutela dei beni "universali" (*Universalrechtsgüter*)⁴⁹, né un primato dei beni individuali su quelli superindividuali⁵⁰, in quanto una netta separazione tra le due categorie non sarebbe concepibile, così come nemmeno un rigido rapporto di gerarchia tra gli uni e gli altri. Tra gli altri, un secondo elemento sembra particolarmente degno di considerazione: la presa d'atto del fatto che è impossibile individuare un catalogo dei beni giuridici legittimamente tutelabili valido sempre e in assoluto. Hassemer, per spiegare questo concetto, ricorre a un esempio

⁴⁷ Tale aspetto è ribadito anche in HASSEMER, *Grundlinien einer personalen*, cit., p. 167, ove si specifica anche che il bene giuridico ha la funzione di supportare, nella discussione giuridica, una certa linea argomentativa nella scelta degli oggetti della tutela (nel caso di specie, quella della concezione personalistica); in secondo luogo il concetto di bene deve, tuttavia, sempre mantenere un'ampiezza tale da consentire una scelta discrezionale al legislatore

⁴⁸ Come invece spesso è stato criticato: v. MARINUCCI, *Relazione di sintesi*, cit., p. 355; DE FRANCESCO, *Interessi collettivi e tutela penale "Funzioni" e programmi di disciplina dell'attuale complessità sociale*, in *Studi in onore di Giorgio Marinucci*, a cura di Dolcini-Paliero, Milano, 2006, p. 935 ss.

⁴⁹ Ciò è esplicitamente e chiaramente spiegato in HASSEMER, *Theorie und Soziologie*, cit., p. 68 ss., dove vengono ripercorse le diverse opzioni circa i legittimi titolari di beni giuridici e l'evoluzione dei rapporti politici e sociali che ha portato all'emersione di interessi propri della collettività. Si osserva che i due tipi di interessi, individuali e superindividuali, sono qualitativamente diversi, ma tuttavia non è possibile sostenere un dualismo: entrambi sono beni giuridici allo stesso modo. Il tema dei beni individuali e "universali" è ripreso, poi, a p. 209 ss., ove l'Autore prova a delineare le direttrici di una politica criminale e, nello specifico, una gerarchia tra i beni, con la conclusione però che non è possibile stabilire una gerarchia tra beni a seconda del loro titolare, ma possono essere individuati altri criteri che devono presiedere alla scelta del se e del come punire. A p. 222 ss., ancora, si specifica che anche le nuove istituzioni e le condizioni del loro funzionamento sono un possibile oggetto di tutela, in quanto condizioni dell'interazione sociale; è chiaro, però, che un'estensione dell'area del penalmente rilevante a quest'ambito può essere giustificata solo in base a considerazioni concernenti il valore del bene da tutelare e l'intensità della minaccia. Scopo della tutela dei beni giuridici è, in ogni caso, lo sviluppo della personalità dell'individuo e la tutela di un interesse della collettività è solo un aspetto, una tappa in vista di questo interesse.

⁵⁰ HASSEMER, *Theorie und Soziologie*, cit., p. 228 ss., dove si affronta anche l'eventuale funzionalizzazione di alcuni interessi a favore di altri. Una rigida contrapposizione tra beni individuali e collettivi non può esistere: non esistono beni riferibili esclusivamente al singolo o esclusivamente alla collettività senza che si verifichi una reciproca influenza. Il bene giuridico deve svolgere una funzione fondamentale: stabilire dei limiti alla compressione della libertà personale. Considerare dei beni come propri della collettività fa tendere alla spiritualizzazione e alla volatilizzazione degli stessi (p. 231, "*Vergeisterung*" o "*Verflüchtigung*"), mentre i beni giuridici dei singoli rappresentano, per lo più, posizioni giuridiche e interessi visibili e concreti. Se si lasciano i beni collettivi privi di collegamento con i singoli, si mette in discussione quella che Hassemer definisce "*Werterfahrung*": lo Stato ha una funzione servente, derivata, va tutelato in quanto serve alla tutela degli interessi dei singoli, ma non sono meritevoli di tutela quelle situazioni che non presentano alcun collegamento con un interesse umano individuabile. I beni collettivi rilevano in quanto funzionali agli interessi dei singoli, nell'ambito di una *Werterfahrung* orientata alla Costituzione. Allo stesso modo, anche la tutela degli interessi dei singoli presenta, però, delle conseguenze dal punto di vista sociale, in quanto il singolo è comunque inserito in una società caratterizzata da conflitti che possono divenire socialmente rilevanti in ragione della qualità del bene posto in pericolo o della modalità della lesione. Nella dottrina tedesca, per una compiuta riflessione circa i beni giuridici collettivi, e in particolare sulla loro legittimazione e sulle relative tecniche di tutela, con specifico riguardo alle fattispecie di pericolo astratto, v. ANASTASOPOULOU, *Deliktstypen zum Schutz kollektiver Rechtsgüter*, München, 2005. In particolare, a p. 27-44 si analizza il rapporto tra fisionomia del bene e portatore dell'interesse. ALESSANDRI, *Parte generale*, in PEDRAZZI-ALESSANDRI-FOFFANI-SEMINARA-SPAGNOLO, *Manuale di diritto penale dell'impresa*, Bologna, 2000, p. 26 e MARINUCCI-DOLCINI, *Corso*, cit., p. 554 ritengono che una tale funzionalizzazione in chiave individualistica, con spostamento della tutela tutto in favore dell'individuo, determini un'inversione dell'ordine di rilevanza dei beni.

particolarmente icastico: uno dei pochi beni giuridici sui quali sembra esservi accordo unanime, quanto al bisogno e alla meritevolezza della tutela penale, è senza dubbio quello della vita umana, il valore più importante in assoluto, imprescindibile e prioritario rispetto a tutti gli altri. Ebbene, anche questo valore apparentemente così condiviso e tangibile non è suscettibile di una individuazione e di una delimitazione univoche, in quanto nella storia dell'uomo, e ancora oggi, sono discussi i limiti della rilevanza penale della sua violazione, l'individuazione della soglia di tutela accettabile, etc⁵¹. Al bene giuridico sarebbe però attribuibile, quanto meno, una funzione negativa di legittimazione, nel senso che tale concetto sarebbe in grado di fungere da parametro per individuare quei beni che non sono penalmente tutelabili⁵². Ciò significa che una norma, per la quale non sia possibile individuare l'attitudine a tutelare un bene giuridico, dovrebbe essere qualificata come illegittima. Non è vero, però, il contrario: non è detto che una norma volta a tutelare penalmente un bene giuridico sia, per ciò solo, legittima: a tal fine devono essere effettuate valutazioni ulteriori, anche in relazione a eventuali tecniche di tutela alternative e, in generale, a una politica dei beni giuridici e ai rapporti con gli altri rami dell'ordinamento.

Numerose sono le critiche che sono state poste alle teorie *lato sensu* personalistiche⁵³, appuntate, soprattutto, su presunte lacune di tutela dovute alla necessaria riconduzione del bene giuridico alla sfera di interessi degli individui e sulla vaghezza delle indicazioni fornite, che non consentirebbero di discernere interessi tutelabili e non.

Del resto, la critica che verte sull'inafferrabilità e opinabilità del concetto investe l'intera elaborazione riguardante il bene giuridico, che non consentirebbe di raggiungere risultati certi, definiti e, soprattutto, vincolanti. Proprio per venire incontro all'esigenza di una maggiore stabilità e vincolatività della individuazione e definizione dei beni tutelabili sono state

⁵¹ Cfr. HASSEMER, *Theorie und Soziologie*, cit., p. 228, evidenzia come non esista alcun bene giuridico "metastorico", tale cioè da rimanere invariato, nella considerazione dei consociati e nella sua fisionomia, nel corso del tempo. Per dimostrare ciò, l'illustre Autore parte dal presupposto che ogni ordinamento ha considerato oggetto di tutela la vita umana. Questa, tuttavia, è una espressione molto astratta: una volta che si analizzino i vari momenti storici, emergono significative diversità nei limiti alla tutela anche di un bene così significativo, per esempio con riguardo alle minoranze, dove si fa riferimento a una società dove si ammetta la schiavitù. La relazione funzionale tra i beni è sottoposta alla cd. politica dei beni giuridici, non è frutto di considerazioni astratte e aprioristiche.

⁵² Sulla funzione negativa di legittimazione del bene giuridico v. HASSEMER, *Theorie und Soziologie*, cit., p. 115 e p. 214.

⁵³ BARATTA, *Funzioni strumentali*, cit., p. 24; COCCO, *Beni giuridici funzionali versus bene giuridico personalistico*, in *Studi in onore di Giorgio Marinucci*, a cura di Dolcini-Paliero, Milano, 2006, p. 183 e, con specifico riguardo al mercato di capitali, p. 191; FIANDACA, *Il "bene giuridico" come problema teorico*, cit., p. 47, che riconduce le elaborazioni di Rudolphi, Otto e Marx alle concezioni costituzionalmente orientate; MUSCO, *Bene giuridico e tutela dell'onore*, cit., p. 96 ss.; va ricordato che, oltre agli Autori già citati, si rifa a questa prospettiva, con specifico riguardo all'ambito del patrimonio, PELISSERO, *Prospettive economiche e prospettive personalistiche*, cit., p. 207 ss.

elaborate delle concezioni che hanno tentato di ancorare la categoria del bene giuridico al diritto positivo e, in particolare, alla Costituzione, evitando, così, il ricorso a concetti metagiuridici di difficile definizione e mirando a rendere, allo stesso tempo, vincolanti i risultati dell'indagine.

In Italia, come è noto, la più importante costruzione in questo senso è stata quella di Bricola⁵⁴.

Questa teoria ricava dalle norme costituzionali in materia penale⁵⁵ alcune indicazioni fondamentali circa il contenuto dell'illecito penale, i possibili oggetti della tutela e le relative tecniche⁵⁶ e, in questo modo, si presenta anche come teoria critica del bene giuridico in quanto, in base alla lettura della Carta costituzionale, individua dei limiti alla discrezionalità del legislatore e introduce la possibilità di valutare criticamente il contenuto delle fattispecie.

In particolare, Bricola costruisce la sua teoria in base a un'interpretazione dell'art. 13 Cost. in tema di libertà personale, dell'art. 25 co. 2 Cost. in relazione al principio di materialità del fatto e alla libertà morale e, infine, dell'art. 27 co. 1 e 3 Cost., relativo alla personalità della responsabilità penale e alla funzione rieducativa della pena⁵⁷. In particolare, quanto ai criteri selettivi tra illecito penale e non, assume un ruolo chiave la disposizione dell'art. 13 Cost., da cui si desume chiaramente il rilievo assoluto attribuito dalla Carta costituzionale al valore della libertà personale. Da questa considerazione deriva che la libertà personale, fortemente compressa da ogni sanzione penale, anche pecuniaria, possa essere limitata, in base al principio di ragionevolezza e proporzionalità, soltanto in caso di lesione o, quanto meno, messa in pericolo di un bene giuridico di rilevanza costituzionale, da intendersi non solamente come "non antitetico" del bene rispetto ai valori costituzionali, ma come assunzione del bene stesso tra i

⁵⁴ BRICOLA, *Teoria generale del reato*, cit., p. 14 ss.; cfr., anche, MUSCO, *Bene giuridico e tutela dell'onore*, cit., p. 93 ss.

⁵⁵ Va notato che, anche con riferimento alle teorie che intendono ricavare dati vincolanti per le scelte del legislatore in ambito penale dalle disposizioni costituzionali, HASSEMER, *Theorie und Soziologie*, cit., p. 192 ss. avverte come sia comunque necessario collocare i principi all'interno del contesto sociale, per un collegamento tra i diversi principi che devono regolare la posizione di norme penali e i fattori sociali rilevanti: in mancanza di ciò, la teoria del bene giuridico non sarebbe in grado di influire concretamente sulla prassi.

⁵⁶ In particolare, sulla correlazione tra illecito e sanzione cfr. BRICOLA, *Teoria generale del reato*, cit., p. 82.

⁵⁷ Il collegamento tra oggetto della tutela penale e scopi della pena è stato per la prima volta compiutamente messo in luce da ROXIN, *Sinn und Grenzen staatlicher Strafe*, ora in *Strafrechtliche Grundlagenprobleme*, Berlin-New York, 1973, p. 1 ss. In questo importante saggio l'illustre studioso, ponendo come premessa le funzioni attribuite allo Stato e i compiti del diritto penale, ricava dalle indicazioni fondamentali circa i legittimi oggetti della tutela penale. Dalle considerazioni circa gli obblighi dello Stato (e, in particolare, dall'obbligo di creare e assicurare a un gruppo di soggetti, riuniti nello Stato, le condizioni di un'esistenza che soddisfi le necessità vitali: in una parola, la garanzia di una vita in comune) e dall'analisi delle fondamentali funzioni della pena astrattamente ipotizzabili (funzione retributiva, prevenzione speciale e prevenzione generale), lette in una prospettiva costituzionalmente orientata, l'Autore deriva la natura necessariamente sussidiaria del diritto penale e l'impossibilità, per il legislatore, di punire la mera immoralità (cfr., in particolare, p. 13 ss.).

valori implicitamente o esplicitamente garantiti dalla Costituzione⁵⁸; ne consegue un sistema improntato ai principi di proporzione ed *extrema ratio*.

Com'è noto, molte sono le obiezioni che sono state sollevate in relazione a questa impostazione⁵⁹; innanzitutto la difficoltà, fondata su molteplici argomentazioni, e prima fra tutte l'ambiguità dell'espressione "rilevanza costituzionale", a ricavare dalla Costituzione un catalogo dei beni tutelabili; la considerazione per cui le norme costituzionali non avrebbero sempre natura prescrittiva; quella secondo cui anche i beni individuati dalla Costituzione non sarebbero sempre esattamente descritti e delimitati⁶⁰; ancora, la necessità di ampliare il catalogo a beni che hanno acquistato rilievo successivamente all'emanazione della Carta fondamentale. Un esempio paradigmatico di ciò sarebbe costituito dall'ambiente, che non trova espresso riconoscimento nelle disposizioni costituzionali, nonostante il suo indubbio rilievo fondamentale, che ha richiesto degli sforzi interpretativi al fine di individuare delle disposizioni a cui ancorarlo.

Tuttavia i vantaggi, innegabili, di una tale impostazione sono l'individuazione di parametri vincolanti per la scelta dei legittimi oggetti di tutela, nonché la possibilità di graduare l'intensità della pena in base a criteri legati alla rilevanza del bene e alla gravità della sua compromissione, raccordando i diversi aspetti delle tecniche di tutela, delle modalità di redazione delle fattispecie e del raccordo con altri settori dell'ordinamento.

Da una tale ricostruzione, inoltre, ai fini della coerenza del sistema, emerge la sicura rilevanza costituzionale del principio di offensività⁶¹, da cui deriva che il legislatore è vincolato

⁵⁸ BRICOLA, *Teoria generale del reato*, cit., p. 16

⁵⁹ Non è possibile, in questa sede, soffermarsi adeguatamente sulle diverse critiche che sono state sollevate e sulle possibili argomentazioni per superarle. Sul punto, esaustivamente, cfr. FIANDACA, *Il bene giuridico come problema teorico e come criterio di politica criminale*, cit., p. 50 ss.; inoltre v. la fondamentale opera di MUSCO, *Bene giuridico e tutela dell'onore*, cit., p. 111 ss. e in particolare 119 ss., dove vengono precisati alcuni aspetti della teoria di Bricola, sia quanto alla funzione rieducativa che quanto al requisito della commissione di un "fatto". L'elaborazione di Musco appare, poi, particolarmente ricca di spunti nella parte in cui cerca di concretizzare l'individuazione dei beni giuridici tutelabili penalmente a partire dalla fondamentale disposizione dell'art. 27 co. 3 Cost., considerato un principio cardine dal quale desumere i contenuti tipici dell'illecito penale. Nello specifico, «se la pena deve risocializzare (...) e se la rieducazione deve mutuare il suo contenuto dal tipo di ordinamento in cui è inserita, in una società pluralistica così come viene delineata dalla Costituzione, essa ha senso in quanto assuma a suo oggetto il rispetto delle forme minime della vita in comune». Da ciò deriva che «non ogni valore contemplato dalla Costituzione può divenire oggetto di un illecito penale, ma solo quelli essenziali per le condizioni di vita in comune e la cui violazione può essere tradotta in termini di dannosità sociale». In secondo luogo, sempre dalla funzione rieducativa della pena si desumerebbe la necessità che gli oggetti della tutela siano definibili e afferrabili, quindi chiaramente percepibili dalla generalità dei consociati.

⁶⁰ In questo senso, sullo specifico tema del diritto penale economico per tutti PEDRAZZI, *Interessi economici e tutela penale*, in *Bene giuridico e riforma della parte speciale*, a cura di A. Stile, Napoli, 1985, p. 308.

⁶¹ Si tratta di una delle fondamentali acquisizioni dovute alla teoria realistica del reato, su cui v., per tutti, M. GALLO, *I reati di pericolo*, in *Foro penale*, 1969, p. 1 ss., M. GALLO, voce *Dolo (dir. pen.)*, in *Enc. Dir.*, vol. XIII, Milano, 1964, p. 751 ss.; FIORE, *Il principio di offensività*, in *Ind. Pen.*, 1994, p. 274 ss.; non è possibile, in questa sede, una ricostruzione dei passaggi di questa elaborazione né delle fonti, costituzionale e codicistica,

non soltanto quanto agli oggetti della tutela, ma anche quanto ai modi di redazione e di applicazione della fattispecie: per integrare un reato non è sufficiente un fatto che presenti i caratteri della tipicità, antigiuridicità e colpevolezza⁶², ma è necessario che esso presenti anche un contenuto minimo di offesa⁶³, in termini di danno o di pericolo⁶⁴. È chiaro, inoltre, il collegamento che sussiste tra principio di offensività, principio di legalità, sussidiarietà, materialità del fatto, personalità della responsabilità e funzione rieducativa della pena⁶⁵, principi che esplicano in pieno il loro significato solo se letti in maniera sistematica. Un sistema organizzato secondo tali principi e improntato a ragionevolezza e proporzionalità riesce a garantire, allo stesso tempo, una base normativa ben individuata, quindi la vincolatività, e lo svolgimento di una funzione critica.

I beni superindividuali e la “crisi” del bene giuridico

Proprio contemporaneamente ai dibattiti circa le teorie costituzionalmente orientate si è verificato un fenomeno di emersione di nuove istanze di tutela che ha segnato una “crisi”⁶⁶ del concetto di bene giuridico, messo in discussione quanto alla sua fisionomia e, soprattutto, quanto alla sua capacità limitatrice; questo tema appare centrale in relazione ai reati *lato sensu* economici e, in particolare, a quelli finanziari.

di tale principio. Va osservato, però, che anche quella parte della dottrina che riconosce il rango costituzionale del principio di offensività tende, spesse volte, ad attribuirgli una valenza relativa, cioè derogabile: MANTOVANI, *Diritto penale*, cit., p. 185; MARINUCCI-DOLCINI, *Corso*, cit., p. 487 ss.; PALAZZO, *Corso di diritto penale*. Parte generale, Torino, 2013, p. 71; DONINI, *Teoria del reato*, cit., p. 29.

⁶² Si fa riferimento, in via estremamente semplificata, alla teoria tripartita del reato su cui v. FIORE C. FIORE S., *Diritto penale*, cit., p. 109 ss.; per ulteriori elaborazioni sulla terza categoria del reato cfr. MOCCIA, MOCCIA, *Il diritto penale tra essere e valore. Funzione della pena e sistematica teleologica*, Napoli, p. 88 ss.

⁶³ Cfr. BRICOLA, *Teoria generale del reato*, cit., p. 68 ss.; CAVALIERE, *Riflessioni sul ruolo dell'offensività nella teoria del reato costituzionalmente orientata*, cit., in particolare p. 155 ss. per argomentazioni relative all'impossibilità, nel nostro ordinamento, di configurare il reato prescindendo dall'offensività; MANES, *Il principio di offensività nel diritto penale*, cit., p. 45; MANTOVANI, *Diritto penale*, cit., p. 181 ss.; MOCCIA, *Il diritto penale tra essere e valore*, cit., p. 173 ss.

⁶⁴ Si pongono, quindi, dei limiti quanto alla legittima anticipazione della tutela: cfr. MOCCIA, *Il diritto penale tra essere e valore*, cit., p. 185 ss.

⁶⁵ Sul punto, va osservato che BRICOLA, *Teoria generale del reato*, cit., p. 82 ss. abbraccia anche una funzione retributiva della pena; tuttavia, per esigenze di razionalità e coerenza, nonché in base a un'interpretazione costituzionalmente orientata, sembra più corretto attribuire alla sanzione penale una funzione di prevenzione integratrice, che privilegi gli aspetti positivi della prevenzione generale e di quella speciale (secondo le indicazioni di MOCCIA, *Il diritto penale tra essere e valore*, cit., p. 83 ss., che ne fa derivare importanti conseguenze dal punto di vista sistematico).

⁶⁶ MANTOVANI, *Diritto penale*, cit., p. 199, MOCCIA, *Dalla tutela di beni alla tutela di funzioni*, cit., p. 345

Il problema si è posto, nello specifico, con il passaggio dalle fattispecie poste a tutela di beni individuali “tradizionali”⁶⁷ (quali la vita, l’integrità fisica, il patrimonio) a quelle relative a interessi superindividuali o ad ampio raggio⁶⁸, come l’economia, l’ambiente, la salute collettiva. In relazione a questi ultimi beni l’oggetto della tutela diviene più difficilmente afferrabile e definibile, perdendo, almeno in parte, la sua attitudine critica e limitatrice, tanto da essere stato, talvolta, messo in discussione come legittimo oggetto di tutela. Tale evoluzione acquista particolare significato ai fini della presente indagine dal momento che, come si vedrà nel seguito, è ampiamente condivisa l’opinione secondo cui la manipolazione del mercato sarebbe posta a presidio di interessi superindividuali⁶⁹.

La dottrina più progressista⁷⁰, in seguito all’emersione di interessi superindividuali verificatasi soprattutto a partire dagli anni ‘60, ha avvertito l’esigenza forte di garantire una tutela anche agli interessi diffusi⁷¹, considerati relativi a bisogni essenziali, “reali”⁷² della collettività (come per esempio il diritto alla salute, al lavoro, all’informazione...) ed espressione di «istanze antagoniste alle posizioni economico-giuridiche dominanti, volte nell’affermazione di un controllo sullo svolgimento delle attività economiche e sull’esercizio del “potere di fatto” a questo connesso; si vuole, in altri termini, che la libertà di perseguimento e di appropriazione del profitto privato non sia indiscriminata, ma incontri un limite nella salvaguardia di determinati beni»⁷³. Si auspicava un avanzamento dell’intervento penale anche in tali settori, ove si riteneva si estrinsecassero determinate forme dell’egemonia di classe, con garanzia della sostanziale impunità delle classi dominanti a discapito di quelle subordinate, mentre l’uso dello strumento penale⁷⁴ avrebbe potuto riequilibrare questi

⁶⁷ Anche se il riferimento a un presunto “diritto penale classico”, da contrapporre a un diritto penale “moderno” è, a parere di alcuni Autori, puramente ideale: v. DONINI, *Il volto attuale dell’illecito penale. La democrazia penale tra differenziazione e sussidiarietà*, Milano, 2004, p. 97 ss.; FIANDACA, *Sul bene giuridico*, cit., p. 29, che con riguardo al diritto penale classico afferma: «Verosimilmente mai esistito come tale nelle concrete legislazioni storiche, ma vagheggiato dai penalisti in questione in una sorta di ipostatizzazione idealtipica».

⁶⁸ Su cui cfr. MANTOVANI, *Diritto penale*, cit., p. 198.

⁶⁹ MARINUCCI-DOLCINI, *Corso*, cit., p. 540 ss.

⁷⁰ Per tutti v. SGUBBI, *Tutela penale di interessi diffusi*, in *Quest. Crim.*, 1975, p. 439 ss.

⁷¹ Quanto a questa definizione, SGUBBI, *Tutela penale di interessi diffusi*, cit., p. 440 nota 4, nota come la terminologia in materia fosse «molto variabile e per certi versi equivoca. Del fenomeno, a noi interessa più il connotato antagonista e alternativo (...) che il *nomen*...; comunque, per comodità espositiva, parleremo in seguito di “interesse diffuso”: ci sembra che tale locuzione rispecchi meglio l’origine fattuale e sostanziale della figura (l’attributo “collettivo” è opportuno, forse, che sia riservato a designare la figura in questione, nel momento del suo riconoscimento normativo». Più avanti, nel corso della trattazione (p. 448-449) l’Autore lo definirà meglio: «Si tratta di un interesse – ossia: di una aspirazione – diffuso – ossia: presente in modo informale e propagato a livello di massa in certi settori della società – ad un controllo sul contenuto e sullo svolgimento di posizioni economico-giuridiche dominanti ancora chiuse alla partecipazione».

⁷² SGUBBI, *Tutela penale di interessi diffusi*, cit., p. 441.

⁷³ SGUBBI, *Tutela penale di interessi diffusi*, cit., p. 439 ss.

⁷⁴ Definito dall’Autore “diritto penale borghese”; tra le altre cose stupisce che il valore della certezza del diritto, che caratterizza quello che viene definito “diritto penale borghese” venga considerato quasi ostacolo

rapporti. Colpisce, di questa impostazione, come il diritto penale venga considerato⁷⁵ lo strumento più idoneo per la tutela degli interessi in discorso in ragione di due caratteri fondamentali: l'attitudine a tutelare beni superindividuali, che trascendono i diritti individuali dei singoli, e la capacità di operare in un momento anteriore rispetto al pregiudizio, come è ritenuto necessario per questa tipologia di interessi⁷⁶. Ad opinione di Sgubbi, poi, questo tipo di incriminazioni non colliderebbe con i principi fondamentali del diritto penale: non con il principio di legalità, in quanto le incriminazioni dovrebbero comunque e in ogni caso essere previste dalla legge; non con il principio di necessaria lesività, dal momento che non si risolverebbero in incriminazioni puramente formali, pur determinando un avanzamento della soglia di tutela. Quanto alla tassatività, nel momento in cui oggetto della tutela è un interesse diffuso bisognerebbe "pagare il prezzo" di una maggiore incertezza della fattispecie tipica, in quanto sia i contorni del bene protetto sia le modalità di aggressione risulteranno più vaghi e sfumati⁷⁷, pur restando entro l'ambito di un "rassicurante livello di certezza". Infine il principio di personalità della responsabilità, il cui rispetto talvolta risulta arduo nell'ambito delle attività produttive e industriali, ove risulta complesso individuare un responsabile della condotta, attiva o omissiva, solleverebbe, sì, dei problemi ma, si ritiene, non insormontabili.

Proprio in base a queste ultime considerazioni, però, appare evidente come la tutela penale di interessi diffusi⁷⁸ e, più in generale, di beni superindividuali⁷⁹ sollevi questioni di non poco momento, in ragione della necessità di approntare una tutela fortemente anticipata e fondata su condotte astrattamente pericolose, ancora distanti anche solo da una concreta

che limita legittime istanze di tutela. Il diritto penale vigente è considerato un diritto penale "di classe" che tende a tutelare lo *status quo* e l'egemonia delle classi dominanti.

⁷⁵ In contrasto con la grandissima maggioranza degli studi che sono seguiti: per tutti, sull'ipertrofia penalistica e la bagatellizzazione del diritto penale PALIERO, *Minima non curat praetor. Ipertropia del diritto penale e decriminalizzazione dei reati bagatellari*, Padova, 1985, *passim*.

⁷⁶ Viene, infatti, auspicato un largo uso di fattispecie di pericolo astratto e presunto. Non può non sollevare perplessità una simile fiducia nelle capacità preventive del diritto penale che, in base ai principi costituzionali, dovrebbe presentare caratteri diversi da quelli ipotizzati nell'indagine che si cita. Non è possibile soffermarsi, in questa sede, su quelle che appaiono essere le soluzioni più adatte per la tutela degli interessi cui si riferisce l'Autore.

⁷⁷ Addirittura: «Allontanandosi da una visione individualistica della realtà economico-sociale e della funzione del diritto, si abbandona anche l'ideale di certezza del diritto, e l'esigenza garantistica che questo ideale impersonava in termini formali, va risolta in termini sostanziali mediante forme di "controllo democratico"» SGUBBI, *Tutela penale di interessi diffusi*, cit., p. 469.

⁷⁸ La differenza tra interessi collettivi e diffusi starebbe in ciò: mentre gli interessi collettivi riguarderebbero gruppi organizzati (e, quindi, circoscrivibili), gli interessi diffusi sarebbero tendenzialmente comuni a tutti i consociati, indipendentemente da eventuali gruppi di appartenenza. Accoglie questa distinzione DE VITA, *I reati a soggetto passivo indeterminato. Oggetto dell'offesa e tutela processuale*, Napoli, 1999, p. 19, sulla scorta delle indicazioni di DENTI, *Interessi diffusi (voce)*, in *Nss. Dig. It., App.*, Vol. IV, Torino, 1983, p. 307. Sembra seguire questa terminologia anche SGUBBI, *Tutela penale di interessi diffusi*, cit. Per ulteriori, ampie considerazioni sulle diverse categorie di beni superindividuali v. DE VITA, op. cit., p. 42 ss. e bibliografia ivi citata.

⁷⁹ Sui limiti alla tutela penale di beni collettivi cfr., nella dottrina di lingua tedesca, ANASTASOPOULOU, *Deliktstypen zum Schutz kollektiver Rechtsgüter*, cit., p. 215 ss.

messa in pericolo del bene⁸⁰, della cui rispondenza alle caratteristiche che si sono in precedenza delineate è inoltre legittimo dubitare. È chiaro che fattispecie così formulate e carenti di un referente afferrabile, percepibile nel senso già precisato, si pongano potenzialmente in contrasto innanzitutto con il principio di necessaria lesività, ma anche con quello di legalità (in particolare sotto i profili della tassatività e determinatezza), di materialità, di personalità della responsabilità penale, della funzione rieducativa della pena, di frammentarietà, e dunque presentino diversi profili di dubbia legittimità costituzionale.

In seguito all'espansione del diritto penale anche verso settori così caratterizzati, si è parlato di una trasformazione del reato in un "rischio sociale"⁸¹, per cui la responsabilità penale non sarebbe più la conseguenza, prevedibile e certa, di condotte socialmente dannose⁸², ma dipenderebbe da fattori anche ulteriori e diversi e in particolare dalla violazione degli scopi perseguiti dall'ordinamento e, nello specifico, dalla violazione di regole extra-penali che regolano determinati ambiti⁸³. Gli effetti sul sistema sono facilmente prevedibili: crisi della riserva di legge, declino della tassatività, svalutazione dell'elemento psicologico; a ciò si potrebbe aggiungere, in base alle argomentazioni di carattere sistematico di autorevole dottrina⁸⁴, una distorsione della legittima funzione della pena e una strumentalizzazione del singolo per fini di prevenzione generale, con violazione degli artt. 3, 13, 25 co. 2 e 27 co. 1 e 3 Cost.

⁸⁰ Per tutti PEDRAZZI, *Problemi di tecnica legislativa*, in *Comportamenti economici e legislazione penale*, a cura di Pedrazzi-Coco, Milano, 1979, p. 32 ss.; lo stesso Autore, più specificamente con riferimento ai reati contro l'ordine economico, affermava che essi sono caratterizzati da «un'offensività di tipo particolare, che si misura in termini non di conseguenze concrete, ma di incompatibilità con le tendenze programmatiche del sistema»; v. anche PEDRAZZI, *Interessi economici e tutela penale*, cit., p. 304.

⁸¹ SGUBBI, *Il reato come rischio sociale*, Bologna, 1990, *passim*. Appare significativo che chi qui denuncia la mancanza di certezza e la selettività del diritto penale nei confronti di coloro che rivestono una determinata posizione economica e sociale o comunque svolgono determinate attività sia lo stesso Autore che, quindici anni prima, auspicava un ampliamento dell'intervento penale a tutela degli interessi diffusi, quegli stessi interessi che, in larga parte, hanno dato luogo proprio al fenomeno del "reato come rischio sociale". I rischi insiti in tale ampliamento erano stati previsti, anche se forse sottovalutati o considerati necessari per garantire l'adeguata tutela a determinati beni. Di fatto, la prospettiva risulta capovolta: mentre nel lavoro del 1975 Sgubbi affermava che il diritto penale lasciasse le classi "egemoni" immuni da sanzioni e libere di agire anche a detrimento degli interessi della collettività, ora lamenta il contrario, e cioè che il diritto penale colpisca maggiormente proprio quelle classi che ne erano considerate immuni.

⁸² Esattamente in questi termini anche MOCCIA, *Dalla tutela di beni alla tutela di funzioni*, cit., p. 345.

⁸³ Sgubbi individua le radici del fenomeno nell'ipertrofia del diritto penale (sotto un profilo quantitativo) e in una "disciplina dirigistica" dello Stato sui beni oggetto dell'intervento penale, che si tradurrebbe, sotto il profilo qualitativo, in un controllo pubblico e amministrativo dello Stato in base a discrezionalità e ragioni di opportunità politica. All'ordinamento naturale se ne sostituirebbe, quindi, uno artificiale, in cui la liceità o l'illiceità di un determinato comportamento non deriverebbero da un'intrinseca offensività dello stesso, ma dal rispetto di prescrizioni normative volte a regolare quel determinato ambito di attività (a questo proposito si parlerebbe di "liceità condizionata" e "procedure negoziate di governo dei beni giuridici"). La conseguenza di questa situazione sarebbe il ritorno a una sorta di "*mala quia prohibita*", con la punizione della mera trasgressione di norme organizzative a tutela di beni giuridici artificiali.

⁸⁴ MOCCIA, *Il diritto penale tra essere e valore*, cit.

Un ulteriore effetto, derivante da un ampliamento degli ambiti di intervento penale e dallo stravolgimento dei relativi principi, sanciti anche a livello costituzionale, è l'ineffettività del sistema e la necessaria selettività della sanzione⁸⁵: anche a tacere della scelta degli interessi e delle tecniche legislative, una ipertrofia del diritto penale determina necessariamente un rallentamento del sistema e un'impossibilità di perseguire in maniera effettiva tutti gli autori degli illeciti, con una svalutazione anche dell'art. 112 Cost. in tema di obbligatorietà dell'azione penale, dal momento che si verificherebbe una selezione *ex post* degli illeciti da perseguire.

Forse perché consapevole delle problematiche sollevate dalle nuove incriminazioni, di pari passo al fenomeno di emersione di nuovi interessi, la dottrina ha elaborato alcune categorie che sarebbero volte a garantirne una maggiore afferrabilità e, dunque, a legittimare le nuove fattispecie, con la conseguenza di ampliare lo spettro del penalmente tutelabile e anticipare la soglia della tutela. Sono state, quindi, elaborate le figure degli interessi (o beni) intermedi, e strumentali, a cui è riconducibile anche la tutela di funzioni.

Si può distinguere tra beni finali e strumentali⁸⁶, a seconda che la tutela del bene si giustifichi in sé, oppure soltanto in quanto "passaggio intermedio" rispetto alla lesione di un bene ulteriore. Per chiarire: un esempio di bene finale potrebbe essere offerto dalla vita umana, indubbiamente tutelabile in sé e per sé; un bene strumentale potrebbe essere considerato il governo del territorio (ovvero il rispetto delle norme che presiedono alla tutela del territorio), che non sarebbe degno di tutela in sé ma soltanto in quanto persegue il fine di garantire, appunto, l'integrità del territorio. Un tale procedimento, come si vedrà, viene spesso applicato anche nella tutela dei mercati finanziari, ove la protezione di determinati interessi si giustifica soltanto in vista di un interesse ulteriore.

⁸⁵ SGUBBI, *Il reato come rischio sociale*, cit., p. 90, evidenzia peraltro come, a causa dello stravolgimento di tutti i fondamentali principi penalistici sia venuta meno anche l'indefettibilità della pena, per cui la pena non sarebbe certa né nel senso di conseguire necessariamente a una condotta criminosa, né nel senso di non derivare da fatti in sé leciti; con specifico riferimento alla materia economica VOLK, *Diritto penale ed economia*, cit., p. 200 ss.

⁸⁶ Introduce la distinzione già BRICOLA, *Teoria generale del reato*, cit., p. 16 ss. Beni strumentali sarebbero quelli privi di valore costituzionale, ma legati ad un bene costituzionale da un rapporto di presupposizione necessaria, per cui la lesione del primo sarebbe necessariamente ed inequivocabilmente idonea a mettere in pericolo il secondo (per esempio, la sicurezza della circolazione stradale in rapporto alla vita umana). Non si tratta quindi, secondo Bricola, di un valore che si trova necessariamente espresso in Costituzione. Su tale distinzione cfr. FIORELLA, *Reato in generale (voce)*, in *Enc. Dir.*, XXXVIII, Milano, 1987, p. 791, che riconosce ai beni strumentali quanto meno un'utilità classificatoria e sottolinea come, con riferimento al disvalore d'evento, essi vadano sempre considerati in rapporto al relativo bene finale (che è tale solo quando la sua tutela si giustifica in sé). Sul tema v. anche DE VITA, *I reati a soggetto passivo indeterminato*, cit., p. 84 ss. Tuttavia osserva DE FRANCESCO, *Interessi collettivi e tutela penale*, cit., p. 935 che se di beni giuridici veri e propri si trattasse, non sarebbe necessario un collegamento con un interesse ulteriore per legittimarne la tutela.

Il rischio⁸⁷, però, è che considerando beni giuridici (ancorché strumentali) situazioni non meritevoli di tutela penale in sé e per sé considerate, la categoria del bene giuridico veda sfumarsi i suoi contorni, e con essi anche la sua imprescindibile funzione critica; ciò a maggior ragione se già la meritevolezza del bene finale appare discutibile. Anche volendosi limitare ai beni di rilevanza costituzionale è difficile, infatti, immaginare delle situazioni che, in maniera più o meno immediata, non si presentino come strumentali rispetto a beni di fondamentale rilevanza, obliterando del tutto la funzione limitatrice della categoria. Se si limitasse l'angolo visuale al solo bene strumentale, senza considerare la legittimazione, derivante dalla salvaguardia di un bene ulteriore, addirittura si conseguirebbe il risultato di tutelare con la sanzione penale il rispetto di complessi di discipline, attribuendo al diritto penale una funzione ancillare, meramente sanzionatoria del rispetto della disciplina extrapenale, finendo con il punire una mera disobbedienza, indipendentemente da qualsivoglia offesa. Inoltre, se si trattasse di veri e propri beni giuridici, come la denominazione lascerebbe intendere, sarebbero meritevoli in sé, senza bisogno di risultare, appunto, strumentali rispetto alla tutela di un bene⁸⁸.

Proprio con l'intento di scongiurare il rischio di un ampliamento indiscriminato della tutela – e in particolare ai fini dell'individuazione del disvalore di evento di una determinata condotta – è stato proposto⁸⁹ uno schema di “seriazione dei beni giuridici”, volto a porre le diverse entità astrattamente ipotizzabili come beni giuridici in un rapporto di progressione, a seconda che siano più o meno attingibili dalla capacità offensiva della condotta. In particolare, partendo dalle entità più prossime alla condotta offensiva, si potrebbe distinguere tra momenti di tutela non propriamente finali, beni giuridici strumentali o fittizi, beni intermedi (veri momenti finali di tutela, offendibili dalla condotta) e beni giuridici finali, talvolta quasi irraggiungibili dalla capacità offensiva della condotta lesiva. Tale ricostruzione sarebbe utile

⁸⁷ Evidenziato, tra gli altri, da MARINUCCI, *Fatto e scriminanti*, cit., p. 204 ss., il quale osserva che la vaghezza dei beni strumentali rischia di far perdere il nesso tra fatto e bene giuridico, mettendo in discussione «tanto la funzione politico-criminale del bene giuridico di delimitazione garantista del fatto quanto quella politico-criminale di incorporazione, nel fatto, di entità realmente offendibili».

⁸⁸ DE FRANCESCO, *Interessi collettivi e tutela penale*, cit., p. 935, criticando la proposta avanzata da DONINI, *Il volto attuale dell'illecito penale*, cit., p. 107, afferma che «a dover essere configurata in chiave “strumentale” dovrebbe essere, piuttosto, la fattispecie e non il bene»; ciò si ripercuoterebbe sulla tecnica di incriminazione, che andrebbe formulata in termini di pericolo: la lesione del bene strumentale rappresenterebbe il rischio dell'offesa all'interesse meritevole di tutela in sé e l'intervento penale si giustificerebbe in quanto volto a prevenirne la lesione. D'altra parte MARINUCCI-DOLCINI, *Corso*, cit., p. 541, con l'affermare che la lesione o messa in pericolo del bene finale è irrilevante ai fini dell'integrazione della fattispecie, sembrano attribuire piena legittimità già alla tutela del bene intermedio o strumentale in sé considerato.

⁸⁹ Da FIORELLA, *Reato in generale (voce)*, cit., p. 797 ss. Questi ritiene che il rispetto del principio di offensività e della tutela di beni giuridici pregni di valore potrebbe essere garantito accertando che la formulazione delle disposizioni a salvaguardia dei beni strumentali non vada a discapito della determinatezza e del principio di offensività.

nelle situazioni in cui il contenuto di offesa al bene ultimo appaia così inafferrabile da non poter giustificare l'incriminazione della condotta; in questi casi, l'offesa potrebbe essere invece più facilmente individuabile se riferita a un bene intermedio, più prossimo alla condotta e quindi in grado di mettere in luce la capacità offensiva della stessa. Lo stesso *modus operandi* potrebbe essere in grado, al contrario, di "svelare" la reale essenza di situazioni strumentali, prossime alla condotta⁹⁰, ma tutelate in sé, come può accadere nel caso di presunti beni strumentali che si risolvano nel mero rispetto di una norma.

Tale ricostruzione, con le relative direttive per legislatore e interprete, appare pregevole nella misura in cui consente di mettere meglio a fuoco il rapporto tra condotta e bene; tuttavia, non sembra che le limitazioni proposte siano davvero in grado di arginare l'ipertrofica estensione del catalogo di pseudo-beni, rischiando addirittura di legittimare, in base a opinabili costruzioni, la protezione di entità che beni giuridici non sono, diluendo il contenuto pregnante di tale categoria.

Sempre al fine di contrastare la vaghezza dei beni strumentali è stato proposto anche un meccanismo di concretizzazione⁹¹, che consisterebbe nel valorizzare «la sostanza fattuale che si trova racchiusa nella logica classificatoria dei beni individuali classici»⁹². Tale procedimento consentirebbe di individuare beni davvero offendibili, che sarebbero in grado di svolgere una funzione di limite del fatto tipico⁹³, grazie all'operare del principio di offensività⁹⁴.

Tuttavia, per quanto queste e numerose altre proposte sul tema siano significative nel porre l'attenzione su specifici aspetti problematici, non sembra che si sia ancora giunti a una soluzione in grado di determinare un superamento del problema delineato; né, come pure è stato prospettato⁹⁵, sembra condivisibile il rassegnarsi ad un mutamento dei caratteri ritenuti

⁹⁰ MARINUCCI, *Relazione di sintesi*, cit., p. 340 sottolinea il rapporto tra fisionomia dei beni e tecniche di tutela. In relazione al rapporto tra beni superindividuali, beni strumentali, tecniche di tutela e concretizzazione dei beni v. MARINUCCI DOLCINI, *Corso*, cit., p. 540 ss. (in particolare p. 542 sulle funzioni di vigilanza della Banca d'Italia e della Consob), nonché MARINUCCI, *Fatto e scriminanti*, cit., p. 207 ss.

⁹¹ Da MARINUCCI, *Fatto e scriminanti*, cit., p. 205, al fine di "fare uscire allo scoperto", nel fatto, il correlativo bene offeso (e tutelato).

⁹² MARINUCCI, loc. cit. La capacità limitatrice del bene e la sua offendibilità sarebbero messe in evidenza prendendo in considerazione non "la vita in sé", come entità astratta, ma le vite dei singoli Tizio, Caio, Sempronio, in quanto solo queste potrebbero essere concretamente offese; ciò varrebbe per tutti gli altri beni, individuali o superindividuali.

⁹³ Numerosi autori hanno proposto meccanismi e criteri volti a determinare una più razionale individuazione degli oggetti legittimamente tutelabili. Tra gli altri, v. la lettura dei principi costituzionali operata da ANGIONI, *Contenuto e funzioni*, cit., p. 165 ss., nonché PALAZZO, *I confini della tutela penale*, cit., p. 466, che propone l'uso di tre criteri: il riferimento al carattere personalistico dell'interesse, la rilevanza sociale dell'interesse tutelato e dell'offesa e la concretizzazione dell'interesse e dell'offesa.

⁹⁴ Tra gli altri, critica il meccanismo di concretizzazione proposto da Marinucci DE FRANCESCO, *Interessi collettivi e tutela penale*, cit., p. 938 ss.

⁹⁵ MANTOVANI, *Diritto penale*, cit., p. 199, che sembra proporre un concetto di bene giuridico "flessibile", in grado di rispondere alle esigenze della società contemporanea; MARINUCCI-DOLCINI, *Corso*, cit., p.

essenziali al concetto di bene giuridico. Un eccessivo ampliamento di tale concetto, infatti, o una sua acritica rivisitazione secondo le esigenze del diritto penale “moderno” finirebbero con il lasciarne soltanto una forma vuota, ormai priva di contenuto e utilità.

Dal breve *excursus* effettuato, sebbene con riferimenti molto essenziali e una necessaria semplificazione delle numerose problematiche, appare che, a tutt’oggi, la teoria del bene giuridico non è stata ancora in grado di individuare un preciso catalogo di beni legittimamente tutelabili, ben definiti e ordinati gerarchicamente. Forse questo non sarà possibile nemmeno in futuro. Quello che appare certo, però, è che già dalle indicazioni di massima delineate in queste pagine si ricavano dei criteri, che acquistano vincolatività grazie all’aggancio costituzionale, che, pur non potendo rispondere esaustivamente a tutti i quesiti circa gli oggetti della tutela, tuttavia segnano delle imprescindibili direttrici ai fini della interpretazione, delimitazione e critica delle fattispecie vigente, in un’ottica sistematica. Non sembra utile, allora, rinunciare, in ragione della presunta non esaustività dei risultati⁹⁶, anche a quelle acquisizioni che appaiono stabili, sistematicamente coerenti e vincolanti perché fondate sulle previsioni costituzionali.

Bene giuridico e disciplina dei mercati finanziari

Dalle ricostruzione effettuata circa la struttura e l’organizzazione della disciplina dei mercati finanziari emergono diversi elementi caratterizzanti.

Si tratta di una disciplina introdotta, in tempi relativamente recenti, per far fronte a nuovi bisogni di tutela, relativi a interessi superindividuali⁹⁷, che si possono collocare nel più vasto fenomeno di emersione di beni giuridici ad ampio spettro che si è verificato a partire dagli anni ’60 del secolo scorso⁹⁸.

Inoltre, le fattispecie penali relative ai mercati finanziari sono poste in larga parte a presidio di assetti di disciplina determinati da altri rami dell’ordinamento, con la conseguenza

550; AMBROSETTI-MEZZETTI-RONCO, *Diritto penale dell’impresa*, Torino, 2012, p. 24 sui beni giuridici in ambito economico e su un presunto diverso atteggiarsi del principio di determinatezza nei reati economici.

⁹⁶ Lo stesso Hassemer sembra ritenere, in ultima analisi, che il bene giuridico non possa offrire, da solo, una risposta alle domande circa gli oggetti della tutela; né potrebbe essere in grado di fornire un catalogo preciso e definito degli oggetti di tutela, tanto meno una gerarchia. Tuttavia la sua funzione non sarebbe, solo per questo, meno essenziale. V. HASSEMER, *Theorie und Soziologie*, cit., p. 221 ss.; ID., *Grundlinien einer personalen Rechtsgutslehre*, cit., p. 167.

⁹⁷ Sul rapporto tra tali interessi e i reati economici cfr. PEDRAZZI, *Interessi economici e tutela penale*, cit., p. 299 ss.

⁹⁸ Per tutti SGUBBI, *Tutela penale di «interessi diffusi»*, cit., p. 439 ss.; DE VITA, *I reati a soggetto passivo indeterminato*, cit.

di essere deputate a svolgere una funzione meramente sanzionatoria, punendo il mancato rispetto della normativa extra-penale.⁹⁹ In questo contesto appare difficilmente individuabile un'entità pre-positiva che appaia meritevole di tutela: non esisterebbe un interesse rilevante in sé e per sé, ma al massimo l'interesse al rispetto della normativa di settore, che nascerebbe e si esaurirebbe con la normativa stessa. Queste considerazioni trovano conferma già nella struttura stessa del T.U.F., che nelle diverse sezioni descrive condizioni di esercizio delle diverse attività, obblighi, divieti, compiti delle autorità amministrative etc., mentre in chiusura sono individuate sanzioni penali che hanno per presupposto la violazione delle regole precedentemente dettate.

Tali due circostanze rendono particolarmente ardua l'individuazione del bene giuridico tutelato, tanto che illustri Autori¹⁰⁰ hanno visto nella disciplina dei mercati finanziari un'ipotesi paradigmatica della "crisi" del bene giuridico e hanno dubitato della possibilità di individuare un oggetto della tutela che sfugga alle obiezioni circa lo svuotamento di contenuto di tale categoria e il mancato rispetto del principio di offensività. Nel diritto penale "moderno"¹⁰¹, e

⁹⁹ Lo nota, tra gli altri, PEDRAZZI, *Mercati finanziari (nuova disciplina penale)*, cit., p. 188.

¹⁰⁰ PEDRAZZI, *Interessi economici e tutela penale*, cit., p. 306 ss., ritiene che «la connotazione economica accentui la problematicità della categoria del bene giuridico e ne metta in questione la funzionalità», in quanto l'aspirazione a una fondazione "materiale" del bene giuridico resterebbe frustrata di fronte alla necessità di apprestare una tutela a strutture costituite dagli ordinamenti positivi. L'effetto sarebbe che «la matrice politico-economica esalta la relatività storica di questa branca del sistema penale e rende altamente controversi i beni tutelati, i quali incontrano un limitato grado di accettazione in seno alla collettività». Il rischio, in questa materia, sarebbe o di accontentarsi di formule estremamente ampie, caratterizzate da scarso valore euristico, o di cadere in "razionalizzazioni semplicistiche di scelte legislative travagliate". Questo fenomeno deriverebbe, tra l'altro, dal fatto che, in campo economico, l'intervento normativo opera in settori e situazioni caratterizzati da una pluralità di interessi e controinteressi, per cui appare difficile individuare un interesse immediatamente e assolutamente dominante, che si imponga sugli altri. Per questo motivo spesso la dottrina propenderebbe per la soluzione della pluri-offensività, «indicativa di oggettività giuridiche a basso profilo, malamente distinguibili dalla *ratio* complessiva della norma. La stessa contrapposizione tra oggetto e motivazione della tutela si fa evanescente». Nell'ambito dei reati economici non aiuterebbe, ad opinione dell'illustre Autore, nemmeno il riferimento alla Costituzione, che mai come in questa materia sarebbe priva di direttive univoche e vincolanti. Con specifico riferimento agli abusi di mercato v. VOLK, *Abuso del mercato e diritto penale*, in *Crit. dir.*, 1-4/2009, il quale afferma che ormai il principio della tutela dei beni giuridici "stia solo sulla carta". Da ultimo CONSULICH, *La giustizia e il mercato*, cit., p. 301 ss. ritiene che nel settore degli abusi di mercato non possa trovare posto il principio di offensività, proprio a causa «della dissoluzione del bene giuridico, da una parte, e dell'emersione di un'offesa da intendere come incompatibilità tra la condotta ed una esigenza politico-criminale di ordine economico, dall'altra».

¹⁰¹ Per considerazioni circa questa definizione v. BARATTA, *Prefazione*, in MOCCIA, *La promessa non mantenuta. Ruolo e prospettive del principio di determinatezza/tassatività nel sistema penale italiano*, Napoli, 2001, p. XIII ss.; DONINI, *Il volto attuale dell'illecito penale*, cit., p. 97 ss. HASSEMER, *Grundlinien einer personalen Rechtsgutslehre*, cit., p. 164 ritiene che l'economia, l'ambiente e il traffico di stupefacenti siano tra i settori nei quali si noterebbero di più le tendenze del diritto penale moderno. Strumento tipico di questi ambiti di tutela è il pericolo astratto. Ciò comporterebbe, in primo luogo, un impoverimento delle condizioni per la rilevanza penale: invece che una vittima visibile e individuabile, invece che una dannosità percepibile ci si accontenterebbe della prova di un comportamento pericoloso. Il problema è che il concetto di bene giuridico può funzionare come correzione e limite alla politica criminale solo fino a quando i beni da tutelare penalmente siano chiaramente descritti: la vaghezza del concetto di bene giuridico e l'inefficacia della dottrina del bene giuridico vanno, dunque, di pari passo. Tuttavia, l'illustre studioso riconosce che le

nello specifico nel settore che ci occupa, non si potrebbe identificare un bene giuridico prepositivo, offendibile, tutelabile, ma, a seconda delle opinioni e dei punti di vista adottati, *rationes* di tutela o tutela di funzioni.

Addirittura, per alcuni autori, il bene giuridico avrebbe perso la sua funzione critica, di limite¹⁰² al diritto penale e finirebbe, al contrario, per legittimare qualunque norma¹⁰³; a questo fenomeno si accompagnerebbe la svalutazione dei principi di sussidiarietà e frammentarietà.

Una conseguenza della fisionomia dei nuovi oggetti tutelati sarebbe anche l'estensione dell'area dei reati di pericolo, soprattutto presunto, che supplirebbe alla frequente difficoltà (se non all'impossibilità) di individuare un evento in termini di lesione; ciò è particolarmente vero nel diritto penale dell'economia, in cui la tutela di beni ad ampio spettro ed ideali rende l'offesa sfuggente e porta a prediligere il modello del pericolo sia per apprestare una più efficace tutela al bene, sia per aggirare problemi di formulazione della fattispecie e probatori¹⁰⁴ (si pensi, per fare solo un esempio, alla categoria dei reati contro l'economia pubblica; ma anche la stessa manipolazione del mercato non sfugge alla medesima considerazione, essendo sufficiente, per integrare la fattispecie, che le notizie, le operazioni o gli artifici siano "...concretamente idonei a provocare una sensibile alterazione del prezzo...").

Ancora, conseguenza della tendenza esposta sarebbe anche l'aumento dei reati cd. artificiali (o "di pura creazione legislativa")¹⁰⁵, cioè di reati che puniscono condotte la cui illiceità può essere percepita solo attraverso la conoscenza della norma incriminatrice della cui violazione si tratta, in quanto le condotte incriminate mancano di una intrinseca illiceità e vengono realizzate in un contesto di base lecito.

Se tutte queste considerazioni sono vere, e se la fattispecie di manipolazione del mercato può essere ricondotta al paradigma delineato, forse il tentativo di individuare un bene

società moderne presentano nuove possibilità di azione e di lesione, con la creazione di situazioni con cui la dottrina del bene giuridico deve, in qualche modo, fare i conti. COCCO, *Beni giuridici funzionali versus bene giuridico personalistico*, cit., p. 172 ss. e, in particolare, p. 194 ss., elenca (citando SCHÜNEMANN, *Kritische Anmerkungen zur geistigen Situation der deutschen Strafrechtswissenschaft*, in *GA*, 1995, p. 202 ss.) le condizioni necessarie affinché "il diritto penale possa assolvere il suo compito di tutela di beni giuridici anche con riguardo alle regole di distribuzione del mercato contemporaneo". Nella dottrina tedesca, sulla "eterogeneità" del diritto penale moderno v. ANASTASOPOULOU, *Deliktstypen zum Schutz kollektiver Rechtsgüter*, cit., p. 236 ss.

¹⁰² Per considerazioni circa i rapporti tra capacità limitatrice del bene giuridico e beni superindividuali di recente emersione v. ANASTASOPOULOU, *Deliktstypen zum Schutz kollektiver Rechtsgüter*, cit., p. 275 ss.

¹⁰³ Così VOLK, *Diritto penale ed economia*, cit., p. 198 ss., che individua le ragioni di questo fenomeno nell'uso diffusissimo della categoria del pericolo, che porterebbe ad accontentarsi di una valutazione in termini di rischio per un qualunque bene giuridico, e nello sbiadirsi del collegamento, anche solo virtuale, con un interesse individuale, che rende tali beni giuridici, "di artificialità postmoderna, facili da costruire e difficili da criticare"; HASSEMER, *Theorie und Soziologie*, cit., p. 231 parla di "volatilizzazione" dei beni giuridici.

¹⁰⁴ Sul punto, per tutti, MOCCIA, *Dalla tutela di beni alla tutela di funzioni*, cit., p. 343 ss.; PEDRAZZI, *Problemi di tecnica legislativa*, cit., p. 42 ss.

¹⁰⁵ Su questa categoria v. FIANDACA-MUSCO, *Diritto penale. Parte generale*, cit., p. 365 ss.

giuridico legittimamente tutelabile dalla fattispecie non potrà produrre risultati soddisfacenti. Ciononostante appare indispensabile, in vista di una completa analisi della fattispecie e delle sue implicazioni, ma anche in una prospettiva di riforma, procedere alla ricerca di un legittimo oggetto della tutela.

Risulta difficile, infatti, interpretare la fattispecie, verificare il rispetto del principio di offensività e delimitare l'ambito applicativo della norma in mancanza di una previa individuazione dell'oggetto della tutela¹⁰⁶.

In primo luogo occorrerà valutare, con riguardo agli interessi tutelati individuati nel corso del tempo, se ce ne siano che appaiano allo stesso tempo meritevoli di tutela e realmente congruenti con l'attuale formulazione della fattispecie, in base a una prospettiva costituzionale. Ciò sarà anche utile a verificare se davvero l'intero impianto del mercato finanziario sia caratterizzato dalla tutela di funzioni o, comunque, di pseudo-beni, o se sia possibile operare una distinzione tra diverse ipotesi. In secondo luogo, bisognerà valutare se i beni così individuati presentino quell'afferrabilità tale da poter costituire validamente il referente della tutela penale e da poter fondare il rispetto dei principi di offensività, sussidiarietà ed effettività.

Le diverse tesi circa l'interesse tutelato: l'economia pubblica

Una prima opinione, che fa leva anche sulla riconducibilità della manipolazione del mercato al più generale modello dell'aggraviamento punito dall'art. 501 c.p., ritiene che oggetto della tutela sia l'economia pubblica¹⁰⁷.

Tale concetto appare vago e di difficile delimitazione, tanto che numerosissime sono le definizioni proposte; in via di prima approssimazione, si possono prendere in considerazione

¹⁰⁶ Sul punto v. MANES, *Il principio di offensività nel diritto penale*, cit., p. 75 e 201, che afferma: «...il principio di offensività è legato alla previa individuazione degli oggetti di tutela da un "bisogno fusionale di dipendenza", perché senza un punto predeterminato e preindividuato sul quale parametrare e verificare la lesività della condotta, essa è predicabile di fronte a qualunque comportamento tipico; dato che questo risulta sempre offensivo se il bene giuridico viene ricostruito, appunto, come semplice "travestimento formale" della tipicità (e non come dato esterno e ulteriore capace di offrirsi davvero come termine di confronto, e/o come "stella polare" per una ermeneutica sostanzialistica)».

¹⁰⁷ Su tale concetto, in generale cfr. CONTI, *Economia pubblica, industria e commercio (delitti contro)*, in *Nss. Dig. It.*, vol. VI, Torino, 1960, p. 369 ss.; PATERNITI, *Economia pubblica (delitti contro l')*, in *Enc. Giur.*, vol. XII, Roma, 1989; FIANDACA-MUSCO, *Diritto penale. Parte speciale*, cit., p. 634 ss.; per una completa ricostruzione e rivisitazione del concetto si veda FORNASARI, *Il concetto di economia pubblica nel diritto penale*, Milano, 1994, *passim*.

due diverse ricostruzioni¹⁰⁸ dell'economia pubblica. In primo luogo, si può intendere come sinonimo di ricchezza collettiva o di potenziale economico della nazione; questa definizione sarebbe funzionale all'ideologia fascista che ha orientato il legislatore del '30, in quanto tutela come economia pubblica la potenza economica nazionale, da contrapporsi a quella degli altri Stati. In una seconda accezione, l'economia pubblica potrebbe essere intesa come l'insieme delle strutture e dei meccanismi istituzionali¹⁰⁹ di un sistema economico storicamente dato. In questo secondo senso, l'economia pubblica si avvicina di più al concetto di ordine economico¹¹⁰, che presenterebbe un'offensività di tipo particolare, consistente non tanto in una dannosità concreta e percepibile, ma nell'incompatibilità con le tendenze programmatiche del sistema.

Con riferimento all'originaria incriminazione dell'aggiotaggio (art. 501 c.p.) non vi sono dubbi circa il fatto che, almeno nelle intenzioni (o nelle affermazioni¹¹¹) del legislatore, oggetto della tutela dovesse essere l'economia pubblica, in quanto la fattispecie è inserita tra i delitti contro l'economia pubblica, l'industria e il commercio.

Resta da chiarire, però, in primo luogo il significato da attribuire in concreto a questa espressione, e in secondo luogo se tale oggetto della tutela possa essere esteso anche all'attuale fattispecie di manipolazione del mercato, in quanto ipotesi "speciale" di aggiotaggio.

¹⁰⁸ Proposte da v. PEDRAZZI, *Interessi economici e tutela penale*, cit., p. 298 ss., il quale peraltro osserva come la formula "economia pubblica" sia estremamente ambigua, tanto che, per usare i suoi termini, «non solo è inutilizzabile come oggettività giuridica specifica, ma appare anche eccessivamente generica come oggettività di categoria».

¹⁰⁹ FORNASARI, *Il concetto di economia pubblica*, cit., p. 153 ss. individua una tendenza legislativa volta a ricollegare le norme del titolo VIII del codice penale ai compiti funzionali della pubblica amministrazione in campo economico, con la conseguente creazione di una oggettività giuridica in grado di astrarre dai singoli beni individuali e collettivi, allo scopo di aggirare problemi probatori e adeguare lo strumento penale all'evoluzione delle attività economiche e alla necessità di controllarle. Tale impostazione, però, ad opinione dell'Autore finisce col creare artificiosamente un oggetto di tutela penale al solo scopo di superare difficoltà tecniche relative alla formulazione della fattispecie. A volte sarebbe rinvenibile un collegamento con un interesse giuridico meritevole di tutela (normalmente di natura patrimoniale in senso lato), ma si ritiene, in via interpretativa, che se ne possa anche prescindere; altre volte le fattispecie rappresentano una tale anticipazione della tutela da rendere impossibile qualunque collegamento a una qualsivoglia oggettività giuridica legittimamente tutelabile penalmente.

¹¹⁰ PEDRAZZI, *Interessi economici e tutela penale*, cit., p. 299 sottolinea come tale bene sia ideale: e ciò non solo nel senso che non presenterebbe un'oggettività materiale, ma anche nel senso che si tratterebbe di un obiettivo tendenziale, una mera aspirazione mai pienamente raggiungibile.

¹¹¹ Cfr. la suggestiva tesi di MAZZACUVA, *Delitti contro l'economia pubblica, l'industria e il commercio*, in F. BRICOLA – V. ZAGREBELSKY (a cura di), *Giurisprudenza sistematica di diritto penale*, Torino, 1996, p. 586 ss., che ipotizza che i compilatori del codice abbiano volontariamente formulato fattispecie dalla forte valenza simbolica ma inapplicabili nella pratica.

Quanto al primo quesito sembra convincente, almeno nella prospettiva dei compilatori del codice, l'opinione¹¹² che considera l'economia pubblica tutelata in quanto espressione e, allo stesso tempo, baluardo della potenza nazionale. L'intenzione del legislatore appare inequivoca. È sufficiente leggere un breve stralcio della Relazione ministeriale, che, in relazione ai delitti di cui al titolo VIII, afferma: «Le disposizioni di questo titolo hanno stretto riferimento alle nuove concezioni politiche e sociali della dottrina fascista, dappoichè esse intendono apprestare un'efficace e specifica difesa degli istituti e dei presupposti fondamentali dello Stato corporativo, quale fu creato e si viene organizzando sulla scorta dei principi fissati nella Carta del lavoro. La opportunità d'una più rigorosa tutela della produzione nazionale è, infatti, in diretto rapporto con il fine supremo che alla produzione stessa è assegnato: l'affermazione, lo sviluppo della potenza nazionale»¹¹³. Lo dimostrerebbe, poi, a tacer d'altro, la norma sull'aggiotaggio, che punisce chiunque pubblica o altrimenti divulga notizie false, esagerate o tendenziose o adopera altri artifici atti a cagionare un aumento o una diminuzione del prezzo delle merci al fine di turbare il mercato interno dei valori o delle merci, dove il dolo specifico richiesto per l'integrazione della fattispecie è espressivo proprio del maggior disvalore espresso dal possibile danno al solo mercato interno.

Intesa l'economia pubblica nel senso descritto, cioè a tutela del sistema economico così come ideato dal legislatore fascista e in un'ottica di salvaguardia e rafforzamento della potenza nazionale, è stato paventato¹¹⁴ il rischio che venisse meno il riferimento, ritenuto da taluni¹¹⁵ ineliminabile, a una cerchia indeterminata di soggetti; la fattispecie tutelerebbe, allora, non tanto la comunità statale, intesa come la totalità dei cittadini riuniti in una forma statale, quanto lo Stato in sé, quale “corpo sociale politicamente organizzato e personificato”. Tuttavia, tale preoccupazione sembra senz'altro superabile: la fattispecie appare come un'aspirazione, un altisonante proclama dalla forte valenza simbolica¹¹⁶, ma nella lettera della norma non è possibile rinvenire una tutela della personalità dello Stato, restando invece fermo il riferimento all'economia pubblica¹¹⁷.

¹¹² PEDRAZZI, *Problemi del delitto di aggiotaggio*, cit., p. 31 ss.; FORNASARI, *Il concetto di economia pubblica*, cit., p. 5 ss.

¹¹³ *Relazione ministeriale sul progetto del codice penale*, II, 276, cit. in FORNASARI, *Il concetto di economia pubblica*, cit., p. 10.

¹¹⁴ PEDRAZZI, *Problemi del delitto di aggiotaggio*, cit., p. 32.

¹¹⁵ PEDRAZZI, *Problemi del delitto di aggiotaggio*, cit., p. 30.

¹¹⁶ Sottolinea la valenza simbolica delle norme appartenenti al titolo VIII anche FORNASARI, *Il concetto di economia pubblica*, cit., p. 176, che evidenzia anche come, per rivisitare tale concetto in chiave contemporanea, occorra spogliarlo del significato ideologico; in generale, sulla valenza simbolica del diritto penale si veda BARATTA, *Funzioni strumentali e funzioni simboliche del diritto penale*, cit., p. 19 ss.

¹¹⁷ PEDRAZZI, *Problemi del delitto di aggiotaggio*, cit., p. 33.

Anche accantonata tale perplessità, però, individuando come oggetto della tutela l'economia pubblica nell'accezione appena precisata si presenta - senza voler considerare, in questo momento, le ovvie obiezioni circa l'inaccogliabilità delle premesse su cui si fondava il legislatore del '30 - un inconveniente. Fattispecie previste a tutela di un bene di simile ampiezza sono necessariamente caratterizzate da una significativa sproporzione di scala tra la condotta e l'evento, che tende ad assumere dimensioni macroscopiche e, in quanto tale, è di difficile verifica e quasi impossibile da accertare in concreto per l'indeterminatezza del suo contenuto¹¹⁸. Questa è una caratteristica che accomuna tutti i delitti previsti dal titolo VIII¹¹⁹ del codice; si consideri, per un esempio, il “grave nocimento alla produzione nazionale” richiesto dall'art. 499 c.p.

Chiarito il senso dell'originaria previsione codicistica, e considerato che l'attuale manipolazione del mercato vi è strettamente connessa, rappresentandone una specificazione, anche se con alcune peculiarità, bisogna domandarsi se sia ipotizzabile l'identificazione del bene giuridico tutelato da quest'ultima con l'economia pubblica¹²⁰.

Quest'ultima espressione, però, non dovendo e non potendo più essere intesa secondo gli accenti nazionalisti propri del legislatore fascista, dovrebbe essere riempita di un nuovo significato: occorre chiarire quale.

Si potrebbe, di nuovo, intendere l'economia pubblica come ordine economico; in questo senso, la manipolazione del mercato potrebbe essere senz'altro riconducibile a tale interesse, ma non di un bene si tratterebbe, quanto di una *ratio* di tutela, dello scopo che la norma persegue¹²¹: il legislatore punisce la manipolazione in quanto contraria agli obiettivi e alle regole che l'ordinamento stesso si è posto in termini di conservazione e reinvestimento delle risorse. Intesa in questo senso, la manipolazione del mercato punirebbe le condotte che

¹¹⁸ PEDRAZZI, *Problemi di tecnica legislativa*, cit., p. 33, parla di “gigantismo”. Di fronte a fattispecie così strutturate, sorge il dubbio circa l'effettiva possibilità di individuare e delimitare una lesione o anche solo un pericolo, mancando un referente chiaramente individuato, con la conseguenza che al bene giuridico resterebbe da assolvere, al più, una funzione classificatoria.

¹¹⁹ Tra gli altri, rilevano questo aspetto FIANDACA-MUSCO, *Diritto penale. Parte speciale*, cit., p. 634, sottolineando come una tale configurazione abbia condannato le fattispecie in esame a una sostanziale disapplicazione.

¹²⁰ FORNASARI, *Il concetto di economia pubblica*, cit., p. 3, indica tra gli obiettivi del suo ampio lavoro, una volta individuate le matrici e il significato dell'economia pubblica all'epoca dell'emanazione del codice, proprio quello di valutare se il concetto di economia pubblica, spogliato delle connotazioni ideologiche, possa farsi carico di nuovi interessi meritevoli di tutela.

¹²¹ Sulla concezione metodologica, che riduce il bene giuridico allo “scopo, assegnato dal legislatore alle singole disposizioni penali, nella sua formula più breve” v. ANGIONI, *Contenuto e funzioni*, cit., p. 20 ss., che qui cita HONIG, *Die Einwilligung*, cit., p. 94. Come si è accennato supra, par. 2 una tale concezione può essere utile a fini esegetici, ma nessuna funzione può esercitare dal punto di vista dommatico o critico. Secondo questa concezione, il bene giuridico non riguarda più il substrato materiale del reato e, dunque, non riguarda più l'oggetto della tutela e dell'offesa. Oggetto dell'offesa e *ratio* dell'offesa, dunque, sono concetti nettamente distinti, che solo occasionalmente possono venire a coincidere, come accade per esempio nel caso dell'omicidio. Sul punto v. anche MANTOVANI, *Diritto penale*, cit., p. 194.

violano le regole e gli obiettivi che l'ordinamento si è dato. Non sarebbe percepibile un reale contenuto d'offesa, una dannosità sociale; d'altra parte, mancherebbe un oggetto della tutela individuabile e percepibile. Tale soluzione, dunque, non può essere considerata soddisfacente¹²².

Sempre facendo riferimento agli elementi già delineati, si potrebbe intendere l'economia pubblica come un complesso di interessi a carattere economico appartenenti alla comunità statale nel suo insieme. Anche accogliendo questa definizione la fattispecie in esame sembra in qualche modo riconducibile all'economia pubblica: non è difficile collegare alla (possibile) sensibile alterazione dei prezzi delle conseguenze economiche, che potrebbero essere intese tanto quanto un pregiudizio patrimoniale per gli investitori, quanto una perdita complessiva di ricchezza a livello nazionale. Questi aspetti vanno, però, maggiormente specificati per valutare se il concetto che se ne ricava possieda una valenza euristica o meno.

Autorevole dottrina¹²³ ritiene che le fattispecie contenute nel T.U.F., nel loro complesso, siano riconducibili all'«interesse ad una ottimale allocazione delle risorse economiche e alla trasparenza e correttezza dell'attività di quanti si rivolgono al risparmio collettivo e si offrono di gestirlo, in una generale prospettiva di tutela del patrimonio degli investitori», interesse che sarebbe comunque sintetizzabile nel bene dell'economia pubblica, in cui conviverebbero una prospettiva microeconomica (la tutela dei patrimoni individuali degli investitori) ed una macroeconomica (relativa alla funzionalità delle autorità di vigilanza).

L'autore si domanda se questa accezione del bene dell'economia pubblica trovi completa espressione nei principi costituzionali o se vada ricostruita anche facendo riferimento al tipo di politica economica posta in essere in un determinato periodo. Dagli artt. 3 e 41 Cost. emergerebbe, a suo avviso, un sistema misto, in cui la libertà di iniziativa economica deve trovare il suo limite nell'utilità sociale; da ciò deriverebbe il conferimento di un'ampia discrezionalità al legislatore¹²⁴, le cui scelte incriminatrici si fonderebbero sulla contrarietà alla politica economica da esso stesso delineata. Non sarebbe sufficiente a definire

¹²² Conclude in questo senso anche BRICOLA, *Profili penali della disciplina del mercato finanziario*, ora in *Scritti di diritto penale*, Milano, 1997, p. 3451, che ritiene l'ordine economico, l'economia pubblica e il mercato finanziario concetti evanescenti e di ordine macroeconomico.

¹²³ SEMINARA, *Tutela penale del mercato finanziario*, cit., p. 518 ss.

¹²⁴ Tuttavia, ad opinione dell'Autore, da ciò non si dovrebbe concludere che la tutela dell'economia pubblica costituisca oggetto di disciplina e non di tutela (p. 520); su questo aspetto cfr. anche FORNASARI, *Il concetto di economia pubblica*, cit., p. 131 ss.; PADOVANI, *Diritto penale della prevenzione e mercato finanziario*, in *RIDPP*, 1995, fasc. 3, p. 637 ss. PEDRAZZI, *Interessi economici e tutela penale*, cit., p. 307.

l'economia pubblica in maniera assoluta nemmeno il riferimento all'art. 47 Cost., che riguarderebbe esclusivamente un "risparmio limitato e a lenta formazione"¹²⁵.

In ogni caso, anche se la tutela dell'economia pubblica non appare pienamente definita dai riferimenti costituzionali, l'opinione che nega la legittimità di tale oggetto di tutela in base all'argomento che non si tratterebbe di bene giuridico sarebbe da respingere, in quanto legata a una concezione troppo materiale e individualistica dell'idea di bene giuridico, concezione che appare incompatibile con gli attuali sviluppi dell'ordinamento giuridico e delle esigenze di tutela. In questa prospettiva, il funzionamento e l'efficienza dei mercati finanziari appaiono indubbiamente¹²⁶ essenziali per il corretto funzionamento del sistema economico¹²⁷.

La tesi in esame presenta senza dubbio il pregio di cercare di attualizzare e definire il concetto di economia pubblica, in particolare attraverso l'aggancio alla Carta costituzionale; tuttavia, non sembra arrivare a risultati soddisfacenti, dal momento che oggetto della tutela, in ultima analisi, finirebbe con essere il corretto andamento del sistema economico, per il quale il funzionamento dei mercati rappresenterebbe una condizione necessaria. Di nuovo, però, l'ordinamento non farebbe altro che sanzionare penalmente il mancato rispetto delle regole che esso stesso si è dato; l'ulteriore profilo dell'economia pubblica appare troppo inafferrabile, il collegamento con la condotta troppo vago, perché il riferimento ad esso sia appagante. Questa affermazione, come è evidente, si risolve ancora in una mera *ratio* di tutela, che quindi nessuna funzione potrebbe svolgere.

Una seconda ricostruzione¹²⁸, facendo riferimento alla notizia di *insider* nel reato di abuso di informazioni privilegiate, ritiene che questa acquisterebbe rilievo solo in quanto incisiva sulla razionalità economica dell'investitore, ovvero sulla possibilità di assumere decisioni razionali sulla base dell'informazione. Nello specifico, l'offesa che ne deriverebbe sarebbe di carattere patrimoniale¹²⁹, in quanto sarebbe idonea a determinare una perdita o un mancato guadagno a causa della mancata disposizione dell'informazione rilevante. A questo punto si rende, per l'Autore, necessario un chiarimento: tradizionalmente, un possibile discrimine tra patrimonio ed economia pubblica si fonderebbe sulla riconducibilità

¹²⁵ Per le diverse accezioni di risparmio, variabili nel corso del tempo, v. SGUBBI, *Il risparmio come oggetto di tutela penale*, cit.

¹²⁶ PEDRAZZI, *Problemi di tecnica legislativa*, cit., p. 35, osserva come sia molto diffusa la convinzione circa la dannosità delle condotte offensive del funzionamento dei mercati finanziari, anche se a un maggiore approfondimento risulta difficile circoscrivere sia l'interesse rilevante che una sua eventuale offesa.

¹²⁷ Sul punto cfr. ALESSANDRI, *Gli abusi di mercato*, cit., p. 65 ss.; MARINUCCI-DOLCINI, *Corso di diritto penale*, cit., p. 550.

¹²⁸ Anche se elaborate in tema di *insider trading*, le considerazioni di MASUCCI, *Abusi di mercato*, in FIORELLA (a cura di) *Questioni fondamentali della parte speciale del diritto penale*, p. 231 ss. sembrano estendibili anche alla manipolazione del mercato, sia per l'oggetto trattato che per la natura delle argomentazioni usate.

¹²⁹ L'Autore giunge a questa conclusione anche sulla base dell'interpretazione di una sentenza della Corte di Giustizia dell'Unione Europea, datata 23/12/2009, proc. C-45/08.

dell'interesse economico a sfere individuali di ricchezza, riferibili a una o più persone determinate, o, invece, a una serie indeterminata di soggetti¹³⁰. Ricondurre la fattispecie all'economia pubblica, intesa in questa accezione, significherebbe, però, configurare l'offesa necessariamente in termini di pericolo, in quanto ancorarla all'accertamento di un danno effettivo a una serie indeterminata di soggetti vorrebbe dire condannarla all'inerzia, in ragione della difficile verifica di un tale evento e, soprattutto, della sua pressoché impossibile verificabilità. L'Autore propone, allora, una diversa categoria: non più di economia pubblica si dovrebbe parlare, in quanto tale espressione sottenderebbe il riferimento alla ricchezza di un intero settore di mercato o di un corpo unificato di persone, cioè una ricchezza collettiva e collegata al governo delle istituzioni economiche, ma di patrimonio del pubblico, il che manterrebbe la connotazione dell'oggetto di tutela come superindividuale, riferito a una cerchia indeterminata di soggetti, ma garantirebbe anche un collegamento stringente con una pluralità di interessi a carattere patrimoniale, organizzati e non.

Questa soluzione appare condivisibile nella parte in cui si sforza di individuare un oggetto di tutela che si sottragga alle obiezioni in termini di inafferrabilità e indeterminatezza che necessariamente connotano il concetto di economia pubblica. La ricerca di un collegamento più stringente con un interesse afferrabile e circoscrivibile che consenta di svolgere una funzione limitatrice e di rispettare il principio di offensività è senza dubbio indispensabile; appare dubbio, però, che il concetto di patrimonio del pubblico, anche se tratteggiato in termini così essenziali, possa effettivamente esprimere il contenuto di offesa insito nella fattispecie.

Una ulteriore, ampia elaborazione¹³¹ prende le mosse dalla distinzione, già accennata, tra una tutela patrimoniale e una tutela dell'economia pubblica, o anche tra patrimonio pubblico e privato, che sarebbero differenti sul piano quantitativo e qualitativo. Quantitativo perché il patrimonio privato sarebbe riconducibile a singoli interessi individuali, mentre quello pubblico includerebbe la ricchezza di un numero indeterminato di soggetti, pubblici e privati. Qualitativo, invece, perché, benché entrambe le entità siano informate a determinati scopi, questi nel patrimonio privato possono anche venire meno, mentre sono ineliminabili nel patrimonio pubblico, che è caratterizzato da una pianificazione burocratica finalizzata all'interesse collettivo, per cui la funzione di direzione e regolamentazione dell'economia è necessaria anche se il mercato è tendenzialmente libero. Pur collegando tale bene alla tutela del

¹³⁰ In questo senso già PEDRAZZI, *Problemi del delitto di aggio*, cit., p. 33: tanto il titolo VIII quanto anche il titolo XIII (relativo al patrimonio) del codice fanno riferimento a interessi *lato sensu* economici: il discrimine tra interessi patrimoniali dei singoli, pubblici e privati, ed economia pubblica, starebbe nella diversa titolarità dell'interesse: individuale nel primo caso, collettivo o diffuso nel secondo.

¹³¹ FORNASARI, *Il concetto di economia pubblica*, cit., p. 212 ss.

patrimonio, viene rimarcata la dimensione superindividuale di esso, che ne fonda la tutela in ragione della destinazione delle risorse, vero elemento caratterizzante l'economia pubblica¹³².

Nello specifico, questo dato consentirebbe di meglio afferrare e distinguere il bene in parola, ma soprattutto permetterebbe di operare una delimitazione in termini di sussidiarietà e offensività. Il bene dell'economia pubblica, così individuato, trova anche una copertura costituzionale nell'art. 41 co. 3 Cost., che subordina la tutela dell'iniziativa economica alla direzione verso fini sociali. Allo stesso tempo, tale concezione sarebbe ben compatibile con quella personalistica del bene giuridico, che non implica affatto l'esclusione di quei beni che non siano riconducibili esclusivamente a singoli soggetti: anche i beni universali trovano piena legittimazione, nella misura in cui siano funzionali all'esplicazione e allo sviluppo della personalità umana, circostanza che, in un'ottica di Stato sociale indirizzato a fini solidaristici, sicuramente sussiste.

L'esposta elaborazione appare volta, come del resto è nelle intenzioni dell'Autore, a rifondare, secondo i principi costituzionali e prendendo le distanze dall'ideologia sottesa al codice Rocco, il concetto di economia pubblica. Il risultato è l'individuazione di una categoria che, pur soffrendo dell'indeterminatezza intrinseca di un concetto di così vaste proporzioni, tuttavia cerca di limitare la tutela entro confini definiti, nel rispetto dei principi di sussidiarietà e offensività e con un solido appiglio costituzionale.

Resta da domandarsi, però, se l'economia pubblica così intesa possa ancora essere considerata come oggetto di tutela della manipolazione del mercato. La risposta pare dover essere negativa. È vero, infatti, che tale fattispecie può essere ricondotta a interessi superindividuali che dovranno essere meglio definiti e che possono essere, ipoteticamente e in via di prima approssimazione, ricondotti alla ricchezza nazionale, al patrimonio della collettività, o alla possibilità di esercitare il risparmio in assenza di turbative. Nessuno di questi interessi, però, presenta il carattere che per Fornasari deve necessariamente accompagnarsi alla tutela dell'economia pubblica: quella direttiva di scopo, quella destinazione a fini solidaristici che per esempio può accompagnare l'interesse alla percezione dei tributi, che hanno lo scopo di garantire dei servizi all'intera collettività.

¹³² In ciò la concezione di Fornasari si distingue da quella, per altri versi analoga, di MOCCIA, *Il diritto penale tra essere e valore. Funzione della pena e sistematica teleologica*, Napoli, 1992, p. 269 ss., che inserisce la tutela della finanza pubblica all'interno della prospettiva di tutela del patrimonio. Questa scelta, però, non implica una mancanza di consapevolezza circa le peculiarità della tutela di un patrimonio pubblico, quanto piuttosto il tentativo di rendere un bene tradizionalmente vago e sfuggente il più possibile individuabile e afferrabile, per ragioni di chiarezza e coerenza del sistema. Presupposto indispensabile della concezione dell'Autore è la riformulazione in chiave personalistica del concetto di patrimonio, per cui si veda MOCCIA, *Tutela penale del patrimonio e principi costituzionali*, cit., p. 47 ss.

Come è stato efficacemente notato¹³³, la tutela dei mercati finanziari può essere considerata venata da riflessi macroeconomici a rilevanza pubblicistica, attinenti ad interessi economici riferibili a una pluralità di soggetti; ma manca la connotazione solidaristica che, in base a quest'ultima lettura, dovrebbe sussistere (ed è lecito dubitare che anche nel titolo VIII tale connotazione sia presente; l'elaborazione di Fornasari appare, forse, più adatta a orientare la formulazione di fattispecie *de jure condendo* e a contenere bisogni di tutela di recente emersione, che a interpretare le norme già esistenti in una prospettiva *de jure condito*).

In conclusione, con riguardo alle diverse concezioni di economia pubblica che abbiamo esposto, possiamo affermare che due sono le ipotesi. O si tratta di definizioni talmente generiche¹³⁴ da apparire riconducibili ad un amplissimo novero di fattispecie molto eterogenee; o si tratta di definizioni più limitanti e circostanziate, che cercano di circoscrivere l'area della punibilità alla tutela di un bene effettivamente afferrabile e individuabile, anche in base a un meditato fondamento costituzionale. Nel primo caso, la manipolazione del mercato potrebbe anche essere riconducibile alla tutela dell'economia pubblica; ma tale soluzione appare scarsamente soddisfacente, perché l'espressione in parola risulta essere talmente vaga e inafferrabile da non poter costituire un legittimo oggetto di tutela e da non essere in grado di svolgere alcuna funzione, nemmeno quella sistematica. Nel secondo caso, si pensi in particolare alla concezione di Fornasari, l'identificazione del bene "economia pubblica" appare maggiormente in linea con quelle che sono le esigenze di uno stato sociale di diritto, ma, letta in questi termini, non sembra collegabile alla fattispecie che qui ci impegna. Per questi motivi, anche se l'analisi delle diverse teorie ha fatto emergere degli elementi che potranno caratterizzare l'oggetto della tutela, non ci pare di poter condividere la tesi che lo individua nell'economia pubblica.

¹³³ Da PEDRAZZI, *Mercati finanziari (nuova disciplina penale)*, cit., p. 183 ss., che la definisce "bipolare": da un lato sarebbe volta all'interesse patrimoniale degli investitori, per lo più collettivamente considerati (sulla scorta dell'art. 47 Cost.); dall'altro, mirerebbe anche alla tutela della qualità dei mercati finanziari (in termini di efficienza, affidabilità, competitività), in un'ottica più spiccatamente macroeconomica.

¹³⁴ V. MANES, *Il principio di offensività*, cit., p. 79 ss. sull'utilizzo di beni vaghi e indeterminati per "aggirare" il principio di offensività.

Segue: il corretto funzionamento del mercato e il meccanismo di “naturale” formazione dei prezzi

Per quanto appaia ampiamente condivisa l'idea che la manipolazione del mercato tuteli interessi di rilevanza pubblicistica, parte della dottrina critica l'impostazione che fa esclusivo riferimento all'economia pubblica¹³⁵.

La protezione sarebbe posta, invece, a salvaguardia del corretto funzionamento¹³⁶ o della stabilità del mercato e della corretta formazione dei prezzi¹³⁷; anche se questa opinione è, poi, declinata con accenti diversi.

Tale impostazione, che già si era diffusa in relazione alla fattispecie originariamente inclusa nell'art. 181 d. lgs. n. 58/1998¹³⁸, ha trovato nuovi argomenti a favore con i successivi interventi di riforma.

In particolare, nella relazione al d. lgs. n. 61/2002 è stato precisato come la nuova disposizione, che disciplinava l'aggiotaggio tra i reati societari (art. 2637 c.c.) e riuniva le diverse ipotesi “speciali” di aggiotaggio preesistenti, fosse volta a “tutelare l'economia pubblica ed in particolare il regolare funzionamento del mercato”¹³⁹.

¹³⁵ In questo senso ROSSI, *Le fattispecie penali*, cit., p. 3653, la quale ritiene che tale esclusivo riferimento si risolverebbe nella tutela di un mero interesse di categoria; MELCHIONDA, *Aggiotaggio e manipolazione del mercato*, cit., p. 241 ss.; SEMINARA, *L'aggiotaggio*, cit., p. 543 ss.

¹³⁶ Critica questa posizione PADOVANI, *Diritto penale della prevenzione e mercato finanziario*, cit., p. 641; a favore, invece, PULITANO, *L'anticipazione dell'intervento penale in materia economica*, in *Diritto penale, diritto di prevenzione e processo penale nella disciplina del mercato finanziario*, Torino, 1996, p. 9 ss. Anche TRIPODI, *Informazioni privilegiate e statuto penale del mercato finanziario*, Padova, 2012, p. 73, sembra aperto a questa soluzione e si domanda «se formule vaghe quanto suggestive quali la “fiducia nel mercato”, il “corretto funzionamento del mercato”, la “trasparenza”, utilizzate per descrivere l'oggettività giuridica di talune fattispecie del diritto penale dell'economia, non sottendano il riferimento a interessi sovraindividuali e, ancor prima, se questi ultimi anziché essere significativi della deriva a-critica della categoria del bene giuridico, non possano a determinate condizioni segnare un momento di evoluzione della medesima, senza che tale ipotesi venga stigmatizzata come un tentativo di “salvataggio” di talune figure incriminatrici o, più in generale, come una facile “via di fuga” dal problema».

¹³⁷ In questo senso, anche se con diversi accenti: MELCHIONDA, *Aggiotaggio e manipolazione del mercato*, cit., p. 253 ss.; SEMINARA, *L'aggiotaggio*, cit., p. 247 ss.; MAZZACUVA-AMATI, *Diritto penale dell'economia. Problemi e casi*, Padova, 2013, p. 340 ss.; D'ALESSANDRO, *L'aggiotaggio e la manipolazione del mercato*, cit., p. 777 ss.

¹³⁸ Sul punto v. ROSSI, *Le fattispecie penali*, cit., p. 2653; MUSCO, *I nuovi reati societari*, cit., p. 177.

¹³⁹ A questo riguardo v. MELCHIONDA, *Aggiotaggio e manipolazione del mercato*, cit., p. 253, il quale rileva, anche se con riguardo alla prima riformulazione dell'art. 2637 c.c., come il riferimento a tali oggetti di tutela non fosse in grado di esprimere in maniera pregnante la dimensione offensiva dei fatti inclusi nella nuova disposizione. Nello specifico, la categoria dell'economia pubblica risulterebbe connotata da una ineliminabile inafferrabilità, e lo stesso concetto di mercato non sarebbe univoco, ma suscettibile di essere inteso e delimitato secondo accezioni diverse. L'Autore ritiene che la nozione di mercato vada intesa come “quell'insieme di regole e di principi che concorrono ad assicurare la linearità del meccanismo di formazione dei prezzi”, quindi, sostanzialmente, una tutela del mercato come tutela da turbative esterne. Elemento decisivo per ritenere plausibile, nonostante le perplessità avanzate, che oggetto della tutela sia il regolare

In seguito alle ulteriori modifiche, e in linea con quanto previsto nella direttiva 2003/6/CE, si è confermata la protezione della “integrità dei mercati finanziari” e della “fiducia del pubblico nei valori mobiliari e negli strumenti derivati”, indicati quali oggetto di compromissione da parte degli abusi di mercato anche nel 2° considerando della direttiva¹⁴⁰.

Questi argomenti testuali hanno portato ampia parte della dottrina a concludere per tale identificazione del bene; a volte con l'individuazione di un collegamento con l'economia pubblica¹⁴¹; in altri casi ritenendo che il regolare funzionamento dei mercati altro non sia che una specificazione dell'economia pubblica, consistendo nell'interesse a che i prezzi non vengano artificiosamente influenzati¹⁴²; altre volte ancora agganciando tale interesse alla tutela del risparmio, che rappresenterebbe il vero bene finale tutelato¹⁴³.

Vale la pena di soffermarsi sui diversi aspetti presi in considerazione in relazione a questa opinione.

In primo luogo, è stato sostenuto¹⁴⁴ che oggetto della tutela sarebbe la stabilità del mercato, che si riverbera sulla corretta formazione dei prezzi. Non appare, però, chiaro, a cosa si alluda con il concetto di “stabilità”: forse si fa riferimento all'aspirazione a un mercato poco volatile? A una prevedibilità delle fluttuazioni delle quotazioni? O, ancora, a un mercato caratterizzato da un numero limitato di operatori e di scambi? Difficile dirlo, ma, comunque intesa, la stabilità sembra o un ideale irraggiungibile o qualcosa di addirittura dannoso per la “salute” degli scambi e dei risparmiatori. Un mercato fermo, con fluttuazioni minime e

funzionamento del mercato è la circostanza che sia richiesta, per la configurazione della fattispecie, la concreta idoneità a provocare una sensibile alterazione del prezzo di mercato degli strumenti finanziari.

¹⁴⁰ Sul punto v. GALLI, *La disciplina italiana in tema di abusi*, Milano Fiori Assago, 2010, p. 43 ss.

¹⁴¹ Ritiene la manipolazione del mercato comunque collegabile all'economia pubblica MELCHIONDA, *Aggiotaggio e manipolazione del mercato*, cit., p. 258; per una riflessione critica sulla plurioffensività e sul suo utilizzo per “aggirare” il principio di offensività v. MANES, *Il principio di offensività nel diritto penale*, cit., p. 84 ss., che afferma: «E' opportuno ulteriormente segnalare come nella prassi applicativa corrente il riferimento ad oggetti di tutela vaghi o sfumati venga spesso diluito e stemperato attraverso lo schema, comodo quanto inappagante, della plurioffensività, nel tentativo di imbellettarne la portata onnivora, ma con l'unico risultato di pregiudicare ulteriormente il contenuto garantistico e la capacità critica del bene giuridico (e, simmetricamente, del principio di necessaria lesività)»; sul punto, proprio in relazione ai reati economici PEDRAZZI, *Interessi economici e tutela penale*, cit., p. 306 e AMBROSETTI MEZZETTI RONCO, *Diritto penale dell'impresa*, cit., p. 25. Sul tema della plurioffensività in relazione alla manipolazione del mercato v. SGUBBI, *La manipolazione del mercato*, cit., p. 73 ss.

¹⁴² Così SEMINARA, *L'aggiotaggio*, cit., p. 548 ss., il quale ritiene che l'esigenza che i prezzi si formino per il meccanismo naturale delle forze economiche rappresenti una concretizzazione degli artt. 41 e 47 Cost. e che «la salvaguardia delle aspettative di chi affida il proprio risparmio all'investimento coincida con la finalità di garantire efficienza allocativa al mercato»; la correttezza dell'informazione finanziaria sarebbe un bene in sé meritevole di tutela, coinvolgendo allo stesso tempi interessi collettivi e individuali.

¹⁴³ Come fa, per esempio, ZANNOTTI, *Il nuovo diritto penale dell'economia*, Milano, 2006, p. 432; collegano, anche se in via indiretta, la presente fattispecie alla tutela del risparmio ex art. 47 anche MAZZACUVA AMATI, *Diritto penale dell'economia*, cit., p. 341, che tuttavia considerano il regolare funzionamento del mercato e la sua integrità il bene finale di categoria, e la corretta formazione del prezzo il bene intermedio; D'ALESSANDRO, *L'aggiotaggio e la manipolazione del mercato*, cit., p. 778.

¹⁴⁴ Si veda ROSSI, *Le fattispecie penali*, cit., p. 2653, che cita questa opzione, pur superandola.

prevedibili (ma poi, in base a che cosa?) non sembra auspicabile, e certamente non è tutelabile con lo strumento penale.

Più diffusa e oggetto di maggiore approfondimento è l'opinione che, invece fa riferimento al "regolare funzionamento del mercato"¹⁴⁵. In questo senso, si è ritenuto che il "corretto funzionamento" coincida con il meccanismo naturale delle forze economiche, e cioè con l'interesse a che il prezzo di scambio sia l'immediata risultante del rapporto tra domanda e offerta¹⁴⁶.

A questo riguardo, viene necessariamente in rilievo il quesito, noto, circa la natura del mercato¹⁴⁷: soprattutto in passato è stato discusso se esso fosse un *locus naturalis* o *artificialis*, ovvero se esistesse con una sua fisionomia a prescindere da una regolazione giuridica degli scambi o se, invece, venisse ad esistenza soltanto attraverso la legge che lo governa e lo costituisce. L'opinione consolidata è quella che ritiene il mercato un luogo artificiale e informato dal diritto¹⁴⁸ che ne regola i meccanismi, che non può presentare caratteri di assolutezza, naturalità e a-politicità¹⁴⁹. Interessante appare, in questa sede, soprattutto l'ultimo connotato che viene a cadere: il mercato è, dunque, "politico", nel senso che a seconda delle scelte politiche che vengono assunte possono cambiare la regolamentazione, i limiti e perfino gli scopi che il mercato segue¹⁵⁰. Esso, quindi, non presenta una conformazione "assoluta", invariabile ovunque e in ogni tempo, ma relativa, per cui occorre fare riferimento alle

¹⁴⁵ Ritengono che sia questo l'oggetto della tutela, tra gli altri, SGUBBI, *La manipolazione del mercato*, in SGUBBI FONDAROLI TRIPODI, *Diritto penale del mercato finanziario. Lezioni*, Padova, 2013, p. 73 ss.; ROSSI, *Le fattispecie penali*, cit., p. 2654; ZANNOTTI, *Il nuovo diritto penale dell'economia*, cit., p. 410 ss. Ritiene che, in via di prima approssimazione, oggetto della tutela sia il corretto funzionamento del mercato anche PULITANO', *L'anticipazione dell'intervento penale in materia economica*, cit., p. 10, che lo identifica con "il funzionamento di un libero mercato, fondato sulla libertà d'iniziativa economica dei soggetti che vi partecipano, nel rispetto dei limiti che la stessa Costituzione pone all'iniziativa economica". Emergerebbero, in particolare due prospettive di tutela, in direzioni potenzialmente contrapposte: da un lato, la tutela (e finanche la promozione) della libertà di iniziativa economica; dall'altro, la tutela di quegli interessi che, a norma dell'art. 41 Cost., potenzialmente, possono costituire un limite alla libera iniziativa: la sicurezza, la libertà e la dignità umana.

¹⁴⁶ In questo senso, tra gli altri, SEMINARA, *L'aggiotaggio*, cit., p. 547 ss.

¹⁴⁷ Su cui, per tutti, IRTI, *L'ordine giuridico del mercato*, Roma-Bari, 1998 e, in seguito, AA. VV., *Il dibattito sull'ordine giuridico del mercato*, Roma-Bari, 1999.

¹⁴⁸ In questo senso anche PADOVANI, *Diritto penale della prevenzione e mercato finanziario*, cit., p. 640 ss., che afferma: «Il mercato finanziario non rappresenta in effetti un bene giuridico, perché esso, lungi dal costituire un assetto suscettibile di essere valutato in termini di "prevalenza" o di "soccumbenza" normativa rispetto a diversi, contrapposti o coesistenti interessi, è il tipico "luogo giuridico", che non potrebbe esistere, senza una previa regolamentazione che definisca e disciplini il suo oggetto e la sua struttura».

¹⁴⁹ Su queste ultime due caratteristiche cfr. IRTI, *L'ordine giuridico del mercato*, cit., p. 12 ss.

¹⁵⁰ «Non c'è una misura naturale della libertà», afferma IRTI, *L'ordine giuridico del mercato* cit., p. 13; limitando le considerazioni al campo economico, ciò significa che anche la libertà di iniziativa economica dipende dalle scelte politiche, che possono propendere per una limitazione o un incoraggiamento dell'iniziativa privata, attraverso l'introduzione di una regolamentazione più o meno stringente, e per un maggiore o minore intervento pubblico. Anche il non intervento, dunque, non è neutrale, ma è una scelta politica.

disposizioni vigenti in un certo momento storico e alle direttive di politica economica adottate¹⁵¹. È chiaro che in un sistema improntato al liberismo più estremo la regolamentazione degli scambi sarà diversa rispetto a quella di un sistema a economia socialista. Quando si parla di mercato, dunque, si deve fare necessariamente riferimento a un luogo e un momento storico determinati; per quanto qui rileva, quindi, lasceremo da parte le ambiguità¹⁵² che possono essere correlate a tale termine e prenderemo come punto di riferimento, necessariamente, il mercato come può essere inteso nell'Europa (il riferimento a una realtà di carattere sovranazionale, se non universale, è indispensabile in ragione della diffusività degli scambi e dei fenomeni finanziari) contemporanea, pur con la relatività e la mutevolezza di un tale punto di riferimento.

Quanto affermato circa la relatività del concetto di mercato, del resto, trova una facile conferma nel fatto che, a seguito degli scandali finanziari del nuovo millennio¹⁵³, sia stata introdotta una nuova regolamentazione comune dei mercati finanziari (definita, almeno nelle sue linee essenziali, a livello europeo e non statale, visto il fenomeno di “globalizzazione” dei mercati che rende per definizione vane misure adottate unilateralmente da singoli Stati) che ne ha mutato la fisionomia: prima con la direttiva 2003/6/CE e poi, soprattutto, con la direttiva MiFID 2004/39/CE, che ha inciso sulla nozione di strumenti finanziari e mercati regolamentati¹⁵⁴.

Anche volendo prescindere dall'intrinseca polivalenza di questo termine, tuttavia, altri sono i problemi sollevati dal “corretto funzionamento” del mercato. Tale categoria, infatti, appare di “discutibile consistenza economico-sociale”¹⁵⁵, risultando quanto meno dubbio che cosa debba intendersi con essa.

Parte della dottrina¹⁵⁶ tende a identificare tale espressione con il naturale meccanismo delle forze economiche. Inteso in questo senso, oggetto della tutela sarebbe il meccanismo di

¹⁵¹ Anche ALESSANDRI, *Gli abusi di mercato*, cit., p. 65 ss. sottolinea come sia ora ampiamente condivisa l'opinione secondo cui il mercato non sarebbe in grado di autoregolarsi.

¹⁵² Ambiguità che, tuttavia, sono ineliminabili se solo si pensi che allo stesso concetto di “Costituzione economica”, fondamentale e preliminare per il tema che ci occupa, può essere attribuita una pluralità di significati: v. IRTI, *L'ordine giuridico del mercato*, cit., nello specifico p. 15, p. 18 e p. 78. In particolare, nell'ultimo passo citato si tratta il problema inerente a “persona e mercato nel comune principio di libertà”, ovvero ai rapporti tra disciplina del mercato e politica sociale. L'illustre Autore sottolinea, tra l'altro, come sarebbe necessario “sollecitare la riappropriazione costituzionale del diritto dell'economia”, cioè far sì che il diritto positivo corrisponda a quel programma, non completamente definito ma tuttavia vincolante, enucleato dalla Carta costituzionale.

¹⁵³ ALESSANDRI, *Diritto penale e attività economiche*, Bologna, 2010, p. 101 ss.

¹⁵⁴ Sul punto v. ALESSANDRI, *Gli abusi di mercato*, cit., p. 74 ss. e bibliografia ivi citata.

¹⁵⁵ Come osservato da PREZIOSI, *La manipolazione di mercato*, cit., p. 189

¹⁵⁶ Per esempio, AMATI, *Abusi di mercato e sistema penale*, cit., p. 176; SEMINARA, *L'aggiotaggio*, cit., p. 547 ss.; ZANNOTTI, *Il nuovo diritto penale dell'economia*, cit., p. 432; MAZZACUVA AMATI, *Diritto penale dell'economia*, cit., p. 341, che ritengono il regolare funzionamento del mercato e la sua integrità e/o

formazione dei prezzi da determinarsi secondo il meccanismo naturale delle leggi economiche del mercato. La tutela del mercato, secondo questa impostazione, si risolverebbe nella tutela del meccanismo di formazione dei prezzi¹⁵⁷, cioè nella tutela da possibili turbative della regolarità di tali meccanismi naturali¹⁵⁸. Tuttavia, sul punto va osservato che se può essere vero – anche se ormai in minima parte – che il prezzo delle merci sia regolato da domanda e offerta¹⁵⁹ (ma è noto che anche con riguardo alle merci un ruolo importante è giocato dalla speculazione e da altri fattori), ciò ha perso di significato con riguardo agli strumenti finanziari¹⁶⁰. Questi, infatti, sono sempre più slegati dal rapporto con un bene materiale in relazione al quale si possa parlare di bisogno, di scarsità e di abbondanza, per cui appare difficile rinvenire un collegamento con il meccanismo naturale di domanda e offerta, che appare un'idealizzazione e una semplificazione molto lontana dalla realtà; inoltre, se anche, forse, i titoli azionari e obbligazionari sono influenzati, almeno in minima parte, dalle vicende degli emittenti, ciò non vale con riguardo agli strumenti derivati, che si fondano principalmente sul fattore speculativo e su altri aspetti ad esso connessi¹⁶¹.

A ciò si aggiunga che, negli ultimi anni, le Borse hanno conosciuto una decisa evoluzione dal punto di vista tecnologico¹⁶² e ciò non può non influenzare anche la natura degli scambi. Sono ormai lontani i tempi in cui gli acquisti e le vendite avvenivano presso la sede della Borsa, a voce o tramite telefono. Ormai gli scambi sono effettuati tramite piattaforme di *trading* molto avanzate, che consentono operazioni complesse e rapidissime¹⁶³, nonché l'inserimento di ordini automatici legati alle oscillazioni e a un grande numero di altri

trasparenza il bene finale di categoria, mentre oggetto di tutela diretta e immediata sarebbe la corretta formazione del prezzo; Sulla distinzione tra bene-scopo e bene-oggetto v. DONINI, *Teoria del reato*, cit., p. 146 ss.; MANES, *Il principio di offensività*, cit., p. 171, il quale distingue tra bene-fine (come potrebbe essere l'integrità del mercato) e bene-mezzo (per esempio, la trasparenza come pre-requisito del funzionamento del mercato).

¹⁵⁷ Tra gli altri AMATI, *Abusi di mercato e sistema penale*, cit., p. 177, ritiene che la corretta formazione del prezzo sia oggetto di tutela diretta e immediata. L'Autore ricava una conferma di questo assunto dalla lettera della norma, che richiede la concreta idoneità a provocare una sensibile alterazione del prezzo dello strumento finanziario.

¹⁵⁸ Così MELCHIONDA, *Aggiotaggio*, cit., p. 167 ss.; ROSSI, *Le fattispecie penali*, cit., p. 2653 ss.; PEDRAZZI, *Mercati finanziari (nuova disciplina penale)*, cit., p. 454 ss.

¹⁵⁹ Sulla difficoltà di individuazione dei meccanismi che regolano gli scambi si veda già PEDRAZZI, *Problemi del delitto di aggiotaggio*, cit., p. 40 ss.; più di recente SGUBBI, *Il risparmio come oggetto di tutela penale*, cit., p. 346.

¹⁶⁰ Sulle dinamiche che attualmente caratterizzano i mercati finanziari si veda SGUBBI, *Il risparmio come oggetto di tutela penale*, cit., p. 345 ss.

¹⁶¹ Sul punto, per tutti PREZIOSI, *La manipolazione di mercato*, cit., p. 189.

¹⁶² Sul punto cfr. RUSCONI, *Tecnologia e mercati finanziari: fra rischi e crolli, un'eccellenza italiana*, in *Il Sole 24 ore*, 26 maggio 2010.

¹⁶³ Per una panoramica circa le diverse strategie di *trading* e le loro caratteristiche comuni da un punto di vista strettamente tecnico si veda WOLFF, *Trading on momentum. Advanced techniques for high-percentage day trading*, New York-Chicago-San Francisco, 2001; MURPHY, *Analisi tecnica dei mercati finanziari. Metodologie, applicazioni e strategie operative*, Milano, 1997; MURPHY, *Analisi tecnica intermarket. Strategie di trading sui mercati finanziari globali*, Milano, 1996

indicatori; la conseguenza è un enorme aumento della volatilità dei mercati, spesso influenzati dalla speculazione e dal “*mood*”¹⁶⁴ del momento. Il fenomeno è acuito dalla presenza di investitori (come i fondi o le banche di investimento) che dispongono di capitali molto significativi, il cui “peso” sul mercato può essere anche moltiplicato dall’effetto leva e dagli strumenti tecnologici e finanziari offerti da piattaforme ed emittenti (si pensi alle operazioni di vendita allo scoperto, anche dette di “*short*”, che consentono di vendere titoli non direttamente posseduti, contando su un andamento al ribasso che permetterà di riacquistare il titolo a un prezzo più basso di quello di vendita): l’effetto è quello di fluttuazioni enormi e subitane del valore dei titoli, che generano una situazione di rischio intrinseco molto maggiore rispetto al passato¹⁶⁵.

Appare chiaro, dunque, che è improprio parlare oggi di “naturale meccanismo delle forze economiche” circa le transazioni nei mercati finanziari. Un tale meccanismo poteva regolare gli scambi in altre epoche, soprattutto con riguardo alle merci (che, tuttavia, pure sono oggetto di speculazione) e in presenza di scambi meno complessi. Se oggi è possibile individuare dei meccanismi “fisiologici” ai quali contrapporre una “patologia”, non si tratta comunque di presunti meccanismi naturali o leggi ideali di impossibile individuazione.

Inoltre, anche se di un “naturale meccanismo” si potesse parlare, è quanto meno dubbio che la sua protezione possa rappresentare un bene giuridico legittimamente tutelabile in sede penale¹⁶⁶: pur volendo tacere sulla sua inconsistenza e inafferrabilità, sembra che si tratti, comunque, di un mero interesse¹⁶⁷ in sé non meritevole di tutela penale se non,

¹⁶⁴ V. GALLI, *La disciplina italiana in tema di abusi di mercato*, cit., p. 151 ss.

¹⁶⁵ Sul rischio intrinseco ai mercati finanziari, per tutti, SGUBBI, *Il risparmio come oggetto di tutela penale*, cit., p. 343 ss. Il tema appare strettamente connesso a quello dell’informazione e delle diverse conoscenze (anche nel senso di diversa preparazione) possedute dagli operatori di mercato e al *market equalitarianism*, su cui v. SGUBBI, *L’abuso di informazioni privilegiate*, in SGUBBI-TRIPODI-FONDAROLI, *Diritto penale del mercato finanziario*, Padova, 2013, p. 35; SEMINARA, *Insider trading e diritto penale*, Milano, 1989, p. 80 ss.; ZANNOTTI, *Il nuovo diritto penale dell’economia*, cit. p. 384; PREZIOSI, *La manipolazione di mercato*, cit., p. 192 che, trattandosi di una situazione caratterizzata da un rischio intrinseco, attribuisce rilevanza a una limitazione dello stesso. Con riguardo al diritto penale dell’economia nel suo complesso cfr. ALESSANDRI, *Diritto penale e attività economiche*, cit., p. 67 ss. In generale sul tema del rischio nella società moderna v. BECK, *La società del rischio: verso una seconda modernità*, Roma, 2000.

¹⁶⁶ Per tutti, sulla scelta delle sanzioni in rapporto agli interessi tutelati, e in particolare in relazione alla fondamentale partizione tra illeciti penali e amministrativi v. PADOVANI, *La scelta delle sanzioni in rapporto alla natura degli interessi tutelati*, in *Beni e tecniche della tutela penale. Materiali per la riforma del codice*, Milano, 1987, p. 95 ss. che ricorda l’importanza dei principi di frammentarietà, proporzione e sussidiarietà nella scelta delle sanzioni, rifacendosi alla circolare della Presidenza del Consiglio 19 dicembre 1983.

¹⁶⁷ Sul punto v. PREZIOSI, *La manipolazione di mercato*, cit., p. 190, il quale ritiene che questa interpretazione dell’oggetto della tutela sia, in ogni caso, riduttiva, «in quanto l’integrità dei mercati finanziari racchiude in sé ben altre aspettative di tutela, che non quella della mera correttezza del meccanismo di formazione dei prezzi». L’Autore rileva, inoltre, che limitare l’oggetto della fattispecie penale di manipolazione a un tale oggetto significa svalutare la differenza con l’illecito amministrativo introdotto a seguito del recepimento della Direttiva 2003/6/CE, che sarebbe volto proprio a tutelare il corretto metodo di formazione dei prezzi. Nello specifico, le condotte riconducibili all’illecito amministrativo, lette attraverso le indicazioni del CESR

eventualmente, in funzione di un bene ulteriore; oppure, ancora, dello scopo finale della tutela¹⁶⁸.

In relazione all'opinione che considera oggetto di tutela diretta e immediata il meccanismo di corretta formazione dei prezzi va sottolineato un ulteriore aspetto. Spesso, a tale interesse ne viene collegato un altro: quello a un'informazione¹⁶⁹ chiara, tempestiva e tendenzialmente completa, che consenta all'investitore di effettuare scelte razionali¹⁷⁰. In particolare, il fatto di disporre di un quadro informativo completo consentirebbe all'investitore di effettuare la migliore scelta allocativa, da cui deriverebbe la formazione del "prezzo corretto".

Anche questa ricostruzione, però, non convince. L'interesse a un'informazione completa appare di indubbio rilievo, ma non nell'ottica di una presunta corretta formazione del prezzo. Si è già osservato, infatti, che un "prezzo corretto" in astratto, un prezzo "giusto" in relazione al bene scambiato nel mercato finanziario non può esistere. Inoltre, presupposto della concezione che collega strettamente informazione e correttezza del prezzo è una perfetta razionalità dell'investitore: si immagina un rapporto quasi meccanicistico, inesorabile, per cui ogni investitore, disponendo di determinate informazioni, effettuerà la medesima scelta: la scelta "giusta", ottimale, quella razionalmente più corretta, conseguente alla esatta ponderazione di tutti gli elementi noti. La rilevanza dell'informazione ha come presupposto l'ipotesi di un mercato efficiente, ove «i mercati finanziari utilizzano razionalmente le informazioni sui titoli negoziati e, di conseguenza, il prezzo dei titoli incorpora tutta la

e recepite dalla CONSOB, sarebbero caratterizzate dal fatto «che le condotte ivi descritte: presentano (alternativamente o anche congiuntamente) un basso grado di trasparenza; non rispettano una regolare interazione fra domanda ed offerta; possono avere un impatto negativo sulla liquidità e sull'efficienza del mercato; non garantiscono una sufficiente prontezza di reazione da parte degli altri operatori per adeguarsi alla condotta considerata; introducono dei rischi per l'integrità dei mercati connessi (regolamentati o non), direttamente o indirettamente, a quello in cui si sono realizzate. La corretta formazione dei prezzi appare dunque profilarsi come la risultante dell'osservanza di regole, a carattere prevalentemente tecnico, finalizzate a garantire le condizioni reputate essenziali per l'integrità dei mercati finanziari, secondo le strategie regolatorie degli ordinamenti di riferimento». La corretta formazione dei prezzi, dunque, non rappresenterebbe un interesse in sé, ma una situazione intermedia tra un complesso di regole (a carattere prevalentemente tecnico) e l'insieme di condizioni che devono essere rispettate affinché l'integrità dei mercati venga mantenuta, ovvero il rischio intrinseco nei mercati finanziari venga mantenuto entro il rischio consentito, evitando instabilità e rischi eccessivi. Secondo questa accezione si potrebbe trattare, al più, di un interesse strumentale a un bene ulteriore. CONSULICH, *La giustizia e il mercato*, cit., p. 297 afferma addirittura che un tale bene giuridico sarebbe addirittura da considerarsi "inutile", dal momento che, inteso in questi termini, apparirebbe il "reciproco" della condotta tipica.

¹⁶⁸ Cfr. BRICOLA, *Profili penali della disciplina del mercato finanziario*, cit., p. 3451, che sottolinea come nell'ambito del diritto penale economico si tenda a confondere, più spesso di quanto accada in altri ambiti, l'oggetto della tutela con lo scopo della stessa.

¹⁶⁹ Sul tema dell'informazione v. SGUBBI, *Il risparmio come oggetto di tutela penale*, cit., p. 348 ss. e PULITANO, *L'anticipazione dell'intervento penale in materia economica*, cit., p. 14.

¹⁷⁰ Collega i due aspetti, tra gli altri, AMATI, *Abusi di mercato e sistema penale*, cit., p. 177; considera la correttezza dell'informazione meritevole, in sé, di protezione, SEMINARA, *L'aggiotaggio*, cit., p. 548 ss.

conoscenza esistente sul rendimento intrinseco e sul rischio latente»¹⁷¹. Così, però, non è nella realtà. In primo luogo, infatti, non esiste una scelta corretta in assoluto, una scelta allocativa che *a priori* possa apparire come quella più sicura, o più redditizia; e questa scelta ottimale non può esistere non solo perché non esiste un prezzo “giusto” per gli strumenti finanziari, ma soprattutto perché mancano leggi di copertura che consentano di determinare in anticipo quella che si rivelerà la migliore scelta possibile¹⁷². Di più: manca la prova di una razionalità dell’investitore (che, in presenza di una prevedibilità delle oscillazioni, lo farebbe agire in base a una lucida valutazione dei diversi fattori) ma, anzi, è provato il contrario¹⁷³. Diversi studi hanno infatti portato ad evidenza l’irrazionalità dell’investitore, definito un *homo ludens*¹⁷⁴, che magari attribuisce scarsa considerazione a informazioni che razionalmente sarebbero da considerarsi fondamentali e allo stesso tempo agisce sulla base di sensazioni o *rumors* di scarsa attendibilità. Come si accennava, un fattore importante di questa irrazionalità sta anche nel fatto che i meccanismi causali che regolano il mercato sono ignoti e imprevedibili, tanto che l’opinione dominante ritiene che non esistano leggi scientifiche di copertura. È stato affermato che «i fenomeni finanziari sono una immensa zona che è la negazione della razionalità, della sistematicità, della scientificità: zona ove dominano imponderabili fattori emotivi, quali il panico e l’euforia. Pare che la legge che governa i mercati sia rappresentata dal caos»¹⁷⁵. E, del resto, questo appare anche, in un certo senso, comprensibile, se solo si consideri il livello di volatilità e imprevedibilità dei mercati finanziari degli anni 2000, che rende impossibile una scelta “meccanica”, ponderata e razionale.

Per questi motivi non sembra opportuno attribuire all’informazione né rilievo come oggetto di tutela autonomo, in sé e per sé considerata, né come oggetto intermedio in relazione all’interesse ulteriore a una corretta formazione dei prezzi: interesse che, come si è visto, non è meritevole di tutela nemmeno in sé, e quindi non potrebbe, a maggior ragione, nemmeno giustificare la tutela di un interesse strumentale.

Abbandonata, quindi, questa prima interpretazione, ci si deve domandare se esista un altro significato attribuibile al corretto funzionamento del mercato. Esso può essere inteso, secondo parte della dottrina, come il rispetto delle regole che presiedono al funzionamento del mercato, posizione che appare coerente con le premesse fatte circa la natura convenzionale,

¹⁷¹ V. SGUBBI, *Il risparmio come oggetto di tutela penale*, cit., p. 349, che cita LO CICERO, *Nel mercato delle emozioni*, in *Il Sole 24 Ore*, 16 settembre 2001. Sul tema v. anche SEMINARA, *Insider trading*, cit., p. 48 ss.

¹⁷² Sul punto, esaurientemente, SGUBBI, *Il risparmio come oggetto di tutela penale*, cit., p. 349.

¹⁷³ V. SGUBBI *Il risparmio come oggetto di tutela penale*, cit., p. 350 e riferimenti ivi citati.

¹⁷⁴ HUIZINGA, *Homo ludens: a study of the play element in culture*, Boston, 1950, citato in SGUBBI, *L’abuso di informazioni privilegiate*, cit., p. 33.

¹⁷⁵ SGUBBI, *Il risparmio come oggetto di tutela penale*, cit., p. 347.

giuridica del mercato stesso. Sul punto, ci si può rifare alle considerazioni di chi¹⁷⁶ ha ritenuto che la disciplina penale in materia economica sia posta a tutela delle “regole del gioco”¹⁷⁷, ovvero «a tutela, in primo luogo, degli interessi, sia individuali che collettivi, dei terzi, che un esercizio spregiudicato dell’iniziativa economica potrebbe compromettere; ma anche a salvaguardia dei concorrenti più scrupolosi; e, più in generale, a garanzia di un corretto funzionamento del sistema»¹⁷⁸. Intendere l’oggetto della tutela in questo senso, però, rischia di non offrire alcun contributo dal punto di vista euristico¹⁷⁹: considerando fisiologico il comportamento rispettoso della norma di divieto, e patologico quello che (viola le regole preposte e) integra la fattispecie, l’ordinamento non farebbe altro che tutelare se stesso, senza alcuna possibilità di individuare un interesse esterno alla norma stessa. Mettendo maggiormente a fuoco la questione, però, emerge che il reato è posto non solo a protezione di una regolamentazione extra-penale, ma anche dell’attività esercitata da una struttura amministrativa¹⁸⁰: si potrebbe, dunque, parlare di reati a offesa funzionale o di tutela di funzioni¹⁸¹, caratterizzati da un’offesa di pericolo astratto¹⁸² o presunto. Una tale struttura è

¹⁷⁶ PEDRAZZI, *Problemi di tecnica legislativa*, cit., p. 19, riguardo al diritto penale dell’economia in generale; successivamente ripreso da PADOVANI, *Diritto penale della prevenzione e mercato finanziario*, p. 643 ss., sul tema specifico dei mercati finanziari.

¹⁷⁷ Definite da PREZIOSI, *La manipolazione di mercato*, cit., p. 191, non come il riflesso delle forze economiche in quanto tali, ma piuttosto il loro “invaso di contenimento”. Ad opinione dell’Autore, le regole del gioco sarebbero, però, tutelate in sede amministrativa, essendo altro l’oggetto della tutela della fattispecie penale. Anche PULITANO, *L’anticipazione dell’intervento penale in materia economica*, cit., p. 12 ss. si rifà all’opinione di Pedrazzi, per affermare che le regole devono tutelare i controinteressi rilevanti senza, tuttavia, limitare la libertà di iniziativa economica (si deve trattare, cioè, di regole «che funzionino effettivamente come promozione e garanzia di libertà, e non come lacci e laccioli ingiustificati»).

¹⁷⁸ PEDRAZZI, *Problemi di tecnica legislativa*, cit., p. 19

¹⁷⁹ In tal senso PADOVANI, *Diritto penale della prevenzione e mercato finanziario*, p. 641, che nota come sia sostanzialmente privo di significato intendere il “corretto funzionamento” come interesse dato, in quanto si risolverebbe o nell’osservanza della disciplina di settore, con la conseguente impossibilità di rappresentare un interesse pre-positivo, oppure, qualora venga inteso come assetto ideale del mercato che prescindere dalle norme dettate per regolamentarlo, finirebbe con l’essere un concetto metagiuridico di difficile definizione.

¹⁸⁰ Questa struttura potrebbe essere anche ricondotta al concetto istituzionale di bene giuridico secondo la definizione data da ANGIONI, *Contenuto e funzioni*, cit., p. 59 ss. In realtà, si specifica che a questa categoria sono riconducibili diversi significati: in una prima accezione, che è quella potenzialmente rilevante nel caso di specie, l’istituzione sarebbe un complesso di norme riguardanti un certo istituto giuridico e il bene giuridico consisterebbe in un gruppo di norme extra-penali (per esempio, quelle concernenti l’esercizio delle attività di intermediazione) alla cui salvaguardia sarebbe deputata la norma penale. In una seconda accezione, invece, l’istituzione includerebbe la serie di comportamenti conformi a un complesso di norme giuridiche, cioè la loro vigenza. Parte della dottrina parla anche di beni istituzionali (v. per esempio MARINUCCI, *Relazione di sintesi*, cit., p. 340, nonché MARINUCCI DOLCINI, *Corso*, cit., p. 540, dove vengono definiti come i «beni facenti capo allo Stato come espressione della collettività organizzata, ai singoli poteri o organi dello Stato o ad altri enti pubblici»), intendendo con questo termine l’interesse al funzionamento di istituzioni, strumentale rispetto alla salvaguardia di un ulteriore interesse. Secondo questa ricostruzione, dunque, la tutela di funzioni rappresenta una categoria particolare di beni strumentali.

¹⁸¹ Per una ricognizione delle diverse opinioni circa il significato attribuibile alle funzioni v. DE FRANCESCO, *Interessi collettivi e tutela penale. “Funzioni” e programmi di disciplina dell’attuale complessità sociale*, in *Studi in onore di Giorgio Marinucci*, Milano, 2006, I, p. 931 ss. In argomento si veda MOCCIA, *Dalla tutela di beni alla tutela di funzioni: tra illusioni postmoderne e riflessi illiberali*, cit., p. 343 ss.; PADOVANI, *Diritto penale della*

frequentemente riscontrabile nella tutela di beni giuridici a titolarità diffusa (come l'ambiente, la salute e i diversi aspetti legati all'economia), ove una protezione adeguata potrebbe essere garantita solo attraverso una forma di incriminazione anticipata¹⁸³, legata a condotte¹⁸⁴ ancora distanti dalla lesione o anche solo dalla concreta messa in pericolo del bene¹⁸⁵. Lo strumento penale, quindi, non sanziona comportamenti socialmente dannosi¹⁸⁶, quanto la mera

prevenzione e mercato finanziario, cit., p. 641; PADOVANI, *La scelta delle sanzioni in rapporto alla natura degli interessi tutelati*, cit., p. 92 ss.; COCCO, *Beni giuridici funzionali versus bene giuridico personalistico*, cit., p. 167 ss., ritiene pienamente legittima la tutela di funzioni, in quanto espressione del dovere di solidarietà, dovere la cui coscienza è ampiamente diffusa tra i consociati e che quindi renderebbe facilmente interiorizzabili i divieti e le derivanti sanzioni relative all'esercizio di funzioni da parte della P.A.; DONINI, *Il volto attuale dell'illecito penale*, cit., p. 123 ss., il quale, avvertendo il bisogno di circoscrivere l'ambito della tutela, cerca di collegare le fattispecie strutturate come tutela di una funzione a dei beni-mezzo, o intermedi, o strumentali, evidenziando così come le condotte incriminate siano tali da compromettere funzioni di controllo predisposte da organi che vigilano su fonti di rischio (come funzioni di vigilanza in ambito economico). Egli propone, dunque, degli elementi volti a selezionare la gravità oggettiva e soggettiva della situazione, al fine di delimitare l'ambito della punibilità; MANTOVANI, *Diritto penale*, cit., p. 198; PALAZZO, *I confini della tutela penale*, cit., p. 470 ss. per considerazioni su interessi diffusi, collettivi, generali e universali da una parte, e funzioni e interessi strumentali, dall'altra.

¹⁸² Critico nei confronti di tale categoria MOCCIA, *Dalla tutela di beni alla tutela di funzioni*, cit., p. 368 ss., che sottolinea come fattispecie che, dal punto di vista dell'offensività, non determinano né una lesione né una messa in pericolo per il bene protetto rendano difficilmente percepibile il disvalore del fatto, sia alla collettività, in un'ottica di prevenzione generale positiva, che al singolo, dal punto di vista della prevenzione speciale positiva. L'illustre Autore aggiunge che, «una volta disattesa la regola dell'offensività, non ci pare esistano altri criteri certi, di tipo strutturale-sistematico, che possano vincolare la discrezionalità legislativa».

¹⁸³ In questo senso, per tutti, MARINUCCI, *Fatto e scriminanti*, p. 204, ove sottolinea il nesso tra fisionomia del bene tutelato e configurazione del fatto. Nello specifico, per i beni a carattere diffuso, vista la difficoltà di individuare eventi di danno o di pericolo precisamente circoscrivibili, la fattispecie verrebbe formulata in termini di pericolo astratto o presunto, anche in ragione del carattere seriale delle condotte che possono danneggiarli, con una conseguente svalutazione del nesso di causalità. Sul rapporto tra configurazione del bene, grado dell'offesa e tecnica di tutela, nello specifico in relazione ai beni ad ampio spettro, v. anche PADOVANI, *La scelta delle sanzioni in rapporto alla natura degli interessi tutelati*, cit., p. 93 ss.

¹⁸⁴ Per evitare i rischi di una paralisi legata a un accertamento concreto circa il danno o il pericolo, molte volte difficile o addirittura impossibile, PEDRAZZI, *Problemi di tecnica legislativa*, cit., p. 34 ss., ipotizza la formulazione di fattispecie legate a modelli vincolati di condotta, determinate «sulla base di schemi di comportamento che l'esperienza segnala come atti a incidere negativamente sugli interessi che si intendono tutelare», in maniera tale da rispondere «ad un bisogno di semplificazione e, al tempo stesso, di certezza». Altra proposta, dello stesso Autore, è quella di elaborare norme dal taglio casistico. Critica, invece, una simile tecnica legislativa, in quanto confliggente con il principio di legalità, a discapito anche dell'efficienza, MOCCIA, *Dalla tutela di beni alla tutela di funzioni*, cit., p. 371.

¹⁸⁵ Sul punto v. MOCCIA, *La perenne emergenza. Tendenze autoritarie nel sistema penale*, Napoli, 1997, p. 10, il quale osserva come, «ritenendo legittima l'incriminazione di condotte ben lontane dall'offesa, venga del tutto a cadere la funzione di delimitazione del bene, dal momento che la criminalizzazione di qualsiasi condotta, anche la più innocua, sul piano della dannosità sociale, può essere sempre ricollegata alla tutela di fondamentali, pur se remoti, beni giuridici».

¹⁸⁶ Sul requisito della dannosità sociale v. MOCCIA, *Dalla tutela di beni alla tutela di funzioni*, p. 343, che la ritiene requisito indispensabile affinché la generalità dei consociati approvi la criminalizzazione del fatto e, eventualmente, la pena possa svolgere la sua propria funzione di risocializzazione nei confronti del singolo. Pur criticando «l'ambiguità, genericità e addirittura una certa irrazionalità» insite in questo concetto, ritiene che sia imprescindibile ai fini di una selezione dei fatti punibili PALAZZO, *I confini della tutela penale*, cit., p. 478 ss.

inosservanza¹⁸⁷ di una regolamentazione extra-penale¹⁸⁸ (definita dal legislatore o da autorità amministrative come avviene, nel caso dei mercati finanziari, con la funzione di vigilanza), acquisendo una funzione meramente sanzionatoria¹⁸⁹.

Un simile fenomeno è particolarmente visibile in quelle ipotesi (come quelle dei mercati finanziari) caratterizzate da una pluralità di interessi ove non è possibile stabilire, *a priori*, la preminenza di un certo interesse sugli altri. In tali situazioni sarebbe necessario un intervento dell'autorità amministrativa chiamata a valutare, volta per volta, la consistenza degli interessi presenti nella situazione specifica, al fine di determinare la prevalenza dell'uno sugli altri o un temperamento tra gli stessi. La norma penale verrebbe posta soltanto a valle di tale processo valutativo (o, il che è lo stesso, a tutela di un assetto di interessi comunque definito attraverso una serie di regole extra-penali), acquisendo la funzione di rafforzare la sanzione per il mancato rispetto del provvedimento amministrativo o, in ogni caso, dell'assetto di interessi delineato dall'autorità amministrativa competente¹⁹⁰. In presenza di un'attività tenuta in violazione della mediazione individuata dall'amministrazione, la presunzione di pericolo sarebbe *in re ipsa* e riguarderebbe l'oggetto stesso del giudizio di pericolo¹⁹¹, senza necessitare di ulteriori accertamenti quanto all'effettiva dannosità sociale.

Se tale meccanismo presenta il vantaggio di consentire un'effettiva rispondenza dell'assetto di interessi delineato dai pubblici poteri alla realtà sociale, d'altra parte un simile uso dello strumento penale non può non destare gravi perplessità¹⁹². Appare, infatti, messo in discussione il rispetto del principio della tutela di beni giuridici, poiché in questo caso – ad opinione di parte della dottrina – non verrebbero tutelati beni giuridici, ma funzioni¹⁹³. In

¹⁸⁷ Su un diritto penale posto a presidio dell'inosservanza di una dettagliata regolamentazione extra-penale e sulle sue conseguenze patologiche v., per tutti, SGUBBI, *Il reato come rischio sociale*, cit., p. 47 ss.; v. COCCO, *Beni giuridici funzionali versus bene giuridico personalistico*, cit., p. 172 sulla difficoltà, per i consociati, di interiorizzare specifiche regole di condotta la cui inosservanza viene sanzionata penalmente, con l'attribuzione di un ruolo sostanzialmente pedagogico al diritto penale.

¹⁸⁸ In presenza di una tecnica di tutela così configurata, dunque, anche il semplice ostacolo alle funzioni dell'autorità amministrativa potrebbe integrare un'offesa al bene/funzione, indipendentemente da un evento ulteriore o dalla lesione di un bene finale, che sia superindividuale (si pensi al corretto funzionamento del mercato) o individuale (come il patrimonio dei singoli soci, creditori, risparmiatori etc.).

¹⁸⁹ Sull'argomento cfr. riferimenti in nota 183 e inoltre DE VITA, *I reati a soggetto passivo indeterminato*, cit., p. 70 ss.

¹⁹⁰ Si tratta, dunque, di tutelare, in via diretta, il buon funzionamento del modello di governo, che appare riconducibile alla categoria dei beni istituzionali: in questo senso PULITANO, *La formulazione delle fattispecie di reato: oggetti e tecniche*, cit., in particolare p. 34 e p. 40; DE VITA, *I reati a soggetto passivo indeterminato*, cit., p. 72 ss.

¹⁹¹ Così PADOVANI, *Diritto penale della prevenzione e mercato finanziario*, cit., p. 640.

¹⁹² Per una panoramica sulle critiche che tradizionalmente sono state opposte a una siffatta tecnica di tutela v. COCCO, *Beni giuridici funzionali versus bene giuridico personalistico*, cit., p. 176 ss. che ricorda, tra le altre, l'ineffettività, l'incapacità di diversificare la risposta sanzionatoria, il ribaltamento dei rapporti tra diritto penale ed extra-penale.

¹⁹³ In tal senso HASSEMER, *Il bene giuridico nel rapporto di tensione tra Costituzione e diritto naturale*, cit., p. 110; MOCCIA, *Dalla tutela di beni alla tutela di funzioni*, cit., p. 343. Tuttavia, ampia parte della dottrina considera

particolare, secondo questa opinione, si tratterebbe della creazione di beni giuridici artificiosi¹⁹⁴, che al più potrebbero configurare mere *rationes* di tutela, aventi lo scopo di aggirare difficoltà di redazione della fattispecie¹⁹⁵ e problemi di prova¹⁹⁶, con violazione delle garanzie formali e sostanziali proprie del diritto penale. Tale modello di incriminazione non è, però, conforme alle regole di uno Stato di diritto, quali emergono dalla nostra Carta costituzionale. La norma dovrebbe esprimere una regola di condotta facilmente comprensibile,

tale *modus operandi* perfettamente legittimo: MANTOVANI, *Diritto penale*, cit., p. 198, riferendosi proprio alle funzioni di controllo della Banca d'Italia e della Consob, ritiene che, di fronte alle nuove situazioni che emergono nell'ambito della società, il diritto penale debba rispondere cercando di adeguare, con le tecniche disponibili, i reati alla categoria del bene giuridico (anche se, posto in questi termini, appare legittimo il dubbio che debba essere la categoria del bene giuridico ad adeguarsi ai reati), la cui capacità selettiva e vincolante sarebbe, tuttavia, ancora insostituibile. Tra i maggiori sostenitori della legittimità e, anzi, della necessità dei beni funzionali MARINUCCI-DOLCINI, *Corso*, cit., p. 551 i quali ritengono le critiche a questa categoria di reati infondate, in quanto le attività inerenti a funzioni proprie di organi di governo dell'economia sarebbero veri e propri beni giuridici, in quanto offendibili (dal momento che possono essere ostacolate e impedito) e tutelabili e, dunque, sarebbero tutelabili penalmente, non meno di beni che si risolvono in entità materiali. Non convince, però, il delineato rapporto premessa-conseguenza; del resto gli stessi Autori (a p. 552) evidenziano come non sia sufficiente la valutazione della sola offendibilità, essendo necessarie anche valutazioni ulteriori, *in primis* quelle circa la meritevolezza e il bisogno di pena. Si esprime in maniera analoga COCCO, *Beni giuridici funzionali*, cit., p. 189: «Il livello definitorio del bene giuridico tutelato si presenta, dunque, del tipo oggetto giuridico specifico ed è facilmente concretizzabile in distinti procedimenti di controllo delle attività da realizzarsi, costituenti il vero oggetto capace di tutela, perché solo nei loro confronti possono sensatamente dirigersi aggressioni tipiche, capaci di offenderli, sia realizzando l'attività senza sottoporla al controllo preventivo delle autorità preposte, sia impedendo, turbando o ostacolando l'esercizio delle funzioni di vigilanza». Lo stesso PADOVANI, *Diritto penale*, cit., p. 88 appare aperto nei confronti della categoria, affermando che le disposizioni a tutela di funzioni siano costituzionalmente legittime, in quanto la Costituzione individua gli oggetti di tutela ma non i modi in cui questa si può legittimamente esplicare; può, quindi, legittimamente accadere che la protezione venga assicurata tramite la tutela di funzioni volte a salvaguardare i beni stessi, funzioni che dunque possono, in alcuni casi, richiedere l'uso dello strumento penale. Lo stesso Padovani, però, si esprime con accenti più critici in *La scelta delle sanzioni in rapporto alla natura degli interessi tutelati*, cit., p. 96 ss., che richiama l'antica distinzione tra *mala in se* e *mala quia prohibita*, dove la tutela di una funzione sarebbe riportabile alla seconda categoria e in quanto tale non sarebbe riconducibile ad alcun bene giuridico. Tuttavia, ampliando le considerazioni al di là della legge penale, non si dovrebbe più considerare il fatto che la norma penale punisce la mera inosservanza di una disciplina, acquistando una funzione meramente sanzionatoria, ma bisognerebbe valutare l'importanza degli interessi in conflitto, l'adeguatezza o inadeguatezza dell'intervento penale in funzione della "posta in gioco". Con accenti simili PADOVANI, *Tutela di beni e tutela di funzioni nella scelta fra delitto, contravvenzione e illecito amministrativo*, cit., in relazione alla circolare della Presidenza del Consiglio 5 febbraio 1986.

¹⁹⁴ PADOVANI, *Diritto penale della prevenzione e mercato finanziario*, cit., p. 639 afferma: «Da un punto di vista formale si potrebbe addirittura sostenere che si tratti di reati con un'offesa reale, identificata nelle modalità stabilite dalla legge per lo svolgimento di una determinata attività: così, l'oggetto giuridico dei reati in materia di armi sarebbe costituito dall'interesse al rispetto delle procedure previste per il porto, o per la detenzione o per la vendita, di un'arma. Ma è chiaro (...) che in questo modo viene spacciata per bene giuridico la mera osservanza di una norma: la norma penale, postulando per l'appunto il rispetto delle prescrizioni da essa richiamate, finirebbe col tutelare se stessa, in un circolo vizioso che disvela l'artificiosità della costruzione, il suo risolversi in un semplice gioco di specchi».

¹⁹⁵ Sostanzialmente lo ammette PEDRAZZI, *Problemi di tecnica legislativa*, cit., p. 34 quando propone, quanto alle tecniche di formulazione, di astrarre dalle conseguenze dannose o pericolose della condotta e riferirsi a schemi di comportamento, o di ricorrere alla tecnica casistica; in senso analogo anche AMBROSETTI MEZZETTI RONCO, *Diritto penale dell'impresa*, cit., p. 27 i quali affermano che, talvolta, nei reati economici il principio di determinatezza "si attergerebbe" in maniera diversa rispetto alla norma.

¹⁹⁶ In questo senso MOCCIA, *Dalla tutela di beni alla tutela di funzioni*, cit., p. 346 e VOLK, *Criminalità economica: problemi criminologici, politico-criminali e dommatici*, cit., p. 50.

in modo da essere più facilmente interiorizzabile e da essere certa e verificabile in sede processuale¹⁹⁷.

Altra parte della dottrina, tuttavia, ritiene che le funzioni rappresentino non solo un legittimo oggetto di tutela penale¹⁹⁸, ma addirittura un vero e proprio bene giuridico, in quanto entità offendibili e tutelabili. A chi ritiene che, per lo sviluppo dell'individuo e in un'ottica solidaristica, sia essenziale anche la protezione di beni giuridici intermedi e istituzioni pubbliche appare agevole rispondere che certo non si vuole negare la tutela di tali situazioni. Occorre, però, modulare le strategie di controllo differenziando, a seconda dell'oggetto della tutela e di altri parametri¹⁹⁹ il tipo di tutela apprestato. Non tutte le situazioni rilevanti e meritevoli di tutela necessitano di essere tutelate penalmente.

Questo aspetto, però, merita un approfondimento ulteriore. Se intendiamo il mercato finanziario come un luogo caratterizzato dalla coesistenza di numerosi, contrapposti interessi, individuali e collettivi, a nessuno dei quali è possibile attribuire prevalenza in via preventiva e assoluta e se consideriamo, allo stesso tempo, che il mercato è caratterizzato da un rischio intrinseco, ineliminabile, del quale gli operatori devono essere consapevoli, è possibile affermare che non tutte le regole, che la sanzione penale sarebbe chiamata a presidiare, sono uguali. In particolare, sarebbe possibile distinguere le “regole del gioco” in due categorie²⁰⁰. Da un lato, le regole volte a garantire la neutralità del gioco, cioè che il mercato sia uno strumento neutrale, che non determini, *a priori*, squilibri tra i diversi operatori. Rientrerebbero in questa categoria le regole che disciplinano l'accesso al mercato da parte degli operatori e sanzionano lo svolgimento dell'attività in assenza di un provvedimento di abilitazione, nonché le prescrizioni inerenti alle richieste dell'organo di vigilanza. Tutte queste regole servono a garantire un uguale accesso al mercato per tutti gli operatori, che devono rispettare dei requisiti minimi affinché il mercato, inteso come strumento per le diverse operazioni, si mantenga neutrale.

Dall'altro lato, esistono regole volte a tutelare l'“identità” - per restare coerenti con la metafora iniziale - del gioco stesso, cioè a garantire che “il gioco non sia truccato” attraverso abusi di qualche genere che determinino uno sbilanciamento a favore di uno o più operatori, che si troveranno in una posizione di vantaggio. È, questo, il caso dell'*insider trading* e della

¹⁹⁷ Così MOCCIA, *Dalla tutela di beni alla tutela di funzioni*, cit., p. 355, che successivamente individua i referenti necessari per una corretta ricostruzione dei legittimi oggetti di tutela penale in uno stato sociale di diritto.

¹⁹⁸ COCCO, *Beni giuridici funzionali versus bene giuridico personalistico*, cit., p. 188, ritiene che i beni istituzionali e, in particolare, quelli funzionali siano espressione di un dovere di solidarietà che è tra i valori acquisiti dalla generalità dei consociati.

¹⁹⁹ Su cui vedi HASSEMER, *Theorie und Soziologie*, cit.

²⁰⁰ Per questa elaborazione v. PADOVANI, *Diritto penale della prevenzione e mercato finanziario*, cit., p. 643 ss.

manipolazione del mercato, in cui - in via di estrema semplificazione - un operatore dispone di informazioni sconosciute agli altri o crea artificiosamente un'informazione al fine di influenzare le scelte degli altri operatori e le quotazioni.

Questa distinzione è funzionale a una riflessione sulla legittimità di una tutela penale di tali regole. Il rischio, come accennato, è che una sanzione penale si risolva in una tutela di mere funzioni. Va, quindi, chiarito il senso di una tutela anticipata. Sanzionare la condotta disfunzionale in maniera anticipata può evitare il verificarsi di effetti pregiudizievoli, cosa che con una configurazione in termini di reato di danno non sempre appare possibile. Bisogna, però, verificare se e in quali ipotesi ciò sia ammissibile, considerando i principi di proporzione, *extrema ratio* ed effettività. Autorevole dottrina²⁰¹, richiamandosi alla distinzione operata, ritiene che, per quanto riguarda le regole che garantiscono la neutralità del mercato finanziario, l'accertamento della loro violazione dipende dall'esercizio dei poteri degli organi di vigilanza. Il senso dell'anticipazione della tutela, in questo caso, sta nel fatto che è opportuno rilevare tempestivamente il mancato rispetto delle regole di accesso al mercato, in quanto un intervento successivo sarebbe tardivo, non potendo più prevenire il danno agli interessi sostanziali sottostanti. In questo caso, però, stante il ruolo rilevante dell'autorità di vigilanza nel gestire e regolamentare l'accesso al mercato, non sembra che la violazione delle regole generali poste in questo ambito o di quelle dettate caso per caso dall'autorità possa essere legittimamente sanzionata in sede penale. Un simile uso della sanzione più afflittiva sarebbe, infatti, meramente simbolico e non sarebbe nemmeno in grado di assicurare l'impedimento tempestivo ed efficace della condotta vietata; cosa che, invece, potrebbe fare in maniera sicuramente più efficace l'autorità di vigilanza che, a seguito della riscontrata violazione, potrebbe impartire prescrizioni tecniche o irrogare sanzioni secondo le specificità del caso concreto, salvaguardando effettivamente la neutralità del mercato.

Diverse sarebbero, invece, le considerazioni da svolgersi in ordine alla seconda categoria di regole. Qui la violazione della regola di condotta sottenderebbe automaticamente l'offesa a un interesse meritevole di tutela in sede penale, interesse di portata comune e generale. La violazione della regola non sarebbe, dunque, sanzionata in sé, ma in quanto sintomo di una lesione (o quanto meno della messa in pericolo) di un bene ulteriore e rilevante.

Questa conclusione ci sembra da condividere. Non sembra convincente, infatti, l'opinione che vede nella disciplina penale del mercato finanziario una tutela di mere

²⁰¹ PADOVANI, *Diritto penale della prevenzione e mercato finanziario*, cit., p. 645 ss.

funzioni²⁰². Vero è, come del resto si è visto in sede di analisi schematica della disciplina dettata dal T.U.F., che in larga parte le sanzioni penali ivi previste sono volte esclusivamente a rafforzare la disciplina extra-penale e a fungere da deterrente per la loro violazione, con la conseguenza di un uso meramente simbolico del diritto penale che “spunta le sue armi” ed è condannato all’ineffettività, non essendo questa la struttura di una norma penale efficace e funzionale. Non sembra, però, che queste considerazioni possano valere in assoluto, e in particolare non con riguardo alla manipolazione del mercato, fattispecie che sembra sottendere qualcosa in più della mera violazione delle regole del gioco, un qualcosa ravvisabile quanto meno in una proiezione offensiva nei confronti di un interesse che deve essere ancora compiutamente individuato. E’ vero che la manipolazione del mercato potrebbe essere intesa come la violazione di regole di comportamento aventi particolare rilievo nell’ambito dei mercati finanziari, con caratteristiche tipiche della frode e dell’abuso. Tuttavia, sembra che ridurre il contenuto di questa fattispecie alla mera violazione di una regola di condotta, o ritenere che si tratti della punizione di una condotta in sé lecita, si risolva in un atteggiamento quanto meno formalistico, se non errato, che non tiene conto dell’aspetto materiale dell’illecito. Quello che, infatti, rende le regole che sarebbero sottostanti alla fattispecie di cui all’art. 185 T.U.F. intrinsecamente diverse da quelle, per esempio, di cui all’art. 166 T.U.F., in tema di intermediari, o all’art. 172, in tema di emittenti, è il contenuto di offesa che l’integrazione del fatto tipico porta con sé. Riteniamo, infatti, che la fattispecie possa essere interpretata in modo da presentare un contenuto reale di offesa, ed è questo contenuto che la rende diversa dalle altre regole, tanto da farci pensare che non di tutela di funzioni si tratti, ma di tutela di un vero e proprio bene giuridico.

Segue: il risparmio

Occorre tracciare brevemente il punto delle acquisizioni raggiunte fino ad ora.

In ultima analisi il concetto di economia pubblica, seppure nella versione “attualizzata”, non sembra idoneo a costituire l’oggetto della tutela perché appare troppo vago e inafferrabile, dunque incapace di costituire il referente dell’illecito e di svolgere una funzione limitatrice secondo le premesse che abbiamo tracciato. Tuttavia, delle posizioni che individuano nell’economia pubblica l’oggetto della tutela sembra di dover “salvare” l’aspetto

²⁰² Opinione che sembra, tuttavia, condivisa anche da PADOVANI, *Diritto penale della prevenzione e mercato finanziario*, cit., p. 640, il quale, però, distinguerebbe tra tutela di funzioni proporzionata ed efficace, in vista di un interesse sostanziale meritevole, e quindi legittima, e tutela di mere funzioni.

che sottolinea il forte nesso con interessi patrimoniali e a carattere economico, anche se non si vede perché si debba richiamare, a tal proposito, un bene giuridico di categoria, una *ratio* di tutela quale l'economia pubblica.

Quanto alla posizione che fa riferimento al regolare funzionamento del mercato o alla corretta formazione dei prezzi, come si è visto, numerose sono le obiezioni che possono essere sollevate: se inteso come risultante delle forze economiche non è dotato di fondamento empirico, e, anche se fosse fondato, non di bene giuridico si tratterebbe, ma di una mera *ratio* di tutela. Si potrebbe obiettare che tale interesse sarebbe strumentale rispetto a un bene giuridico, magari di carattere costituzionale: si potrebbe pertanto affermare che la tutela della corretta formazione dei prezzi è meritevole di tutela in quanto presupposto ineliminabile per un bene giuridico di rango costituzionale, quale potrebbe essere la tutela del patrimonio o del risparmio. Ma anche volendo accogliere questa precisazione, oggetto reale della tutela non sarebbe il corretto funzionamento del mercato, o la corretta formazione dei prezzi, ma appunto il bene finale. Secondo un'altra ricostruzione, la manipolazione del mercato sarebbe riconducibile alla tutela di funzioni, considerata legittima, in questo caso, vista la rilevanza degli interessi sottesi. Come si è visto, però, anche questa soluzione non convince, anche se sembra offrire degli spunti per risultati più soddisfacenti.

In realtà, nessuna delle opzioni proposte appare riconducibile al concetto di bene giuridico che, sebbene per accenni, è stato tratteggiato nel par. 2. I diversi oggetti della tutela sembrano riferibili, semmai, a *rationes*, a interessi strumentali, alla tutela di mere funzioni. L'impossibilità di individuare un bene giuridico legittimamente tutelabile, però, getterebbe delle ombre sulla legittimità costituzionale della fattispecie, e allo stesso tempo renderebbe impossibile il collegamento con un referente materiale utile per una valutazione in termini di offensività.

In base alle indicazioni raccolte, tuttavia, sembra possibile svolgere delle osservazioni ulteriori.

Si è già osservato come, nell'ambito dell'opinione che considera la corretta formazione dei prezzi oggetto della tutela, parte della dottrina abbia inteso questa espressione e quella, collegata, di integrità dei mercati finanziari come “il collegamento fra un complesso di regole e un insieme di condizioni che devono essere assicurate nel quadro di una strategia volta a garantire l'integrità dei mercati, cioè a contenere la produzione di rischi finanziari”²⁰⁵.

Questa prospettiva sembra particolarmente pregnante di significato, in quanto pone in luce il rapporto tra una fisiologia delle operazioni finanziarie, caratterizzata da un rischio

²⁰⁵ PREZIOSI, *La manipolazione di mercato*, cit., p. 192.

intrinseco e ineliminabile nei mercati, secondo le cadenze cui si è accennato, e una patologia, che invece sarebbe data dall'innalzamento di tale rischio a livelli anomali. Tuttavia, anche una tale ricostruzione presta il fianco ad alcune critiche: prima tra tutte quella di indeterminatezza, in quanto non è dato sapere come si dovrebbe stabilire il limite del rischio “normale” e in presenza di quali condizioni, invece, il rischio diventerebbe anomalo, patologico. Si potrebbe ancorare questo passaggio alla posizione di vantaggio per alcuni investitori determinata dalla diffusione di una notizia falsa o dal compimento di operazioni simulate concretamente idonee a determinare una sensibile alterazione dei prezzi. Se, però, per la realizzazione della fattispecie ci si accontentasse della violazione delle regole poste a presidio dei mercati, si rischierebbe di sfociare nuovamente nella tutela di funzioni. Se invece si guardasse al substrato di tali regole, cioè alla condotta fraudolenta²⁰⁴ che squilibra le posizioni degli operatori, determinando un aumento del rischio per alcuni investitori a vantaggio di altri, si porrebbe un ulteriore problema. La condotta fraudolenta in sé non può rappresentare il nucleo centrale dell'offesa, ma semmai una modalità di esplicazione del fatto tipico, in quanto diversamente si rischierebbe di punire una condotta solamente “scorretta” o, se si vuole, immorale.

Si potrebbe affermare che l'aspetto della frode caratterizza la condotta, dalla quale deve, però, derivare un aumento del rischio per alcuni investitori²⁰⁵. In questo senso, oggetto dell'offesa non sarebbe necessariamente un danno patrimoniale determinato da una inefficiente allocazione della risorsa risparmio, ma anche semplicemente una lesione della libertà di investimento, della libertà di autodeterminazione dell'investitore, il quale si vedrebbe limitato nella sua possibilità di scegliere (anche in un mercato caotico, imprevedibile, caratterizzato da una incompletezza delle informazioni e una mancanza di leggi causali individuabili) quanto rischiare e come rischiare, in quanto anche da operazioni teoricamente innocue, o su titoli a prima vista “sicuri”, il rischio potrebbe essere aumentato a dismisura a causa di comportamenti fraudolenti di altri operatori.

Tali aspetti, però, appaiono ancora indeterminati e necessitano di una ulteriore specificazione.

Si possono prendere le mosse dall'opinione che, anche sulla scorta delle indicazioni dell'Unione Europea, considera oggetto della tutela il corretto funzionamento, l'integrità del mercato finanziario; si è già visto come, in questa prospettiva, il mercato possa essere inteso come un luogo di scambio e di efficiente allocazione delle risorse, che non può esistere in assenza di un complesso di regole giuridiche che lo regolamentino e ne disegnino la

²⁰⁴ Riflette sulla componente fraudolenta nell'ambito dei reati finanziari anche SEMINARA, *Insider trading*, cit., p. 21, che opera un'analogia con la truffa.

²⁰⁵ Sul rapporto tra rischio consentito e frode v. PREZIOSI, *La manipolazione di mercato*, cit., p. 196.

fisionomia. Tuttavia, con un piccolo mutamento di prospettiva è possibile giungere ad ulteriori considerazioni. Se si focalizza l'attenzione non più sullo strumento, il mercato, ma sull'attività che vi si svolge, gli scambi, è evidente che la tutela si riempie di significato, comprendendo non tanto il rispetto delle regole formali che presiedono alla sicurezza allocativa, ma anche una tutela da comportamenti "predatori" che ne possano compromettere le stesse risorse economiche²⁰⁶. Le condotte riconducibili alla fattispecie di cui all'art. 185 T.U.F., di conseguenza, non ledono più, semplicemente, l'apparato regolatore apprestato dal legislatore per il mercato, né un generico quanto inafferrabile interesse alla "corretta formazione dei prezzi": esse ledono, invece, il bene rappresentato dal capitale e dal risparmio.

È proprio su quest'ultimo aspetto, sfiorato da tutte le prospettive fino ad ora ricordate, che sembra di dover focalizzare l'attenzione. Infatti, così come ricostruita al termine dell'indagine, l'economia pubblica sembra senz'altro ricomprendere gli interessi economici di un numero indefinibile di risparmiatori, anche se poi tende a proiettarsi su una scala macroscopica, perdendo in afferrabilità. Pure la corretta formazione dei prezzi, l'integrità dei mercati finanziari e il loro corretto funzionamento appaiono strettamente connessi con il tema del risparmio; questa volta, però, gli interessi proposti come oggetti della tutela sono posti su un piano anteriore e su una scala "minore" rispetto al risparmio, ma, come si è visto, non per questo più afferrabile. È vero, infatti, che la fattispecie incriminatrice punisce condotte "concretamente idonee a provocare una sensibile alterazione del prezzo"; ed è anche vero che la Direttiva 2003/6/CE, per sua espressa previsione, mira a tutelare l'integrità dei mercati finanziari, il regolare funzionamento dei mercati e la fiducia del pubblico; ma la lesione o la messa in pericolo di questi interessi rappresenta, in fondo, un sintomo della lesione del risparmio.

Questa nozione, tuttavia, necessita di una precisazione. In particolare, bisogna tenere conto di due questioni fondamentali. In primo luogo occorre provare a definire il risparmio, anche rispetto al concetto di patrimonio; in secondo luogo bisogna valutare la titolarità di tale bene, in quanto il qualificarlo come interesse individuale, diffuso o statale determina delle conseguenze quanto a fisionomia e modalità della tutela.

In generale, il risparmio può essere definito come quella quota di reddito non consumata immediatamente, ma accantonata²⁰⁷.

Dal punto di vista del rilievo giuridico, la nozione di risparmio è significativamente

²⁰⁶ In senso simile PREZIOSI, *La manipolazione di mercato*, cit., p. 203 parla di tutela del mercato come "bene economico".

²⁰⁷ V., per tutti, KEYNES, *Allgemeine Theorie der Beschäftigung, des Zinses und des Geldes* (1936), Berlin, 2006, p. 54., che poi elabora le varie motivazioni che possono spingere un soggetto a non spendere immediatamente tutto il reddito, ma a risparmiare.

cambiata nel corso del tempo²⁰⁸: si è passati da un rapporto di disponibilità fisica, per cui il denaro non speso rimaneva nella disponibilità del proprietario, a forme di risparmio immateriale, come il deposito presso le banche. È questo il modello a cui sembrano aver fatto riferimento i Costituenti, come emerge dall'analisi dell'art. 47 co. 1 Cost., che afferma: «La Repubblica incoraggia e tutela il risparmio in tutte le sue forme; disciplina, coordina e controlla l'esercizio del credito».

La caratteristica essenziale della nozione di risparmio così come concepita nella Costituzione starebbe nella sua tendenziale destinazione “a rischio zero”²⁰⁹: si tratterebbe di forme di risparmio solide, serie, sicure a lungo termine (il deposito bancario, la casa di abitazione, il terreno da coltivare); allo stesso tempo condizione e conseguenza di queste caratteristiche sarebbe il fatto che, in tutte queste situazioni, la conoscenza e la comprensione delle transazioni sarebbe accessibile a tutti e sarebbe, dunque, possibile una scelta razionale che porti in maniera agevole alla migliore allocazione della risorsa risparmiata. Queste caratteristiche, come si è visto, sono invece venute meno nell'attuale configurazione del risparmio e dei mercati finanziari; anche l'art. 117 Cost. novellato sembra prendere atto della modifica degli assetti, dal momento che al co. 2 lett e) tratta congiuntamente la tutela del risparmio e quella dei mercati finanziari, come per porre in evidenza che il risparmio presenta una stretta connessione con i mercati. Le attuali forme di risparmio non appaiono più solide come negli anni '50, il rientro del capitale non è sicuro; e questa peculiarità è strettamente legata a quella per cui non è possibile una conoscenza completa delle informazioni, le scelte allocative appaiono complesse e per lo più incerte, con l'impossibilità di individuare, *a priori*, la scelta allocativa migliore in assoluto²¹⁰. In questo senso possiamo dire che la Costituzione, interpretata oggi anche alla luce delle modifiche introdotte nel 2001, tutela sia un risparmio inteso in senso “statico”, vale a dire quelle risorse che vengono semplicemente accantonate, accumulate, sia un risparmio inteso in senso “dinamico”²¹¹, cioè quello reinvestito all'interno

²⁰⁸ Per la ricostruzione di questa nozione v. SGUBBI, *Il risparmio come oggetto di tutela penale*, cit., p. 341 ss.; per una disamina dell'evoluzione del risparmio, anche al di là dei confini strettamente giuridici, cfr. ALESSANDRI, *Un esercizio di diritto penale simbolico: la cd. tutela penale del risparmio*, in AA. VV., *La nuova legge di tutela del risparmio. Atti del convegno*, Milano, 2007, p. 71 ss.

²⁰⁹ Così SGUBBI, *Il risparmio come oggetto di tutela penale*, cit., p. 342 ss.

²¹⁰ SGUBBI, *Il risparmio come oggetto di tutela penale*, cit., p. 343 parla, a questo riguardo, di “un utilizzo del risparmio precario, incerto, di breve termine, liquido, giocoso, connotato da una elevata rischiosità”.

²¹¹ Bisogna evitare, però, che nel passaggio da una nozione statica ad una dinamica di risparmio come investito in un mercato tendenzialmente libero e globalizzato, il risparmio del pubblico trasfiguri nel mercato stesso, e quindi la tutela del risparmio si risolva, nuovamente, nella tutela del mercato. Il mercato deve rimanere lo strumento, o il luogo, in cui viene investito il risparmio; ma le due nozioni non si possono confondere.

del mercato finanziario e, quindi, potenzialmente fonte di un ulteriore aumento della ricchezza stessa²¹².

La nozione di risparmio potrebbe, quindi, essere distinta²¹³ da quella di patrimonio²¹⁴ perché manca di quella relazione fisica di disponibilità con la *res*. Ad opinione di alcuni Autori il medesimo bene potrebbe appartenere al patrimonio o alla quota di risparmio di un soggetto a seconda della destinazione e del rapporto che intercorre con il bene stesso, ove nel patrimonio verrebbe valorizzato il rapporto di fisica disponibilità, mentre il risparmio sarebbe strettamente connesso a un bene immateriale, come il denaro depositato in banca, ed eventualmente all'aspetto dinamico, dato dall'investimento nei mercati finanziari, ove l'elemento caratterizzante sarebbe la presenza di un rischio intrinseco²¹⁵.

Tale opinione, però, non appare del tutto condivisibile, dal momento che dalla stessa definizione che se ne è fornita appare evidente come il risparmio altro non sia che una componente del patrimonio.

Quanto alla titolarità, il risparmio sarebbe configurabile, in via di prima approssimazione, come un bene collettivo, essendo riferibile a una pluralità determinabile di risparmiatori, ai quali dovrebbero essere garantite le condizioni per il suo mantenimento e per l'esplicazione della libertà di iniziativa economica al riparo da turbative esterne, con il contenimento del rischio ineliminabile. Esso verrebbe in rilievo, quindi, sia come bene individuale, rappresentante una quota-parte del patrimonio del singolo, sia come bene

²¹² ALESSANDRI, *Un esercizio*, cit., p. 74.

²¹³ SEMINARA, *Insider trading*, cit., p. 19 svolge un'approfondita riflessione sulla possibilità di configurare l'*insider trading* come lesivo di interessi patrimoniali dei singoli che ci sembra possa essere rilevante, nonostante la differente configurazione delle due fattispecie. In particolare a questa opzione si opporrebbero diverse considerazioni: in primo luogo, configurare la fattispecie come reato di danno nei confronti del patrimonio ne stravolgerebbe l'essenza e ne limiterebbe la praticabilità. In particolare, l'autore ritiene non auspicabile la conseguenza per cui il fatto sarebbe penalmente irrilevante se non fosse fonte di danno ad alcuno o se l'agente non ne avesse tratto alcun profitto. Questa critica non ci sembra, in realtà, insuperabile; se la fattispecie fosse strutturata secondo questa modalità, non si vedrebbe perché dover punire comunque anche condotte prive di conseguenze dannose (seppure questa ipotesi sia sicuramente di difficile verifica). Molto più convincente sembra la critica (p. 23) che si appunta sull'impossibilità di stabilire un nesso eziologico tra lo sfruttamento delle conoscenze riservate e l'altrui pregiudizio economico. Al riguardo, infatti, sarebbe impossibile la prova del fatto che l'evento non si sarebbe verificato in mancanza dello sfruttamento delle informazioni da parte dell'*insider*; al riguardo sono note le argomentazioni circa la possibile carenza di lesività dell'*insider trading* e la punizione di un comportamento meramente immorale. Con riguardo alla manipolazione del mercato questa considerazione vale solo in parte, dal momento che la condotta manipolativa tende a determinare degli squilibri sul valore degli scambi, squilibri che quindi, potenzialmente, possono incidere negativamente sulle transazioni dei diversi operatori. Il problema, sul punto, sembra, però, essere la prova del danno e, comunque, la prova del nesso causale tra la manipolazione e le scelte di investimento degli operatori. Questo aspetto necessita di essere approfondito.

²¹⁴ Per una ricognizione critica circa le diverse concezioni del patrimonio come oggetto di tutela penale v. MOCCIA, *Tutela penale del patrimonio e principi costituzionali*, cit., p. 47 ss.

²¹⁵ ALESSANDRI, *Un esercizio*, cit., p. 77.

collettivo, se lo si considera, ad esempio, sotto il profilo dell'insieme dei risparmi investiti nei mercati finanziari, che fanno capo a soggetti diversi ma individuabili.

Si vede, dunque, come una simile interpretazione dell'oggetto della tutela non appaia incompatibile con il 2° considerando della Direttiva citata²¹⁶, che pure si riferisce all'integrità del mercato e alla corretta formazione dei prezzi. Forse ne era consapevole il legislatore quando, con l'art. 2 l. n. 62/2005 (legge comunitaria 2004, la stessa che ha introdotto la fattispecie di manipolazione del mercato nella sua ultima versione), ha conferito delega al Governo per l'attuazione della direttiva, prevedendo dei criteri direttivi di carattere generale e in particolare, quanto al criterio per l'uso dello strumento penale in luogo di quello amministrativo, ha stabilito doversi ricorrere al primo "solo nei casi in cui le infrazioni ledano o esponano a pericolo interessi costituzionalmente protetti". Appare coerente, dunque, che il legislatore, nell'introdurre una fattispecie penale in attuazione della legge delega, si sia orientato secondo i criteri stabiliti dalla delega stessa e abbia quindi apprestato la fattispecie a salvaguardia di un interesse di rango costituzionale²¹⁷.

²¹⁶ Il fatto che la Direttiva individui come oggetto della tutela proprio il regolare funzionamento del mercato non riveste un significato particolare né nel senso che debba essere necessariamente questo l'oggetto ultimo della tutela, né nel senso che, a parere del legislatore europeo, tale interesse si possa configurare come un bene giuridico meritevole di tutela penale. È noto, infatti, che a livello di Unione Europea non sussistono limiti agli oggetti di tutela legittimamente tutelabili, e questo si riflette sulle proposte, se non sulle scelte di criminalizzazione introdotte a livello europeo (basti considerare l'esempio paradigmatico della pedopornografia virtuale, su cui cfr. le lucide osservazioni di MOCCIA, *Sulle precondizioni dell'ermeneutica giudiziale nello stato di diritto*, in *Criminalia*, 2012, p. 302 ss.). Del resto, il principio della tutela di beni giuridici e il correlativo principio di offensività non sono accolti e non sono, dunque, vincolanti a livello europeo: cfr. il *Manifesto sulla politica criminale europea*, in RIDPP, 3, 2009, p. 1272 ss. che non contempla né l'obbligo della tutela di beni giuridici né il principio di offensività (si parla, piuttosto, dell'"esigenza di un legittimo scopo di tutela"). Come già si è affermato: il concetto di bene giuridico ha, forse, contorni indefiniti e una contenuta capacità limitatrice; ma rinunciarvi del tutto o svuotarlo di significato non sembra possa offrire un maggior contributo conoscitivo e critico. Su bene giuridico e offensività in una prospettiva europea v. DONINI, *Il principio di offensività. Dalla penalistica italiana ai programmi europei*, in www.penalecontemporaneo.it; ID., *L'eredità di Bricola e il costituzionalismo penale come metodo. Radici nazionali e sviluppi sovranazionali*, in www.penalecontemporaneo.it

²¹⁷ In questo senso PREZIOSI, *La manipolazione di mercato*, cit., p. 205, che propone una distinzione tra illecito penale e illecito amministrativo basata su una diversa portata offensiva delle condotte rese punibili dalle due disposizioni e quella diversità dell'interesse tutelato. Egli ritiene, infatti, che la fattispecie delittuosa sia caratterizzata da un elemento fraudolento differenziato rispetto a quello dell'illecito amministrativo: mentre in quest'ultimo caso rileva «l'effetto distorsivo e fuorviante che la condotta può avere sul flusso informativo destinato al mercato o sul prezzo degli strumenti negoziati, l'illecito penale considera in primo luogo la natura della condotta in quanto essa stessa artificiosa o simulatoria», cioè caratterizzata da una frode qualificata. I due illeciti, dunque, sarebbero posti a tutela di due interessi distinti: l'illecito amministrativo del mero interesse alla corretta formazione dei prezzi; quello penale, invece, del mercato inteso quale bene economico connesso al capitale e al risparmio, beni giuridici aventi rango costituzionale a norma degli artt. 47 co. 1 e 2 e 42 co. 2 Cost.

Secondo la prospettiva individuata, dunque, oggetto di tutela sarebbe il risparmio, bene di rilievo costituzionale, inteso come l'interesse del risparmiatore-investitore a una corretta allocazione e gestione del proprio risparmio-investimento²¹⁸.

In questo senso, dovrebbe essere posta in rilievo una prospettiva personalistica²¹⁹, ove il risparmio, come residuo di reddito non speso in consumi e quindi accumulato, potrebbe al tempo stesso garantire il perseguimento delle finalità dell'individuo e l'esplicazione della sua libera iniziativa in campo economico, in quanto gli consentirebbe di assumere delle risoluzioni che potrebbero rientrare nella disposizione dell'art. 41 Cost²²⁰. Il risparmio, in una prospettiva teleologica e costituzionalmente orientata, dovrebbe essere inteso quale strumento essenziale per il libero dispiegamento della personalità dell'individuo: è interesse di ciascuno che la parte di capitale accantonata e reinvestita possa essere usata per fini personali e non sia oggetto di condotte predatorie quali quelle che spingono il rischio oltre il limite del rischio intrinseco.

Si potrebbe, tuttavia, dubitare che un tale bene sia effettivamente caratterizzato da quegli elementi di materialità ed afferrabilità che ne garantiscono una effettiva offendibilità e la legittimità della tutela²²¹. Il rilievo costituzionale è evidente, ma non altrettanto l'individuabilità di un preciso contenuto di dannosità sociale né la valenza limitatrice e garantistica.

Si potrebbe provare ad ancorare la lesione del risparmio alla sussistenza di un danno patrimoniale.

D'altra parte, ancorare il perfezionarsi della fattispecie a un evento di danno patrimoniale crea significativi problemi di accertamento. Questo passaggio potrà essere meglio esplicitato in seguito a un'analisi compiuta della fattispecie, ma già *prima facie* è possibile evidenziare almeno due aspetti controversi, relativi alla difficoltà di individuare, da un lato, i

²¹⁸ Così BRICOLA, *Il diritto penale del mercato finanziario*, in *Contratto e impresa*, 1992, ora in *Scritti di diritto penale*, Milano, 1997, p. 3591 ss. In altro scritto, sempre relativo al mercato finanziario, Bricola (*Profili penali della disciplina del mercato finanziario*, p. 3450 ss.) richiama le difficoltà, in ambito economico, di individuare beni giuridici caratterizzati da afferrabilità e consolidamento nella struttura sociale e la tendenza a fondare la tutela su "concetti evanescenti o d'ordine macroeconomico (l'ordine economico, l'economia pubblica o, nel caso di specie, il mercato finanziario) e relatività storica, unita al grado di accettazione, spesso limitato, del valore del bene in seno alla collettività". In senso analogo quanto all'oggetto della tutela CONSULICH, *La giustizia e il mercato*, cit., p. 297 osserva come l'offesa prodotta dalla manipolazione riguardi il mercato e gli interessi che in esso confluiscono "e assume sempre più le forme della mancata massimizzazione, vale a dire dell'allocazione non efficiente di una risorsa economica".

²¹⁹ Su cui cfr. PELISSERO, *Prospettive economiche e prospettive personalistiche*, cit., p. 217 ss., che, citando Otto, pone in rilievo un procedimento di "personalizzazione" dei beni patrimoniali, con valorizzazione delle funzioni che il bene è in grado di assolvere nel soddisfacimento delle esigenze del titolare. Il danno, di conseguenza, non dovrebbe essere inteso tanto in termini di pregiudizio economico, ma come alterazione di funzioni. Da una tale ricostruzione Pelissero desume delle conseguenze in termini di depenalizzazione e tecniche di tutela alternative.

²²⁰ SGUBBI, *La manipolazione*, cit., p. 73 sulla tutela della formazione di una fisiologica volontà negoziale.

²²¹ Sul punto v. la citata ricostruzione di PREZIOSI, *La manipolazione di mercato*, cit., p. 202 ss., che garantisce l'uso dello strumento penale soltanto per la repressione di condotte che presentino un carattere di offensività nei confronti di un bene costituzionalmente tutelato.

soggetti che effettivamente sono stati colpiti dalla condotta manipolativa e, dall'altro, il danno effettivo che questi hanno patito.

Sotto il primo profilo, infatti, vista la rapidità degli scambi e il numero indefinito ma elevatissimo di grandi e piccoli investitori, e visto anche che gli effetti della condotta manipolativa si possono protrarre per un arco variabile di tempo, a seconda di un grande numero di fattori, a prima vista appare difficile individuare la platea di soggetti che effettivamente risultano interessati, e in particolar modo lesi, da un tale comportamento. Gli investimenti, infatti possono essere a lungo termine; un risparmiatore che possieda, per fare un esempio, i titoli azionari della società Alfa già al momento del compimento della condotta manipolativa su di essi, e che li mantenga nel lungo periodo, può darsi non risentire di nessun effetto, in quanto nel lungo termine l'oscillazione, positiva o negativa, determinata dalla manipolazione potrà essere annullata dagli infiniti fattori che incidono sull'andamento dei prezzi in ogni momento. Una tale impostazione, però, sarebbe erronea: anche se la perdita non è consuntivata ma solo virtuale potrebbe essere rilevante in quanto ha temporaneamente determinato una riduzione del patrimonio del singolo. Sembra, quindi, che il novero dei soggetti interessati dalla manipolazione possa essere accertato, anche se all'esito di un'analisi che comunque tenga conto delle diverse posizioni (dal momento che potrebbe anche accadere che alcuni investitori beneficino dell'alterazione dei prezzi determinatasi a seguito della manipolazione).

Quanto al secondo profilo, relativo alla quantificazione del danno - che qui rileva per la distinzione tra effetti positivi e negativi della manipolazione - a grandi linee si può affermare che, normalmente, questo viene individuato facendo riferimento alle variazioni medie subite da un determinato comparto (per esempio, i titoli telefonici o quelli bancari) nell'arco temporale successivo alla diffusione della notizia/compimento delle operazioni: la differenza tra la variazione subita dal titolo interessato dalla condotta manipolativa e quella del comparto di riferimento coinciderebbe con il danno, in termini di perdita o di minore guadagno, patito dagli investitori. Anche questo aspetto, però, ci pare meriti di essere approfondito nel prosieguo, in quanto non sembra che una tale quantificazione possa essere sempre appropriata: in primo luogo perché, come si è accennato sopra, non è detto che un soggetto, che pure porta a termine l'operazione che aveva in animo, debba avere un pregiudizio dall' (eventuale) alterazione delle quotazioni. In secondo luogo è ben possibile che l'operatore, in presenza di oscillazioni derivanti dalle operazioni manipolative, muti il suo progetto di investimento e sia in grado, magari, di ricavarne un guadagno ulteriore. Non sembra, infatti, che possa venire in rilievo anche la tutela della libertà di autodeterminazione negli

investimenti, la cui prova, peraltro, sarebbe impossibile: non si potrà, dunque, considerare soggetto passivo del reato di manipolazione del mercato colui che abbia visto limitata o alterata la sua libertà di investire senza subirne, però, alcun danno patrimoniale.

Sempre con riguardo alla quantificazione del danno, poi, non sembra che il confronto con l'andamento medio del comparto di riferimento sia di sicura affidabilità: pur in presenza di un *trend* univoco, sono frequenti gli scostamenti, anche significativi, tra i diversi titoli, nonché le influenze fisiologiche che incidono su singoli strumenti.

Va osservato che, *de lege lata*, l'intervento penale non è limitato ai soli casi di danno patrimoniale, dal momento che la fattispecie è formulata in termini di pericolo, non richiedendo né una concreta alterazione dei prezzi degli strumenti finanziari – il che pure si porrebbe in uno stadio anteriore rispetto alla lesione del bene finale – né, tanto meno, una lesione effettiva del risparmio/interesse economico; di conseguenza, i citati problemi circa l'accertamento del danno non dovrebbero rappresentare un ostacolo insormontabile all'individuazione di un bene comunque afferrabile.

Va, inoltre, considerato che, in base a un'ulteriore ricostruzione, sarebbe necessario evidenziare l'aspetto pubblicistico legato al risparmio, inteso in questo caso come “componente imprescindibile del processo di sviluppo economico e quindi interesse a una migliore allocazione della ricchezza e a una più robusta struttura economica”²²². Inteso in questo senso, il risparmio avrebbe una duplice valenza: da un lato sarebbe connesso, in una prospettiva pubblicistica, alla struttura e allo sviluppo economico dello Stato²²³; dall'altro, includerebbe anche la tutela dell'interesse del singolo risparmiatore o dei risparmiatori collettivamente intesi. Il rischio che deriva, però, dalla messa in evidenza dell'aspetto

²²² Anche questa definizione è di BRICOLA, *Il diritto penale del mercato finanziario*, cit., p. 3593 ss.

²²³ Tutela imposta, ad opinione di ALESSANDRI, *Un esercizio*, cit., p. 75, dal fatto che all'interno dei mercati possono anche riconfluire situazioni illecite (per esempio riciclaggio), che alterino il processo di sviluppo economico o addirittura lo danneggino: si pensi ai casi di fallimenti di grandi banche o società, che in altri tempi hanno richiesto interventi statali per evitare situazioni disastrose, il tutto a danno dei contribuenti. Anche PEDRAZZI, *Mercati finanziari (disciplina penale)*, cit., evidenzia l'aspetto pubblicistico, dal momento che le risorse finanziarie svolgono una funzione fondamentale nel sistema economico: provengono dall'accumulazione di risparmio ma vengono investite in consumi e attività produttive. «Quello che affluisce ai mercati finanziari è un risparmio che si traduce in investimento, particolarmente meritevole della tutela promessa dall'art. 47 Cost». La tutela del risparmio avrebbe natura polivalente, perché da un lato sarebbe volta alla conservazione del patrimonio dei risparmiatori; d'altra parte mirerebbe a prevenire la dispersione di risorse e ad agevolarne la corretta allocazione. Si potrebbe, al riguardo, parlare di tutela collettiva in un duplice senso: da un lato perché l'interesse patrimoniale dei singoli risparmiatori gode di una protezione complessiva, congiunta in cui restano assorbite le posizioni individuali; dall'altro perché, in una prospettiva macroeconomica, emergerebbero fattori di benessere e di sviluppo che riguardano l'intera collettività. La tutela non potrebbe essere volta a eliminare l'intrinseca rischiosità del mercato, ma potrebbe evitare che il rischio si innalzi in ragione di turbative anomale e patologia criminale.

pubblicistico è quello di arretrare la soglia di tutela a causa della difficoltà di individuare una concreta lesività delle condotte, orientando la fattispecie più verso la salvaguardia di strutture e funzioni che verso interessi materiali e concretamente definibili.

Sembra che ricondurre la tutela del risparmio a una prospettiva marcatamente pubblicistica possa prestarsi alle medesime obiezioni sollevate nei confronti della tutela dell'economia pubblica; il fatto che il danno al bene giuridico presenti anche dei riflessi di carattere pubblicistico non significa affatto che debba configurarsi come pubblico. Basti considerare l'esempio più noto: anche l'uccisione di un uomo può avere delle ripercussioni sull'intera collettività, ma –salvo che si aderisca a concezioni estreme – non si potrà certo affermare che la vita sia un bene pubblico.

In conclusione, sembra di poter affermare che il bene giuridico tutelato vada individuato nel risparmio, inteso come componente del patrimonio dei singoli, che nei mercati finanziari può essere preso in considerazione come bene collettivo riconducibile a una pluralità di individui determinabili; bene, quindi, individuabile, di sicuro rilievo costituzionale e funzionale allo sviluppo della personalità dei singoli.

Capitolo II

L'analisi della fattispecie

1. I soggetti attivi
2. Le condotte tipiche
 - 2.1 La manipolazione informativa
 - 2.2 La manipolazione operativa
 - 2.3 Gli “altri artifici”
 - 2.3.1 I casi Mensi e Crovetto
 - 2.4 Unità e pluralità di reati con riguardo al delitto di manipolazione del mercato
 - 2.5 Il concorso con altri reati
3. La possibilità di realizzare il reato mediante omissione
 - 4.1 L'offesa richiesta dalla fattispecie
 - 4.2 La concreta idoneità ad alterare il prezzo
 - 4.3 Il tipo di giudizio. Conseguenze in tema di base, momento e metro del giudizio
 - 4.4 La giurisprudenza sul tema
5. La fattispecie soggettiva
6. L'illecito amministrativo
 - 6.1 Il discrimine tra illecito penale ed amministrativo
 - 6.2 L'ipotizzabilità di un concorso tra illecito penale ed amministrativo
7. I “motivi legittimi” e le prassi di mercato ammesse
8. Il trattamento sanzionatorio
9. L'ammissibilità del tentativo

I soggetti attivi

Quanto ai soggetti attivi, la manipolazione del mercato è strutturata come un reato comune, dal momento che ha come destinatario “chiunque”: il legislatore non ha richiesto nessuna qualifica specifica né lo svolgimento di una particolare attività da parte dell'autore per la configurazione della fattispecie. Unico presupposto rilevante è, infatti, che il soggetto operi sugli “strumenti finanziari” di cui all'art. 180 T.U.F., mentre non è richiesto che gli strumenti siano emessi dal medesimo organismo per cui opera l'autore della manipolazione.

Le qualità personali del colpevole, tuttavia, figurano tra gli elementi (oltre alla particolare portata offensiva del fatto e all'entità del prodotto o profitto conseguito dal reato) che devono essere presi in considerazione dal giudice ai fini dell'applicabilità della circostanza aggravante (speciale e ad effetto speciale) di cui all'art. 185 co. 2 T.U.F, che può determinare l'aumento della multa fino al triplo o fino al maggiore importo di dieci volte il prodotto o il profitto conseguito dal reato.

Inoltre, la qualifica dell'agente, così come le modalità della condotta o la potenzialità diffusive della notizia²²⁴, potrà avere rilievo sul piano della commisurazione della sanzione *ex* art. 133 c.p. e, ricorrendone i presupposti, potrà fondare l'applicabilità dell'aggravante di cui all' art. 61 n. 11 c.p.²²⁵.

Di fatto, nella maggior parte delle ipotesi il reato viene realizzato da soggetti che in qualche modo sono collegati agli azionisti di controllo della società emittente, i cui titoli sono oggetto della manipolazione, posto che il compimento di condotte di manipolazione presuppone spesso accordi fiduciari con intermediari e investitori istituzionali²²⁶; in ogni caso si tratta per lo più di soggetti titolari di una particolare competenza tecnica, dal momento che l'ideazione e il compimento di condotte quali quelle descritte nella fattispecie presuppongono, comunque, determinate conoscenze.

Soggetti attivi possono essere anche, sempre a titolo esemplificativo, gli analisti finanziari o i revisori della società emittente (come è stato accertato nel notissimo caso Parmalat: in particolare questi avrebbero, attraverso la certificazione dei bilanci della finanziaria del gruppo e di quelli delle altre società del gruppo, concorso nella diffusione di

²²⁴ Che erano previste nell'abrogato art. 181 d. lgs. n. 58/1998 come circostanza aggravante, come ricorda SEMINARA, *L'aggiotaggio*, cit., p. 552.

²²⁵ Così ROSSI, *Le fattispecie*, cit., p. 2656; SEMINARA, *L'aggiotaggio*, cit., p. 552.

²²⁶ Lo nota ZANNOTTI, *Il nuovo diritto penale dell'economia*, cit., p. 433.

notizie false ed in particolare di notizie che rassicuravano la comunità finanziaria sulla solidità patrimoniale del gruppo stesso)²²⁷.

La scelta legislativa del reato comune è in continuità con la previsione di cui all'art. 501 c.p. e con gli stessi antecedenti storici della fattispecie di manipolazione, ovvero gli artt. 181 d. lgs. n. 58/1998 e 138 d. lgs. n. 385/1993.

Dal punto di vista sistematico va segnalato che, nel T.U.F., solo i reati di abusivismo e di ostacolo alle funzioni di vigilanza della Consob (artt. 166 e 175) sono strutturati come reati comuni. Infatti, lo stesso reato di abuso di informazioni privilegiate (art. 184 T.U.F.), sebbene la lettera della norma faccia riferimento a “chiunque” come soggetto attivo, è in realtà un reato proprio, in quanto la condotta assume rilevanza soltanto in ragione del nesso strumentale che collega il possesso dell'informazione privilegiata alla particolare situazione o condizione in cui si trova il soggetto²²⁸.

La scelta del reato comune, che amplia nettamente l'ambito della punibilità, si spiega in ragione della particolare rilevanza attribuita agli interessi tutelati²²⁹. Tuttavia vale la pena di osservare – per limitare l'esempio alla manipolazione informativa - che la diffusione della medesima notizia, se posta in essere da soggetti che ricoprono cariche sociali, godrà, probabilmente, di un maggiore credito e dunque presenterà una portata offensiva più spiccata; inoltre a tali soggetti, in ragione della loro qualifica, dovrebbe, secondo parte della dottrina, essere attribuita una posizione di garanzia circa la veridicità delle notizie diffuse²³⁰.

In tema di manipolazione informativa, un'attività potenzialmente delicata è quella svolta dai giornalisti²³¹, in relazione ai quali si è osservato che «alla luce dell'enorme potere dei *mass media* di influenzare l'atteggiamento e le scelte dei risparmiatori, nessun dubbio insorge in ordine all'opportunità di reprimere la pubblicazione consapevole su un periodico di notizie false, idonee ad alterare i prezzi del mercato. Nondimeno, occorre sottolineare sia la labilità del

²²⁷ V. ZANNOTTI, *Il nuovo diritto penale dell'economia*, cit., p. 433.

²²⁸ Cfr. SGUBBI, *La manipolazione del mercato*, cit., p. 74.

²²⁹ Così SEMINARA, *L'aggiotaggio*, p. 552, che però si mostra in parte critico per l'equiparazione di condotte che presentano un'attitudine offensiva molto diversa in ragione del diverso ruolo ricoperto dai soggetti a cui sono riconducibili. Nello stesso senso MAZZACUVA AMATI, *La manipolazione del mercato*, cit., p. 342; SGUBBI, *La manipolazione del mercato*, cit., p. 74.

²³⁰ Ritengono si debba individuare una posizione di garanzia MUCCIARELLI, *Altri artifici: una (controversa) modalità di realizzazione del delitto di manipolazione del mercato*, in BERTOLINO-EUSEBI-FORTI (a cura di), *Studi in onore di Mario Romano*, III, Milano, 2011, p. 2033; SGUBBI, *Abusi di mercato* (voce), cit., p. 28. Considerazioni critiche in relazione a questa scelta, anche in ragione della disparità rispetto a tutti gli altri reati societari interessati dalla riforma del 2002, sono espresse, in relazione alla fattispecie di cui all'art. 2637 c.c., da SEMINARA, *L'aggiotaggio*, cit., p. 552.

²³¹ Sul punto cfr. BOGNONI, *Aggiotaggio e diffusione di notizie false e tendenziose*, in *Mercato finanziario e disciplina penale – atti del convegno di studi De Nicola*, Milano, 1993, p. 127 ss. Bognoni, in qualità di direttore di un giornale, svolge interessanti considerazioni sull'attività dei giornalisti economico-finanziari e sull'impatto che una legge penale può avere in termini di repressione di condotte scorrette o illecite.

confine che separa i fatti penalmente illeciti dall'attività giornalistica lecita, sia la maggiore difficoltà della prova in ordine alla sussistenza del dolo, specie quando l'attività incriminata consista in notizie esagerate o tendenziose, cioè nella dilatazione o amplificazione di fatti sostanzialmente veri»²³².

Il ruolo importante dell'attività giornalistica è stato riconosciuto, nell'ambito della nuova disciplina degli abusi di mercato, anche all'interno del dibattito che ha portato all'emanazione della direttiva 2003/6/CE. Originariamente, per non rischiare di adottare regole limitative troppo rigide, a detrimento della libertà di stampa, si era ipotizzato di rimettere agli Stati membri l'individuazione di disposizioni specifiche relative all'attività giornalistica; nel testo definitivo della direttiva, invece, è stato specificato che «Con riferimento ai giornalisti che operano nello svolgimento della loro attività professionale, tale diffusione di informazioni va valutata (...) tenendo conto delle norme deontologiche proprie di detta professione, a meno che dette persone traggano, direttamente o indirettamente, vantaggi o benefici dalla diffusione delle informazioni in questione»²³³.

²³² SEMINARA, *L'aggiotaggio*, cit., p. 565 ss.; l'Autore continua: «A ben vedere, premesso che la fattispecie di aggiotaggio si incentra sulla diffusione di "notizie", escludendo così le semplici valutazioni presentate come tali, il problema qui insorge per la particolare natura della professione giornalistica, che si esplica necessariamente attraverso la raccolta e la diffusione di informazioni ancora ignote ai lettori, sicché più elevato appare il rischio che esse presentino un minore grado di aderenza alla realtà». Non sembra di poter condividere quest'ultima considerazione: che le informazioni siano note o meno ai lettori assume una rilevanza limitata, essendo sempre un obbligo del giornalista verificare la notizia, sia in ambito economico che in altri ambiti. Inoltre, seppur sia vero che la notizia ha probabilmente maggiore risonanza la prima volta che viene resa nota, è anche vero che, come si vedrà nel seguito, viene considerata tale anche una comunicazione che riporti dati già diffusi. Seminara conclude affermando che l'art. 2637 c.c. (la cui formulazione, si ricorda, è stata in parte trasfusa nell'art. 185 T.U.F. con variazioni relative al solo trattamento sanzionatorio) potrebbe funzionare come "precepto culturale" volto a imporre un'assoluta correttezza in un ambiente "che si alimenta di voci e di rumors", con il rischio di uno scarto significativo tra la dimensione fattuale e quella giuridica. Sul punto sembra di poter osservare che, se è vero quanto affermato dall'Autore circa il numero e la rilevanza delle "voci" in ambito finanziario, è anche vero che esse sono appunto voci, e non notizie. Esse possono acquistare rilievo penale solo nel momento in cui vengono spacciate per notizie oggettive e certe; nessun problema, dunque, quanto all'espressione di opinioni personali, di ipotesi o di rumors, purché vengano presentati come tali. In relazione alla peculiare posizione dei giornalisti si veda anche ROSSI, *Le fattispecie*, cit., p. 2656, che si mostra in parte critica circa l'ipotesi di trattare con particolare rigore questa categoria di soggetti. La repressione, infatti, sarebbe necessaria tenuto conto della capacità dei mezzi d'informazione di influenzare le scelte dei risparmiatori; tuttavia, occorrerebbe "calibrare" attentamente gli interventi repressivi, da limitarsi soltanto ai casi in cui effettivamente manchino i requisiti di attenzione e di professionalità che devono caratterizzare e indirizzare l'attività giornalistica, ma non devono arrivare a divenire una sorta di censura o a limitare la libertà di stampa e di manifestazione del pensiero. Peraltro, la peculiare posizione dei giornalisti è presa in considerazione dalla direttiva 2003/6/CE all'art. 1, lett. c.

²³³ Art. 1 della citata direttiva 2003/6/CE, ove le diffusioni di informazioni rilevanti sono quelle «tramite i mezzi di informazione, compreso Internet, o tramite ogni altro mezzo, che forniscano, o siano suscettibili di fornire, indicazioni false ovvero fuorvianti in merito agli strumenti finanziari, compresa la diffusione di notizie incontrollate o di informazioni false ovvero fuorvianti, se la persona che le ha diffuse sapeva o avrebbe dovuto sapere che le informazioni erano false o fuorvianti». Sul punto, in maniera molto approfondita, MELCHIONDA, *Aggiotaggio*, cit., p. 259 ss., che sottolinea come tali indicazioni siano state prese in considerazione anche dal legislatore italiano in sede di recepimento della direttiva. Infatti,

È evidente che in relazione all'attività giornalistica assumono particolare rilievo la distinzione, comunque fondamentale, tra notizie false, esagerate e tendenziose - ove solo le prime sono espressamente previste dalla disposizione in tema di manipolazione del mercato²³⁴,

nell'illecito amministrativo di manipolazione del mercato, disciplinato dall'art. 187-ter d. lgs. 58/1998, è previsto: «Per i giornalisti che operano nello svolgimento della loro attività professionale la diffusione delle informazioni va valutata tenendo conto delle norme di autoregolamentazione proprie di detta professione, salvo che tali soggetti traggano, direttamente o indirettamente, un vantaggio o un profitto dalla diffusione delle informazioni». Inoltre l'Ordine nazionale dei Giornalisti ha approvato il 28 marzo 2007 una Carta dei Doveri dell'informazione economica, ove sono state fissate specifiche regole di condotta in ordine a vari aspetti potenzialmente connessi alla diffusione di informazioni economiche e finanziarie. In particolare, la Carta prevede che: 1) Il giornalista riferisce correttamente, cioè senza alterazioni e omissioni che ne alterino il vero significato, le informazioni di cui dispone, soprattutto se già diffuse dalle agenzie di stampa o comunque di dominio pubblico. L'obbligo sussiste anche quando la notizia riguardi il suo editore o il referente politico o economico dell'organo di stampa.

2) Non si può subordinare in alcun caso al profitto personale o di terzi le informazioni economiche e finanziarie di cui si sia venuti a conoscenza nell'ambito della propria attività professionale né si può turbare l'andamento del mercato diffondendo fatti o circostanze utili ai propri interessi.

3) Il giornalista non può scrivere articoli che contengano valutazioni relative ad azioni o altri strumenti finanziari sul cui andamento borsistico abbia in qualunque modo un interesse finanziario, né può vendere o acquisire titoli di cui si stia occupando professionalmente nell'ambito suddetto o debba occuparsene a breve termine.

4) Il giornalista rifiuta pagamenti, rimborsi spese, elargizioni, vacanze gratuite, regali, facilitazioni o prebende da privati o enti pubblici che possano condizionare il suo lavoro e la sua autonomia o ledere la sua credibilità e dignità professionale.

5) Il giornalista non assume incarichi e responsabilità in contrasto con l'esercizio autonomo della professione, né può prestare nome, voce e immagine per iniziative pubblicitarie incompatibili con la credibilità e autonomia professionale. Sono consentite, invece, a titolo gratuito, analoghe iniziative volte a fini sociali, umanitari, culturali, religiosi, artistici, sindacali o comunque prive di carattere speculativo.

6) Il giornalista, tanto più se ha responsabilità direttive, deve assicurare un adeguato standard di trasparenza sulla proprietà editoriale del giornale e sull'identità e gli eventuali interessi di cui siano portatori i suoi analisti e commentatori esterni in relazione allo specifico argomento dell'articolo. In particolare va ricordato al lettore chi è l'editore del giornale quando un articolo tratti problemi economici e finanziari che direttamente lo riguardino o possano in qualche modo favorirlo o danneggiarlo.

7) Nel caso di articoli che contengano raccomandazioni d'investimento elaborate dallo stesso giornale va espressamente indicata l'identità dell'autore della raccomandazione (sia esso un giornalista interno o un collaboratore esterno). Nelle raccomandazioni stesse i fatti devono essere tenuti chiaramente distinti dalle interpretazioni, dalle valutazioni, dalle opinioni o da altri tipi di informazioni non fattuali. Il giornalista autore della raccomandazione è tenuto ad includere un rinvio ad apposito sito internet o altra fonte che consente la consultazione della Carta dei doveri dell'informazione economica. Occorre inoltre, nel rispetto delle norme deontologiche già in vigore sulla affidabilità e sulla pubblicità delle fonti, che per tutte le proiezioni, le previsioni e gli obiettivi di prezzo di un titolo siano chiaramente indicate le principali metodologie e ipotesi elaborate nel formularle e utilizzarle.

8) La presentazione degli studi degli analisti deve avvenire assicurando una piena informazione sull'identità degli autori e deve rispettare nella sostanza il contenuto delle ricerche. In caso di una significativa difformità occorre farne oggetto di segnalazione ai lettori.

9) La violazione di queste regole integranti lo spirito dell'art. 2 della Legge 3.2.1963 n.69 comporta l'applicazione delle norme contenute nel Titolo III della citata legge.

Sul punto v. anche AMATI, *La disciplina degli abusi di mercato*, cit., p. 218 ss.

²³⁴ Ma sulla cui rilevanza v. *infra*, § 2.1.

mentre le seconde sono contenute in altre ipotesi di aggio, per tutte quella di cui all'art. 501 c.p.²³⁵ - nonché l'accertamento del dolo.

Le condotte tipiche

L'art. 185 T.U.F. articola il fatto punibile in tre diverse condotte: la diffusione di notizie false, il compimento di operazioni simulate e la realizzazione di altri artifici concretamente idonei a provocare una sensibile alterazione del prezzo degli strumenti finanziari.

In genere le modalità della condotta con cui si ritiene che possa realizzarsi la manipolazione sono due: la manipolazione informativa (o *information based manipulation*), che consiste nella diffusione, presso gli operatori del mercato finanziario, di informazioni false (concernenti le società emittenti, gli strumenti finanziari da queste emessi o anche fatti di diversa natura) e la manipolazione operativa (*market based manipulation*), che ha luogo attraverso il compimento di operazioni simulate sui mercati finanziari.

Sul punto sembrano, però, meritevoli di particolare attenzione le considerazioni di chi ha osservato come la tradizionale partizione tra manipolazione informativa e operativa abbia un carattere convenzionale e sia facilmente controvertibile²³⁶. In particolare, in alcune situazioni il compimento di un'operazione di borsa effettiva potrebbe celare una diffusione di informazioni ingannevoli: «Nel mercato finanziario l'agire, effettuando un'operazione, è una *species* del comunicare: al manipolatore basta dare risonanza alla propria transazione – cioè effettuare una comunicazione non verbale – per suscitare una reazione irrazionale negli altri investitori, poiché spesso il comportamento di questi ultimi risponde più alle impressioni suscitate da certi eventi, a ondate di entusiasmo o voci, che alle prospettive di reddito della società quotata»²³⁷.

Le difficoltà nel classificare le varie tecniche manipolative deriverebbero dalla difficoltà a definire in via generale la stessa manipolazione del mercato, che viene declinata in modi sempre diversi. Ogni distinzione sarebbe relativa, in quanto le stesse condotte manipolative mutano e determinano effetti diversi a seconda del tipo di titolo oggetto di aggressione, della struttura del mercato e della tipologia degli operatori.

²³⁵ Sul punto osserva però MELCHIONDA, *Aggio*, cit., p. 261, che anche le notizie esagerate e tendenziose sarebbero riconducibili, se non proprio alla nozione di notizie false, quanto meno agli "altri artifici".

²³⁶ CONSULICH, *La giustizia e il mercato*, cit., p. 73 ss.

²³⁷ CONSULICH, *La giustizia e il mercato*, cit., p. 74.

Sotto il primo profilo, un titolo maggiormente diffuso tra il pubblico degli investitori e a capitalizzazione più elevata è più difficilmente manipolabile, in quanto risulta arduo riuscire ad alterare il suo andamento.

Considerazioni analoghe valgono con riguardo al mercato di riferimento: un sistema di scambi piccolo e non liquido (in cui, cioè, risulta difficile convertire lo strumento finanziario in denaro) accresce la probabilità di buona riuscita della manipolazione²³⁸.

Infine, quanto alla tipologia degli operatori, si pensi alla presenza di *information seekers*²³⁹ che agiscono in concomitanza con il manipolatore: essi, recependo e sfruttando l'informazione (falsa), agiranno probabilmente in modo da portare i prezzi dello strumento finanziario ai livelli indicati dal manipolatore.

Vale la pena di riportare altre classificazioni²⁴⁰ che sono state proposte, quanto alle condotte manipolative. Una variante della prima schematizzazione, già ricordata, che distingue tra *information based manipulation* e *market based manipulation*, la seconda categoria viene sostituita dalla *price manipulation* (manipolazione dei prezzi), che si può articolare in *trade based manipulation* (manipolazione mediante operazioni effettive), *market power manipulation* (manipolazione mediante abuso di un potere di mercato) e *contract based manipulation* (manipolazione mediante l'esercizio di poteri contrattuali)²⁴¹.

Molto diffusa è, inoltre, un'ulteriore tripartizione, che distingue *information*, *action* e *trade-based manipulation* (manipolazione mediante informazioni fuorvianti, compimento di operazioni materiali, esecuzione di transazioni effettive). Tuttavia, questa classificazione si presta a numerose obiezioni; in particolare, la *action based manipulation* si risolverebbe in una forma di *information based manipulation*, dal momento che consiste in operazioni materiali realizzate fuori dal mercato, ma che determinano effetti riflessi sul mercato stesso, in ragione della loro comunicazione agli operatori.

Da queste brevi considerazioni emerge che un modello puro di manipolazione può esistere soltanto in via teorica; nella realtà il fenomeno si presenta per lo più come una commistione tra i vari modelli, ove il tentativo di classificazione serve senza dubbio a

²³⁸ Cfr. CONSULICH, *La giustizia e il mercato*, cit., p. 76 per ampie considerazioni tecniche relative alle diverse tipologie di mercato e alle conseguenze in termini di efficienza e manipolabilità.

²³⁹ Si tratta, come ricorda CONSULICH, *La giustizia e il mercato*, cit., p. 75, di “operatori che cercano informazioni finanziarie per poi sfruttarle in anticipo rispetto a tutti gli altri investitori”.

²⁴⁰ Sempre riportate e ricostruite da CONSULICH, *La giustizia e il mercato*, cit., p. 77 ss. (v. anche l'ampia bibliografia ivi citata).

²⁴¹ La particolarità di questa ipotesi è che la manipolazione non è fine a se stessa, o, meglio, non è l'obiettivo ultimo perseguito dal manipolatore, ma è lo strumento per far raggiungere al titolo una certa quotazione, dalla quale dipende la possibilità di esercitare determinati diritti contrattuali.

individuare i tratti caratterizzanti e i limiti delle varie ipotesi, ma necessita di essere adattato in maniera flessibile alle manifestazioni diversificate e sempre nuove.

Attenta dottrina²⁴² ha ritenuto, tuttavia, di individuare un elemento caratterizzante che accomunerebbe le diverse ipotesi di manipolazione; esse presenterebbero diverse sfumature che vanno dalla diffusione di un'informazione falsa, a un estremo, allo sfruttamento di un potere di mercato, all'altro estremo²⁴³. In ogni caso sarebbe presente un'artificiosità che si rivela lesiva, se non in termini di danno patrimoniale, almeno a livello di trasparenza, determinando una rappresentazione fraudolentemente alterata dello stato del mercato pericolosa per il risparmio.

Si afferma, quindi, che «Tutte le forme di manipolazione sono tali in quanto le operazioni che le compongono, pur potendo essere – isolatamente considerate – lecite, costituiscono – in una visione complessiva della manovra – un artificio illecito, consistente nel nascondimento delle reali ragioni economiche sottese alla variazione (o alla stabilizzazione artificiosa) del prezzo». Come è evidente, questo tema risulta strettamente collegato a quello delle operazioni in sé lecite e al problema, di non semplice risoluzione, del discrimine tra condotte penalmente rilevanti e non.

La manipolazione informativa

La prima delle condotte tipiche enunciate dall'art. 185 T.U.F. è la diffusione di notizie false.

²⁴² CONSULICH, *La giustizia e il mercato*, cit., p. 80-85.

²⁴³ Quanto allo sfruttamento di una posizione dominante, anche PREZIOSI, *La manipolazione*, cit., p. 63 ss. ritiene che essa, insieme alle operazioni fittizie di natura fraudolenta o simulatoria, possa rappresentare uno dei modi in cui si esplica la manipolazione; tuttavia l'Autore, a differenza di Consulich, reputa che l'elemento differenziale stia nel profilo della condotta e nella tipologia dell'offesa. L'esercizio di una posizione dominante, infatti, non presenterebbe un carattere fraudolento e non necessariamente danneggerebbe i singoli investitori, l'efficienza informativa del mercato o la stabilità delle emittenti; conseguenza necessitata sarebbe, piuttosto, una chiusura del mercato, che determinerebbe una limitazione della libertà di iniziativa economica degli altri operatori. In sostanza, nell'abuso di posizione dominante mancherebbe l'alterazione o la limitazione dell'informazione, con il conseguente danno alla trasparenza del mercato (e alla fiducia degli operatori nel mercato) che invece sarebbero tratti caratterizzanti e indefettibili delle operazioni simulate. Altro elemento comune tra le analisi di Consulich e Preziosi, invece, è il rilievo per cui tanto la manipolazione informativa quanto quella operativa incidono negativamente sull'informazione degli operatori, in quanto anche il compimento di operazioni simulate, all'interno o al di fuori del mercato, può determinare, di fatto, la diffusione di un'informazione non veritiera, che quindi si riverbera sulle nozioni che possono essere usate dagli operatori. Al riguardo, però, Preziosi (si veda in particolare p. 67) sembra partire dal presupposto di un mercato razionale ed efficiente, in contrasto con l'opinione più diffusa al riguardo (su cui cfr., per tutti, SGUBBI, *Il risparmio come oggetto*, cit.).

Per “diffusione” deve intendersi²⁴⁴ “una comunicazione di qualsiasi tipo (scritta o orale) e con qualsiasi mezzo trasmessa (stampa, televisione, radio, internet, pubblici discorsi)²⁴⁵, diretta ad un numero indeterminato di persone”²⁴⁶.

Tuttavia, parte della dottrina ritiene che anche una comunicazione indirizzata a un unico destinatario o a un numero limitato di soggetti possa valere a integrare la fattispecie quando la rivelazione della notizia costituisca un mezzo per favorirne la penetrazione, o comunque un artificio finalizzato a influire sul prezzo dei titoli²⁴⁷.

Una diversa opinione, invece, sostiene che comunicazioni destinate a un unico soggetto o comunque a un novero limitato di persone possa integrare una condotta riconducibile agli “altri artifici”, a condizione, chiaramente, che sussistano tutti gli elementi richiesti dalla norma per il perfezionamento del reato²⁴⁸. Un esempio potrebbe essere offerto dal caso in cui la notizia falsa venga comunicata a un analista, soggetto che normalmente informa gli operatori: è probabile che in questa situazione la notizia sia idonea a propagarsi. Diversa sarebbe l'ipotesi in cui la notizia venisse trasmessa a un unico operatore, che la utilizzasse per compiere una determinata operazione sul mercato: in questo caso mancherebbe qualunque attitudine a determinare una diffusione della notizia, e dunque la fattispecie di manipolazione del mercato non potrebbe essere integrata.

Con riguardo al termine “notizia”, invece, sembra rilevare una comunicazione che presenti dei dati con un contenuto di apparente oggettività; oggetto delle notizie sono avvenimenti, circostanze di fatto o situazioni, e non opinioni personali dell'autore²⁴⁹.

²⁴⁴ La definizione è di SGUBBI, *La manipolazione del mercato*, cit., p. 75.

²⁴⁵ In via esemplificativa ZANNOTTI, *Il nuovo diritto penale*, cit., p. 434 ss. ricorda le interviste, le conferenze stampa e i comunicati stampa, le *newsletters*, i *reports* etc.

²⁴⁶ Al riguardo osserva MAGRO, *Manipolazioni di mercato e strumenti derivati*, in *Dir. banca merc. fin.*, 2007, p. 59, che la fattispecie in esame ha un campo di applicazione molto vasto, non essendo limitata alle comunicazioni previste dalla legge e finalizzata all'inganno di soggetti determinati.

²⁴⁷ SEMINARA, *L'aggiotaggio*, cit., p. 553. Anche ZANNOTTI, *Il nuovo diritto penale*, cit., p. 435 evidenzia come a rilevare sia la potenzialità lesiva, che discende non solo dal numero di soggetti interessati dalla comunicazione, ma anche dal loro ruolo: una notizia falsa trasmessa a un analista finanziario, che ha il compito di informare gli operatori del mercato, avrà un peso ben diverso della diffusione della medesima notizia presso un ristretto numero di operatori. Sul punto cfr. anche ROSSI, *Le fattispecie*, cit., p. 2658 ss., la quale ritiene che nel caso di comunicazione della notizia a un singolo operatore, mancando il requisito della comunicazione al pubblico, si potrebbe configurare, piuttosto, il reato di truffa.

²⁴⁸ V. DI AMATO, *Gli abusi di mercato*, in DI AMATO (a cura di), *I reati del mercato finanziario- Trattato di diritto penale dell'impresa*, Padova, 2007, IX, p. 141; CERQUA, *Reati di aggiotaggio (voce)*, in *Dig. Pen., Agg.*, IV, II, Torino, 2008, p. 894.

²⁴⁹ MUSCO, *I nuovi reati societari*, cit., p. 277-278; MUCCIARELLI, *Aggiotaggio*, cit., p. 424 ss. Sul punto CONSULICH, *La giustizia e il mercato*, cit., p. 194 osserva che anche la diffusione di apprezzamenti e opinioni potrebbe includere la divulgazione di notizie false. Infatti, le stesse valutazioni potrebbero veicolare notizie false, in particolare utilizzando premesse non veritiere come basi del ragionamento valutativo. In questo caso, ad opinione dell'Autore, non dovrebbe essere esclusa la rilevanza penale: «la pubblicazione di valutazioni, la diffusione di voci sapientemente fatte circolare e le comunicazioni di notizie false a destinatari individuali (...) potrebbero agevolmente rientrare nella sottofattispecie residuale del compimento di altri

Non sono riconducibili, dunque, al concetto di notizia le voci, i *rumors*²⁵⁰, le previsioni, gli apprezzamenti e le dicerie²⁵¹ che siano sprovvisti di elementi tali da consentire l'identificazione e il riscontro fattuale di quanto comunicato²⁵². Simili situazioni potranno, invece, acquistare rilevanza quando siano le stesse voci o gli stessi apprezzamenti ad essere “falsi”, nel senso che è falsa la circostanza della loro formulazione da parte dei soggetti a cui vengono attribuiti. Ciò che assume rilevanza, in questi casi, non è il contenuto della voce o del giudizio, ma la loro esistenza come circostanza storica in relazione alla quale può formularsi un giudizio di verità o falsità²⁵³.

Quanto all'ambito cui la notizia si deve riferire, non ci sono limitazioni: le notizie di natura economico-finanziaria presentano, intuitivamente, una maggiore attitudine a influire sui prezzi del mercato; tuttavia può acquistare rilevanza anche una notizia a contenuto politico, amministrativo o sociale²⁵⁴.

Sotto altro profilo, alcuni Autori hanno criticato la limitazione alle sole notizie, in quanto, talvolta, anche voci particolarmente credibili potrebbero essere in grado di determinare una sensibile alterazione del prezzo²⁵⁵. Questa opinione, tuttavia, non sembra condivisibile. La questione, infatti, non riguarda tanto la capacità di influenzare o meno l'agire degli operatori, quanto l'erronea rappresentazione della realtà indotta dalla notizia falsa. Un conto è che un operatore scelga autonomamente di dare credito a quella che viene presentata come un'opinione (e che poi si rivela errata); altra cosa è che una notizia falsa venga presentata

artifici, se comunque idonee a fornire una rappresentazione alterata della realtà fattuale». Se la questione dei destinatari individuali può assumere, come si è visto, rilevanza penale in ragione del particolare ruolo svolto dal singolo destinatario (sempre, però, con la sussunzione nella categoria degli “altri artifici”, mancando, diversamente, il requisito della “diffusione”), non ci pare che possa valere lo stesso discorso per quanto riguarda le voci e le opinioni. Il punto è questo. Se ad essere falsa è la premessa su cui si basa l'opinione, e la premessa viene presentata come un dato oggettivo, sembra che l'ipotesi possa essere ricondotta a una notizia falsa. Diverso è il caso in cui sia l'opinione stessa ad essere considerata “falsa”: ciò, in realtà, non si può mai verificare perché, trattandosi di un giudizio, di un'opinione individuale, non è possibile affermare in maniera oggettiva se essa sia falsa o vera. Ciò che rileva è che viene presentata come opinione, per cui manca una valenza decettiva, dal momento che gli operatori non vedranno l'opinione come un dato oggettivo su cui eventualmente basare le proprie scelte. Il problema, tuttavia, si pone con riguardo a giudizi infondati emessi da soggetti considerati particolarmente attendibili e il cui parere gode di una vasta risonanza: si pensi alle società di *rating*.

²⁵⁰ I *rumors* sono, sostanzialmente, voci che riportano sospetti di cui si fa trasparire la fondatezza o camuffate da indiscrezioni anonime e senza conferma ufficiale. V. CONSULICH, *La giustizia e il mercato*, cit., p. 76; VIZZARDI, *Manipolazione del mercato: un “doppio binario” da ripensare?*, in RIDPP, 2006, p. 713.

²⁵¹ Tuttavia, la diffusione «di informazioni, voci o notizie false o fuorvianti che forniscano o siano suscettibili di fornire indicazioni false ovvero fuorvianti in relazione agli strumenti finanziari» è rilevante ai sensi dell'art. 187-ter T.U.F., che disciplina l'illecito amministrativo di manipolazione del mercato.

²⁵² MUSCO, *I nuovi reati societari*, cit., p. 278.

²⁵³ DI AMATO, *Gli abusi di mercato*, cit., p. 142 ss.

²⁵⁴ Cfr. AMATI, *Abusi di mercato*, cit., p. 183. Si pensi, per esempio, a un cambio di governo o a una crisi politica che potrebbe determinare uno stato di incertezza.

²⁵⁵ ROSSI, *Le fattispecie penali di agiotaggio*, cit., p. 2661, la quale ritiene che rilevanti siano gli effetti del messaggio sui destinatari, e non tanto la natura valutativa o meno. Sul punto v. anche *supra*, nota 26.

come vera, creando l'apparenza di una situazione oggettiva o della sussistenza di dati di fatto che in realtà non esistono.

E' discusso, poi, se le notizie possano avere ad oggetto solo fatti storicamente già accaduti²⁵⁶ o se possano essere rilevanti anche notizie relative a fatti futuri, purché traggano origine da un riferimento al presente²⁵⁷; la seconda soluzione sembra più convincente.

Non è necessario che la notizia si fondi su dati riservati, ma, secondo parte della dottrina, non avrebbe rilevanza una notizia che si limiti a riportare dati notori²⁵⁸.

A questo riguardo, va sottolineato che nel caso Parmalat sono stati, inizialmente, ritenuti rilevanti alcuni comunicati stampa (riconducibili alle comunicazioni al pubblico obbligatorie ex art. 114 T.U.F.); tuttavia, in sede di dibattimento è emerso che molti di essi si limitavano a riprodurre dati già noti al mercato, in quanto contenuti nel bilancio e nelle relazioni di periodo. Di conseguenza, non sembravano idonei a influenzare effettivamente il mercato e avrebbero dovuto essere considerati alla stregua di *post facta* non punibili rispetto al delitto di false comunicazioni sociali²⁵⁹. Il dato rilevante però è che, sebbene la giurisprudenza, nel caso di specie, abbia escluso la rilevanza di tali comunicati ai fini della realizzazione della fattispecie, è stato specificato che ciò è avvenuto solo perché i comunicati in questione non apparivano concretamente idonei a determinare una sensibile alterazione del prezzo. Il dato caratterizzante ai fini dell'esclusione della punibilità, dunque, non era la mancanza di novità, ma l'inidoneità, nel caso di specie, a determinare l'alterazione del prezzo²⁶⁰.

Quanto alla falsità della notizia comunicata, essa corrisponde a un'obiettiva difformità dal vero. Si ritiene che sia tale anche quella incompleta, che ometta di riportare dati

²⁵⁶ Così, tra gli altri, MUSCO, *I nuovi reati societari*, cit., p. 277 ss.

²⁵⁷ MUCCIARELLI, *Aggiotaggio*, cit., p. 424; SEMINARA, *L'aggiotaggio*, cit., p. 555; DI AMATO, *Gli abusi di mercato*, cit., p. 142.

²⁵⁸ Si esprimono così ROSSI, *Le fattispecie*, cit., p. 2659; SEMINARA, *L'aggiotaggio*, cit., p. 553. Va specificato che, secondo l'opinione della Corte di Cassazione (Cass. Civile, sez. III, sent. 5146/2001) «la differenza tra il noto e il notorio sta nella maggiore estensione, per quanto riguarda quest'ultimo, dei soggetti in possesso della conoscenza del fatto noto, ma non consiste in una differenza ontologica - come ritenuto dalla sentenza impugnata - tra fatti già accertati (il noto) e fatti ancora da accertare (il notorio)».

²⁵⁹ Sul punto v. SGUBBI, *La manipolazione del mercato*, cit., p. 78.

²⁶⁰ Al riguardo appaiono rilevanti due passaggi della sentenza di I grado (Trib. Milano, 18.12.2008, caso Parmalat, in www.penalecontemporaneo.it). Innanzitutto, il Tribunale ha sottolineato che, ai fini dell'applicazione dell'art. 185 T.U.F., non esistono limitazioni «in merito alla tipologia dei veicoli informativi attraverso cui può avvenire la diffusione di notizie false (...) non sono previste restrizioni di tipo contenutistico quanto al dato propalato, atteso che è punito chiunque diffonde notizie false, qualsiasi sia il loro contenuto, purché siano "idonee a provocare una sensibile alterazione del prezzo di strumenti finanziari"» (p. 99); inoltre, «non può certo escludersi a priori che anche la conferma di una notizia già nota, specie quando il mercato nutra delle perplessità sulla sua genuinità, possa integrare il reato di aggiotaggio informativo, dovendosi avere riguardo alle circostanze del caso concreto. Per altro verso, va evidenziato che, se sorge in capo all'emittente la necessità di confermare una notizia già propalata al mercato, la stessa si colora di novità e attualità ogniqualvolta la sua diffusione venga reiterata» (p. 111).

significativi: la notizia, per essere vera, deve essere anche completa, in quanto il tacere alcuni aspetti può determinare una fraudolenta alterazione della rappresentazione della realtà²⁶¹.

A tal proposito, una recente sentenza di I grado ha affermato che «il connotato della falsità può consistere nell'enunciazione di fatti in assoluto non rispondenti alla realtà, o nella fuorviante rappresentazione di una realtà, vuoi perché carente nella descrizione di aspetti significativi, vuoi perché parziale e incompleta: tale è, ad esempio, l'informazione caratterizzata dal nascondimento di un dato rilevante, capace di mutare il senso complessivo della situazione del mercato di uno o più titoli e di far percepire al mercato – mediante lo stesso effetto ingannevole di una condotta fraudolenta di diffusione di notizie false – una rappresentazione alterata della realtà»²⁶².

Falsa può essere, anche, la smentita di una notizia vera; non vi è motivo, infatti, di distinguere tra “falso come rappresentazione di un fatto inesistente e falso come negazione di un fatto esistente”²⁶³. Chiaramente, in questa ipotesi bisognerà verificare con cautela che la smentita corrisponda, nei fatti, alla diffusione di una notizia non vera²⁶⁴.

Al momento dell'introduzione della fattispecie di cui all'art. 2637 c.c.. che riuniva tutte le precedenti ipotesi “speciali” di aggio, si è posto il problema di distinguere tra le notizie false e quelle esagerate e tendenziose, attributi che erano presenti nella precedente versione degli artt. 138 d. lgs. 385/1993 e 181 d. lgs. 58/1998 (e che sono ancora previsti dall'attuale formulazione dell'art. 501 c.p.), ma che non erano stati inseriti nella disposizione del codice civile, così come riformulata dopo la riforma, e non sono nemmeno contemplati dall'attuale versione dell'art. 185 T.U.F.

Secondo parte della dottrina, la falsità sarebbe presente ogni qualvolta venga presentato un quadro distorto della realtà, indipendentemente dalle modalità con cui tale distorsione viene posta in essere; di conseguenza rientrerebbero nell'ambito di applicazione della fattispecie sia le notizie completamente false, sia quelle esagerate (cioè quelle che si caratterizzano per un'alterazione quantitativa di elementi essenziali del fatto, un ingigantimento della portata dei fatti) e quelle tendenziose (cioè quelle che, sebbene fondate su

²⁶¹ In questo senso Trib. Milano 18.12.2008, cit., che si sofferma sulla rilevanza del silenzio; v. SGUBBI, *La manipolazione del mercato*, cit., p. 79-80 per la giurisprudenza sul punto; D'ALESSANDRO, *Fattispecie di aggio e prassi di mercato ammesse, tra esclusione del tipo e cause di giustificazione*, in BERTOLINO-EUSEBIO-FORTI (a cura di), *Studi in onore di Mario Romano*, Napoli, 2011, p. 1845; MASUCCI, *Abusi di mercato*, cit., p. 266, che distingue tra informazione reticente, manipolazione mediante omissione e omesso impedimento della manipolazione.

²⁶² Tribunale di Milano, 15.12.2011, p. 161 (cd. caso scalata BNL).

²⁶³ Così MUCCIARELLI, *Aggio*, cit., p. 426.

²⁶⁴ Su questa necessità v. ROSSI, *Le fattispecie*, cit., p. 2660.

dati reali, tendano a favorire una certa interpretazione e a ingenerare una certa opinione nel pubblico e, quindi, presentino una valenza suggestiva, quando non del tutto ingannatoria)²⁶⁵.

Altri Autori, invece, ritengono che le notizie esagerate e tendenziose mantengano la loro rilevanza penale non in quanto comunque riconducibili alle notizie false, ma perché rientranti negli “altri artifici”²⁶⁶.

La manipolazione operativa

La seconda forma di manipolazione consiste nel compimento di operazioni simulate. Parte della dottrina aveva visto nell'introduzione di tale espressione un tentativo, da parte del legislatore, di caratterizzare in maniera più stringente la tipicità della fattispecie²⁶⁷; non sembra, però, che il risultato sia stato particolarmente felice, visto che l'espressione appare molto ampia e di incerta connotazione, tanto che si auspica da più parti una sua riformulazione. Addirittura alcuni Autori hanno prospettato la possibilità di una catalogazione *ex ante* delle operazioni rilevanti²⁶⁸, anche se sembra da condividere l'opinione circa l'impossibilità, l'inutilità e addirittura la pericolosità di una simile soluzione.

²⁶⁵ Propende per questa lettura SEMINARA, *L'aggiotaggio*, cit., p. 555, il quale ritiene che il disvalore penalmente sanzionato si radichi, in ogni caso, nella distorsione della realtà; l'Autore, a sostegno di tale tesi, cita un passaggio della Relazione ministeriale al d. lgs. 61/2002, che ha introdotto l'art. 2637 c.c. nella formulazione che comprendeva le tre ipotesi “speciali”, in cui si afferma: «È stato eliminato dalla condotta di entrambe le forme di aggiotaggio il riferimento (ritenuto sovrabbondante rispetto al requisito della falsità) alle notizie “esagerate o tendenziose”». In proposito anche SGUBBI, *La manipolazione del mercato*, cit., p. 79 nota 25 ricorda che la stessa Corte costituzionale (con sentenza 16.3.1962, n. 19, in *Giur. Cost.*, 1962, p. 189), in relazione all'art. 656 c.p., aveva osservato che «l'espressione “notizie false, esagerate o tendenziose” (...) è una forma di endiadi, con la quale il legislatore si è proposto di abbracciare ogni specie di notizie che, in qualche modo, rappresentano la realtà in modo alterato». ROSSI, *Le fattispecie*, cit., p. 2660 concorda con gli Autori citati nel ritenere che anche le notizie esagerate e tendenziose, determinando una distorsione della realtà, possano essere ricondotte alle notizie false; se anche così non fosse, continua l'Autrice, potrebbero comunque integrare un'ipotesi di “altri artifici”. *Contra* ZANNOTTI, *Il nuovo diritto penale*, cit., p. 436, che considera irrilevanti, ai fini della riconduzione alla condotta tipica in esame, le notizie esagerate e tendenziose.

²⁶⁶ Così MUSCO, *I nuovi reati societari*, cit., p. 278; diversamente MAGRO, *Manipolazioni dei mercati finanziari e diritto penale*, Milano, 2012, p. 282 ss., sostiene che tale considerazione valga solamente per le notizie tendenziose.

²⁶⁷ In particolare v. PEDRAZZI, *Turbativa dei mercati*, in *Scritti di diritto penale*, IV Milano, 2003, p. 128, originariamente in *Dig. Disc. Pen.*, IV, vol. XIV, Torino, 1999, il quale afferma: «Il tradizionale alquanto vago parametro dell'art. 501 c.p. viene così reso più espressivo enunciando dal *genus* degli artifici un'esemplificazione più tangibile, fornita dalle operazioni simulate»; nello stesso senso MUSCO, *I nuovi reati societari*, cit., p. 278; scettico sul risultato finale di maggiore determinatezza MUCCIARELLI, *Speculazione mobiliare*, Milano, 1995, p. 203.

²⁶⁸ Cfr. sul punto PREZIOSI, *L'aggiotaggio*, cit., 484; in senso contrario, però, MUCCIARELLI, *Aggiotaggio*, cit., p. 428, il quale afferma che le operazioni «vanno collocate nel contesto nel quale vengono effettuate e solo all'interno di tale contesto se ne potrà apprezzare l'eventuale portata artificiosa e la loro concreta idoneità a determinare l'evento pericoloso richiesto per la sussistenza del tipo».

È discusso se il compimento di operazioni simulate rappresenti una specificazione o un esempio di “altri artifici” o se le due ipotesi siano nettamente separate. L’opinione maggioritaria²⁶⁹ ritiene che tra le due condotte vi sia un rapporto di *genus a species*, in ragione del pronome “altri” apposto accanto agli artifici²⁷⁰, per cui il compimento di operazioni simulate non sarebbe altro che un esempio di artificio²⁷¹.

Il concetto di operazioni simulate comprenderebbe, secondo autorevole dottrina²⁷² «ogni condotta, lecita o illecita, caratterizzata – in sé o nel suo complesso o alla luce del contesto in cui si svolge – da una oggettiva valenza ingannatoria, a causa della sua capacità di influenzare l’andamento dei prezzi mediante la rappresentazione di una situazione di mercato non corrispondente alla realtà o la dissimulazione di una situazione reale».

L’espressione “operazioni simulate” va interpretata nel suo significato tecnico-giuridico, tale, cioè, da ricomprendere sia le ipotesi di simulazione assoluta²⁷³ (quelle, cioè, in cui le parti non avevano in realtà intenzione di realizzare alcuna operazione), sia le ipotesi di simulazione relativa (in cui il negozio posto in essere dalle parti ne cela un altro, solo quest’ultimo veramente voluto dalle parti stesse)²⁷⁴.

²⁶⁹ AMATI, *Abusi di mercato*, cit., p. 209 ss.; CONSULICH, *La giustizia e il mercato*, cit., p. 196 (in particolare sulla scarsa portata selettiva di tale forma di condotta); FOFFANI, *Commento all’art. 185 T.U.F.*, cit., p. 725; ROSSI, *Le fattispecie*, cit., p. 2662; SEMINARA, *L’aggiotaggio*, cit., p. 555; SGUBBI, *La manipolazione del mercato*, cit., p. 80 ss.

²⁷⁰ Così MAGRO, *La manipolazione del mercato tra illecito penale e illecito amministrativo*, in *Cass. Pen.*, 2007, p. 66; ROSSI, *Le fattispecie*, cit., p. 2662; SEMINARA, *L’aggiotaggio*, cit., p. 555. Nello specifico MUCCIARELLI, *Aggiotaggio*, cit., p. 427 ritiene che il collegamento tra operazioni simulate e altri artifici serva a qualificare unitariamente e reciprocamente i due termini: l’operazione simulata è senz’altro incriminata di per sé, indipendentemente dal suo esito, ma sul «valore semantico della clausola si riverbera necessariamente la componente ingannatoria che il termine “artifici” porta impresso».

²⁷¹ PEDRAZZI, *Turbativa*, cit., p. 128 afferma che l’espressione “operazioni simulate”, introdotta per la prima volta dalla l. n. 157/1991 e poi trasfusa nell’abrogato art. 181 T.U.F., appartenesse comunque al *genus* degli altri artifici, tanto che in realtà le modalità di realizzazione dell’aggiotaggio sarebbero in realtà solo due, quella informativa e quella manipolativa. L’opinione di Consulich è ancora più radicale, dal momento che egli sembra considerare tanto la condotta simulatoria quanto la manipolazione informativa come esempi di artifici: cfr. CONSULICH, *La giustizia e il mercato*, cit., p. 193.

²⁷² SEMINARA, *L’aggiotaggio*, cit., p. 556.

²⁷³ Ipotesi ricorrente più di frequente: cfr. AMATI, *Abusi di mercato*, cit., p. 210; CONSULICH, *La giustizia e il mercato*, cit., p. 195. Anche la comunicazione della CONSOB n. DME/5078692 del 29 novembre 2005, nell’elencare degli esempi di operazioni fittizie, si riferisce a ipotesi di questo tipo.

²⁷⁴ In tal senso D’ALESSANDRO, *L’aggiotaggio e la manipolazione*, cit., p. 803; ROSSI, *Le fattispecie*, cit., p. 2662. *Contra* PREZIOSI, *L’aggiotaggio*, cit., p. 484, il quale ritiene, condivisibilmente, che l’espressione in esame abbia un ambito diverso rispetto a quello civilistico; il significato da attribuire qui alla simulazione sarebbe, da un lato, più ampio di quello civilistico, dovendo ricomprendere qualsiasi apparenza artificiosa; dall’altro, però, non ogni simulazione potrebbe assumere automaticamente rilievo in ambito penale. DI AMATO, *Gli abusi di mercato*, cit., p. 145 concorda sulla necessità di ricomprendere ogni artificiosa apparenza di attività relativa a strumenti finanziari.

Requisito imprescindibile per la rilevanza penale delle operazioni sarebbe, secondo alcuni Autori, la loro pubblicità, dal momento che un'operazione non nota al pubblico non sarebbe in grado di orientare e influenzare un numero indeterminato di operatori²⁷⁵.

Tuttavia, l'opinione non è unanimemente condivisa: altra parte della dottrina ritiene, infatti, che la pubblicità non sia indispensabile, adducendo un esempio relativo a una pratica piuttosto diffusa. Avviene, infatti, che «le negoziazioni di importanti pacchetti azionari, volte a ridefinire o a mutare gli assetti proprietari delle società anche quotate in borsa, non avvengano direttamente all'interno del mercato finanziario, ma separatamente sulla base di accordi stipulati fra le parti, che possono essere del tutto estranei alle regole dei mercati finanziari. In questo caso, le negoziazioni finanziarie rappresenterebbero solo l'esecuzione di tali accordi; esecuzione che potrà anche avvenire, come di solito avviene, in più riprese e incaricando soggetti professionali abilitati secondo le modalità più consone allo scopo e più vantaggiose per gli imputati. Orbene, se una simile negoziazione abbia contenuto e caratteri simulatori, o addirittura rappresenti il programma di una complessa attività simulatoria cui debba esser dato corso con successivi ordini di acquisto e di vendita, nel caso in cui essa non venga pubblicizzata secondo le regole del mercato, per quale ragione non dovrebbe risultare penalmente significativa? E se venisse tenuta segreta proprio per favorirne la riuscita, ad esempio concordando delle iniziative sul mercato volte a far lievitare o deprimere i prezzi delle quotazioni, mediante ordini di acquisto che saranno man mano impartiti ad ignari operatori? La simulazione, in quest'ultimo caso, erroneamente verrebbe ravvisata nelle singole operazioni sul mercato, che di per sé potrebbero non avere alcun carattere simulatorio e costituire delle normalissime compravendite di strumenti finanziari: essa, invece, sta tutta nel negozio simulato con cui le parti si impegnano vicendevolmente ad acquistare e a vendere determinate quantità di titoli a determinate scadenze, non allo scopo di trasferire la proprietà o il controllo delle società emittenti, ma unicamente per pilotare, alterandoli, i prezzi dei titoli o degli strumenti finanziari. E' evidente che richiedere una forma di pubblicità qualsiasi non risponde alla logica della norma né al testo della legge»²⁷⁶.

Sembra che l'esempio citato confonda, però, piani diversi.

Un primo piano è quello delle comunicazioni obbligatorie alla Consob in tema di partecipazioni rilevanti a norma dell'art. 120 T.U.F., che impone a coloro che possiedono una

²⁷⁵ Così AMATI, *Abusi di mercato*, cit., p. 210; MUCCIARELLI, *Aggiotaggio*, cit., p. 423; PEDRAZZI, *Turbativa*, cit., p. 116 e 128; D'ALESSANDRO, *L'aggiotaggio*, cit., p. 804 specifica che la pubblicità può derivare sia da condotte dell'agente finalizzate all'obiettivo di orientare le scelte di un numero indeterminato di operatori, sia dalle modalità dell'operazione, da valutarsi alla luce del mercato di riferimento.

²⁷⁶ PREZIOSI, *L'aggiotaggio*, cit., p. 484 ss., anche se il discorso è riferito alla formulazione dell'art. 2637 c.c. successiva alla riforma del 2002 e quindi è lecito ritenere che possano essere fatte delle obiezioni in relazione ai soli strumenti finanziari quotati.

partecipazione in un emittente azioni quotate superiore al 2% di darne comunicazione. Un mutamento negli assetti proprietari realizzato fuori dai mercati finanziari in conseguenza del quale ciascuno degli azionisti rimane, comunque, al di sotto della soglia di rilevanza per la comunicazione, non ha nessun rilievo. Un mutamento degli assetti proprietari realizzato fuori dai mercati finanziari, in conseguenza del quale almeno uno degli azionisti superi la soglia di rilevanza, tramite partecipazioni dirette o indirette, ha rilevanza come violazione dell'obbligo di comunicazione e non come manipolazione del mercato. Un mutamento degli assetti proprietari realizzato all'interno dei mercati finanziari ma con una simulazione, nel senso che non appare come titolare del pacchetto azionario il reale proprietario, ma le operazioni sottostanti sono reali, perché i titoli sono stati effettivamente scambiati, non sarà, nemmeno, rilevante come manipolazione, perché non è stata compiuta alcuna operazione volta ad alterare artificialmente il prezzo.

Se un unico azionista acquista sul mercato nel corso di una seduta l'1% del capitale del titolo X è molto verosimile che il prezzo di tale titolo salga; non si tratta di una manipolazione del mercato, bensì dell'effetto fisiologico conseguente all'immissione di imponenti ordini di acquisto, ordini che però non sono fittizi né intendono creare un'apparenza rialzista, perché il titolo è realmente richiesto, tanto che un operatore desidera acquistarne l'1% del capitale. Non si tratta di operazioni simulate, ma reali; e il fatto che colui al quale i pacchetti azionari scambiati dovranno riferirsi non sia colui che appare non rileva a norma dell'art. 185 T.U.F. Avviene quotidianamente che i più importanti azionisti di società quotate varino la percentuale detenuta affidando l'incarico di acquistare o di vendere a determinati livelli a degli intermediari; tuttavia, sembra, ciò non può assumere rilevanza come manipolazione ma, al più, come violazione degli obblighi di trasparenza. Allo stesso modo è ragionevole che un azionista, prima di variare la sua quota di partecipazione, non comunichi al pubblico che intende farlo (anche se molti *rumors* diffusi ad arte riguardano proprio ipotesi di questo tipo), perché già solo questa notizia potrebbe determinare una variazione del prezzo, per lui svantaggiosa: verso l'alto, se egli vuole aumentare la sua partecipazione, o verso il basso, se egli la vuole diminuire.

Ciò che si richiede agli operatori è innanzitutto il rispetto delle regole di trasparenza e di correttezza stabilite nel T.U.F.; inoltre, si vieta di creare fraudolentemente una falsa rappresentazione della realtà che determini una turbativa nel meccanismo di formazione dei prezzi; ma non si richiede di scoprire anticipatamente le proprie carte, né di dimostrare particolare candore o ingenuità.

Emerge, poi, un altro piano, che è quello della pluralità di operazioni collegate, sul mercato, volte a influenzare l'andamento del titolo, oppure quello delle "iniziative sul mercato

volte a far lievitare o deprimere i prezzi delle quotazioni”. Se alcuni operatori si accordano per vendere allo scoperto percentuali massicce del capitale di Y al fine di farne crollare il prezzo e riacquistare i titoli a un prezzo più basso, tale operazione può certamente assumere, questa volta, rilievo come manipolazione del mercato (anche se, nell’esempio proposto, più in relazione alla categoria degli altri artifici). Ugualmente rilevante potrà essere il compimento di operazioni che solo apparentemente determinino una mutazione del proprietario, o che simulino l’apparenza di un mercato attivo.

In conclusione si può affermare che è certamente indispensabile avere riguardo all’operazione nel suo complesso; ma la questione non è tanto se mutino o meno gli assetti proprietari, anche in maniera indiretta, né se si violino gli obblighi di comunicazione, quanto se si sia creata una falsa rappresentazione della realtà: se le operazioni, cioè, siano reali o siano state compiute soltanto al fine di indurre negli altri operatori un’impressione falsa circa la tendenza del mercato.

Sembra condivisibile, dunque, l’opinione, sopra riportata, secondo cui l’essenza della manipolazione del mercato sarebbe, in ogni caso, una connotazione fraudolenta, tale da presentare una situazione diversa da quella reale: tramite la diffusione di informazioni false o tramite il compimento di operazioni artificiali, che hanno comunque l’effetto di creare negli altri operatori un’erronea rappresentazione della realtà e, di conseguenza, di indurli a comportarsi in una determinata maniera²⁷⁷.

Anche in giurisprudenza è diffusa l’opinione per cui rilevante sarebbe comunque la componente ingannatoria presente nell’operazione, da valutarsi nel contesto complessivo di riferimento: «Tipico segnale dell’artificialità di un’operazione è individuato nell’attitudine a determinare rialzi e ribassi dei valori, privi di base reale, e destinati a “sgonfiarsi” repentinamente una volta esaurita la manovra; in caso di “*action based manipulation*” può trattarsi di compravendita di titoli con mutamento solo apparente di proprietario e di ogni combinazione di ordini contestuali di acquisto e vendita»²⁷⁸.

La questione più dibattuta, al riguardo, è se a rilevare sia l’oggettiva valenza ingannatoria dei mezzi adoperati, indipendentemente dall’intrinseca liceità o illiceità degli stessi, e se tale attitudine possa essere desunta anche dal contesto²⁷⁹.

Al riguardo, parte della dottrina²⁸⁰ esprime perplessità circa la riconducibilità al reato in esame della *trade based manipulation*, che si caratterizza, come accennato, per l’effettuazione di

²⁷⁷ Oltre a PREZIOSI, *La manipolazione*, cit., p. 193 ss. propende per questa interpretazione D’ALESSANDRO, *L’aggiotaggio*, cit., p. 803.

²⁷⁸ Trib. Milano, 14.11.2005, Rossi, in Foro ambr., 2005, p. 329, in D’ALESSANDRO, *L’aggiotaggio*, cit., p. 803.

²⁷⁹ Come sostiene, tra gli altri, MELCHIONDA, *Aggiotaggio*, cit., p. 266.

reali scambi nel mercato, condotti con un fine speculativo, pilotando i prezzi in base alle proprie convenienze attraverso la compravendita degli stessi strumenti finanziari. L'operazione sembrerebbe priva di artificiosità, ma da ciò non si potrebbe dedurre automaticamente la sua liceità, dal momento che la scelta della modalità e del tempo della transazione potrebbe danneggiare gli altri operatori²⁸¹.

È possibile proporre alcune esemplificazioni di operazioni simulate per meglio comprendere la natura del fenomeno²⁸².

Ad opinione della dottrina rientrano in tale tipologia di condotta le cd. *wash sales*, ovvero le operazioni di compravendita di strumenti finanziari che non comportano una reale modifica della proprietà beneficiaria o del rischio di mercato; in secondo luogo le operazioni di *painting the tape*, cioè negoziazioni volte a creare un'apparenza di mercato attivo o di fluttuazioni del prezzo di uno strumento finanziario; infine, gli *improper matched orders*, ovvero l'acquisto e la vendita dei medesimi strumenti finanziari, agli stessi prezzi e per gli stessi quantitativi, posti in essere da soggetti in collusione tra loro. Scopo di questa pratica è di creare un'apparente movimentazione dei titoli, senza però mutare gli assetti della proprietà²⁸³.

In chiusura, si può dunque affermare che sono riconducibili alla manipolazione operativa tutte quelle situazioni in cui le operazioni non siano davvero volte a mutare la proprietà dei titoli, ma, in ragione delle particolari circostanze in cui vengono poste in essere o della combinazione con altre operazioni di segno uguale o contrario, mirino a creare una falsa rappresentazione della realtà del mercato.

Gli “altri artifici”

La terza modalità di condotta descritta dalla fattispecie di manipolazione del mercato è il compimento di “altri artifici”. Tale espressione appare di dubbia consistenza, dal momento che risulta difficile definirne i contorni. Comunemente essa viene considerata una clausola di

²⁸⁰ MUSCO, *I nuovi reati societari*, cit., p. 280.

²⁸¹ Sul punto v. MUSCO, *I nuovi reati societari*, cit., p. 280, il quale ritiene sia pacifico che le operazioni di *corner* e *squeeze*, che consistono nell'acquisto di rilevanti quantità di strumenti finanziari tali da consentire all'agente di intervenire a suo piacimento sul loro valore, ma senza usare metodi ingannatori, siano lecite.

²⁸² Per ulteriori considerazioni sul concetto di operazioni simulate e per esemplificazioni di specifici comportamenti che si ritengono ad esse riconducibili v. FOFFANI, *Commento all'art. 185 T.U.F.*, in PALAZZO-PALIERO (a cura di), *Commentario breve alle leggi penali complementari*, Padova, 2007, p. 725; MUCCIARELLI, *Aggiotaggio*, cit., p. 427; MUSCO, *I nuovi reati societari*, cit., p. 280; PREZIOSI, *L'aggiotaggio*, cit., p. 483 ss.

²⁸³ D'ALESSANDRO, *Fattispecie di aggiotaggio e prassi di mercato ammesse*, cit., p. 1833; MELCHIONDA, *Aggiotaggio*, cit., p. 266.

chiusura volta a rendere punibili tutte quelle condotte che presentino una dannosità ma non siano riconducibili alle figure, già ampie, della manipolazione informativa e delle operazioni simulate²⁸⁴. Tuttavia, è discusso se sia possibile offrirne un'interpretazione restrittiva o, quanto meno, limitativa. Chiaramente, il rischio insito in una clausola così generica è quello di ledere il principio di legalità *sub specie* tassatività e determinatezza, dal momento che si finirebbe per caratterizzare il fatto tipico solo in ragione della concreta idoneità ad alterare i prezzi degli strumenti finanziari²⁸⁵.

Numerose sono le problematiche legate a tale categoria.

In primo luogo, vista l'indeterminatezza della clausola, ci si chiede quali siano gli elementi indefettibili per la sua integrazione e se sia possibile individuare un minimo comune denominatore con le altre due modalità della condotta individuate nell'elencazione.

Una seconda problematica, di non poco momento, è se le operazioni debbano essere intrinsecamente illecite oppure se anche condotte lecite in sé considerate possano divenire rilevanti in ragione del contesto in cui sono collocate.

Prima di dare risposta a tali quesiti occorre, tuttavia, procedere ad alcune precisazioni terminologiche.

Innanzitutto, bisogna riflettere sulla scelta operata dal legislatore con l'espressione "altri artifici". Essa, infatti, segna una rottura rispetto ai "mezzi fraudolenti", che erano contenuti nell'originaria fattispecie di cui all'art. 293 del codice Zanardelli ed erano poi stati ripresi dall'abrogato art. 2628 c.c.; l'espressione "altri artifici", invece, era già prevista dall'art. 501 c.p. Sul punto, la Relazione di accompagnamento del codice Rocco, in riferimento all'art. 501 c.p., affermava che la nozione di "altri artifici" avesse un contenuto più ampio rispetto a quella di "mezzi fraudolenti", che implicava l'intrinseca e obiettiva illiceità del mezzo utilizzato²⁸⁶.

In realtà, successivamente all'entrata in vigore del codice la prassi interpretativa ha trattato le due formule come sinonimi²⁸⁷, riferibili a tutti i mezzi in grado di determinare una

²⁸⁴ Alcuni Autori, tra cui ROSSI, *Le fattispecie*, cit., p. 2661 ritengono che gli altri artifici siano il *genus* a cui è riconducibile la *species* delle operazioni simulate. Altri, invece, come PEDRAZZI, *Problemi del delitto*, cit., p. 55 e MIEDICO, *Gli abusi di mercato*, cit., p. 90 ritengono che tanto la diffusione di notizie false quanto il compimento di operazioni simulate rientrino nel *genus* degli altri artifici. Nel senso che si tratti di una clausola di chiusura SGUBBI, *La manipolazione del mercato*, cit., p. 81; MAGRO, *Le manipolazioni di mercato tra illecito*, cit., p. 65.

²⁸⁵ Elemento che si presenta, a sua volta, tutt'altro che determinato. Sull'indeterminatezza di tale clausola cfr. SGUBBI, *La manipolazione del mercato*, cit., p. 81.

²⁸⁶ *Relazione del ministro guardasigilli al progetto definitivo del codice penale*, 1929, Roma, p. 285.

²⁸⁷ Ne prende atto PEDRAZZI, *Turbativa dei mercati*, cit., p. 118. V. anche AMATI, *Abusi di mercato*, cit., p. 213.

falsa rappresentazione dei fatti e quindi caratterizzati da decettività, a prescindere dalla loro intrinseca illiceità²⁸⁸.

Per mettere meglio a fuoco il termine “artifici” si deve necessariamente fare riferimento a un’altra disposizione, dettata in tema di tutela del patrimonio individuale, che contempla l’uso di “artifici e raggiri”. Si tratta, chiaramente, della truffa, prevista dall’art. 640 c.p., secondo cui è punibile «chiunque, con artifici o raggiri, inducendo taluno in errore, procura a sé o ad altri un ingiusto profitto con altrui danno»²⁸⁹. In proposito, si può dire che «l’artificio è solitamente definito come una manipolazione o trasfigurazione della realtà esterna, provocata mediante la simulazione di circostanze inesistenti o – per contro – la dissimulazione di circostanze esistenti; il raggiri è fatto consistere, invece, in una attività simulatrice sostenuta da parole o argomentazioni atte a far scambiare il falso per vero»²⁹⁰. La differenza tra gli artifici e i raggiri sarebbe, dunque, che i primi devono essere caratterizzati da una proiezione verso l’esterno e verso la realtà circostante, mentre i raggiri possono esaurirsi in una semplice attività di persuasione dell’altro soggetto. Elemento comune, invece, è la persuasione mediante l’inganno, cioè l’induzione in errore del soggetto passivo, che viene a crearsi una falsa rappresentazione della realtà²⁹¹.

²⁸⁸ Così, per tutti, PEDRAZZI, *Problemi del delitto*, cit., p. 69 ss.; ID, *Turbativa dei mercati*, cit., p. 117 ss.

²⁸⁹ CONSULICH, *La giustizia e il mercato*, cit., p. 189-190 evidenzia i rischi di un raffronto con la truffa in ragione dell’eterogeneità degli interessi protetti e dei referenti empirico-criminologici sottesi alle due fattispecie incriminatrici. Per considerazioni approfondite circa il rapporto tra simulazione, artificio e frode v. PREZIOSI, *La manipolazione di mercato*, cit., p. 196-201. In particolare, l’Autore rinviene il confine tra l’illecito penale e quello amministrativo nella distinzione tra l’ambito della frode qualificata e quello delle “condotte a contenuto genericamente simulatorio o artificioso o genericamente frodatario” (p. 198). Dopo una breve ricostruzione circa i contenuti che la giurisprudenza (ondivaga) ha attribuito alla truffa e agli elementi considerati caratterizzanti e indefetibili, Preziosi conclude nel senso di attribuire rilevanza penale alle condotte caratterizzate da un’attività fraudolenta, ovvero dall’“artificiosità, intesa quale macchinazione, falsa rappresentazione di circostanze rilevanti, simulazione di qualità o dell’esistenza di elementi significativi o, ancora (ed eventualmente), silenzio maliziosamente serbato in relazione ad un obbligo di comunicazione». Il carattere fraudolento, però, non potrebbe mai ravvisarsi nell’effetto simulatorio prodotto dalla condotta. Una cosa sarebbe, infatti, l’effetto simulatorio; altra cosa, un’operazione simulata. Su tale stimolante conclusione, che, come è evidente, ritaglia uno spazio più limitato all’illecito penale rispetto a quello attribuitogli dalla giurisprudenza maggioritaria, si ritornerà in sede di distinzione tra illecito penale e amministrativo. MAGRO, *Le manipolazioni di mercato tra illecito*, cit., p. 65, sembra distinguere tra frode e artificio nel senso per cui si avrebbe frode solo se l’illiceità non si desumesse dall’azione isolatamente posta in essere.

²⁹⁰ Entrambe le definizioni sono di FIANDACA-MUSCO, *Diritto penale. Parte speciale*, Bologna, 2008, vol. II, tomo II, p. 175.

²⁹¹ PEDRAZZI, *Turbativa dei mercati*, cit., p. 118 richiama l’elaborazione in tema di truffa; ID., *Problemi del delitto*, cit., p. 87-88 evidenzia, però, le differenze strutturali tra le due fattispecie; critico nei confronti di un parallelo tra i due delitti CONSULICH, *La giustizia e il mercato*, cit., p. 199 ss., il quale ritiene che la nozione di artifici in sede di manipolazione del mercato debba avere un’estensione più ampia che in relazione alla truffa. In particolare, gli artifici atti a integrare la fattispecie di cui all’art. 185 T.U.F. avrebbero la peculiarità di venire posti in essere in un contesto “composto da relazioni de-individualizzate e mediate da norme e procedure di registrazione elettroniche tese a disciplinare ordini e transazioni seriali”. Conseguenza dell’attuale configurazione dei mercati finanziari e dei relativi sistemi di scambio sarebbe, dunque, una connotazione dell’artificio non più fattuale, ma esclusivamente normativa. L’Autore afferma inoltre che: «La

L'unico elemento indefettibile degli "altri artifici" sarebbe, secondo questa impostazione, l'attitudine ingannatoria, cioè la capacità di far apparire al pubblico una situazione di mercato diversa da quella reale²⁹².

Dato per assodato questo punto, occorre chiarire, tuttavia, se in tale prospettiva sia da valorizzare un aspetto oggettivistico o soggettivistico. In altre parole, bisogna domandarsi se rilevi l'oggettiva attitudine ingannatoria che caratterizza la condotta oppure lo scopo perseguito dall'agente. Inoltre, in una prospettiva oggettivistica, occorre valutare se sia possibile individuare una reale valenza ingannatoria della condotta, senza prendere in considerazione le caratteristiche dei soggetti che ne sono destinatari.

Una prima opinione tende a valorizzare l'aspetto soggettivo²⁹³, ovvero lo scopo perseguito dal soggetto che pone in essere la manovra²⁹⁴.

Sembra che si avvicini a una impostazione di questo tipo – anche se con un arricchimento e delle differenze - Consulich²⁹⁵, che da un lato valorizza l'effetto dell'induzione in errore e il nesso causale rispetto alla falsa rappresentazione da parte del pubblico degli

rilevanza collettiva degli interessi coinvolti dalla manipolazione e la natura impersonale della vittimizzazione inducono il legislatore (in questo caso quello comunitario più che quello nazionale) all'impiego di una nozione più estensiva di artificio rispetto a quella utilizzata nel contesto della fattispecie codicistica di truffa».

²⁹² Consapevole della genericità che caratterizza la clausola degli altri artifici PEDRAZZI, *Problemi del delitto*, cit., p. 77 affermava: «L'unica interpretazione che prometta un minimo di concretezza e di rigidità è quella restrittiva, che esige negli artifici un'attitudine fraudolenta». Sul punto la dottrina è unanime: MUCCIARELLI, *Aggiotaggio*, p. 424 ss.; PREZIOSI, *La manipolazione di mercato*, cit., p. 201, che ritiene che la condotta debba potersi qualificare, in ogni caso, come artificiosa o simulatoria; ROSSI, *Le fattispecie*, cit., p. 2663.

²⁹³ Critica *in radice* la possibilità di una lettura soggettivistica PEDRAZZI, *Problemi del delitto*, cit., p. 78, 84, 97; scettica nei confronti delle teorie soggettivistiche anche FONDAROLI, *Aggiotaggio mediante altri artifici: disvalore del fatto e disvalore del contesto*, in *RTDPE*, 1-2/2003, p. 754, che rileva, peraltro, come non aiuti a definire la fattispecie il fatto che essa sia connotata da un dolo generico. Poco oltre (p. 761) l'Autrice rileva come la riforma del 2002 fosse caratterizzata da un intento di oggettivizzazione della fattispecie (che emergerebbe, per esempio, dall'eliminazione del riferimento alle notizie "esagerate e tendenziose", con il mantenimento soltanto di quelle false), palesemente in contrasto con una lettura degli artifici in chiave soggettivistica.

²⁹⁴ Non sarebbe mai ammissibile, invece, una concezione che rapportasse l'artificiosità della condotta all'ingenuità del singolo destinatario. Una simile impostazione non sarebbe concepibile per le caratteristiche intrinseche della fattispecie in esame, ove non viene ad esistenza nessun rapporto interpersonale tra soggetti individuati. Più in generale, sarebbe scorretto valutare l'attitudine fraudolenta di una condotta in relazione a soggetti particolarmente sprovveduti, perché determinerebbe una risposta sanzionatoria differenziata non in base alle caratteristiche intrinseche della condotta, individuabili *a priori*, ma in base a una variabile imprevedibile. Peraltro va considerato che, poiché il mercato finanziario è un "luogo" caratterizzato da un rischio intrinseco, chi vi interviene lo deve fare "a proprio rischio" e con la consapevolezza della necessità di padroneggiare determinati meccanismi; gli operatori non possono rispondere di eventuali false rappresentazioni che possano derivare da una errata interpretazione di operazioni perfettamente lecite. Sul tema dell'induzione in errore, dell'autoresponsabilità e dei rapporti con il soggetto passivo con specifico riguardo alla truffa cfr. CARCANO, *Manuale di diritto penale. Parte speciale*, Milano, 2010, p. 1103.

²⁹⁵ CONSULICH, *La giustizia e il mercato*, cit., p. 197 ss.

investitori²⁹⁶; dall'altro lato, però, sembra voler ampliare l'ambito applicativo della fattispecie attraverso il richiamo a un concetto di "artifici" molto esteso. In particolare, questi avrebbero carattere normativo e sarebbero modellati in relazione agli obblighi di correttezza e trasparenza che devono permeare il mercato anche in assenza di una pregressa relazione fiduciaria tra i soggetti²⁹⁷, per cui acquisterebbero rilevanza come artifici *ex art. 185 T.U.F.* quelle condotte che violino gli obblighi di trasparenza nei mercati finanziari. L'Autore ritiene, inoltre, che in ambito finanziario il dovere di correttezza e trasparenza sia più stringente che nel resto dell'ordinamento, con un conseguente ampliamento del novero delle condotte ritenute contrarie a tali obblighi. Ciò si giustificerebbe in ragione della rilevanza degli interessi, della loro natura sovraindividuale e del loro alto tasso di vulnerabilità. Ad opinione dell'Autore citato, dunque, i principi di correttezza e trasparenza imporrebbero di considerare artificiose anche condotte che, nelle relazioni patrimoniali tra privati, non sarebbero tipiche. Inoltre, rilevarebbe un altro elemento differenziale rispetto alla truffa: nella fattispecie di cui all'art. 185 T.U.F. il legislatore non ha imposto un accertamento dei meccanismi psicologici di produzione dell'errore nei singoli operatori del mercato. In questo ambito, dunque, l'artificio «rappresenta una condotta che, in qualsiasi modo, invia un segnale fuorviante al mercato, sulla base di un progetto di alterazione delle quotazioni, come mezzo per una captazione di una decisione collettiva di investimento che, diversamente, non vi sarebbe stata».

L'Autore, infine, osserva²⁹⁸ che la fattispecie di manipolazione del mercato determinerebbe un'anticipazione (e un ampliamento) della tutela rispetto alla truffa; ciò in primo luogo perché non viene richiesto un danno ai fini del perfezionarsi del reato e, in secondo luogo, elemento più rilevante ai fini del nostro discorso, perché non è necessaria l'induzione in errore. Conseguenza di ciò sarebbe che acquisterebbero rilevanza, ai fini della manipolazione del mercato, anche le ipotesi di mero sfruttamento consapevole di un errore, che inizialmente sia stato prodotto inconsapevolmente²⁹⁹. Su quest'ultimo punto specifico si tornerà nel prosieguo.

²⁹⁶ Specificando, però, che l'estensione da attribuire al concetto di inganno dipende da una scelta di politica legislativa. Si potrebbe, infatti, passare da un concetto estensivo, tale da includere ogni condotta che causi un errore da parte del soggetto passivo, a un concetto restrittivo, che limiterebbe la rilevanza solo a forme qualificate di inganno, in grado di determinare una positiva alterazione della realtà.

²⁹⁷ Obblighi che CONSULICH, *La giustizia e il mercato*, cit., p. 200, ritiene riassunti nell'art. 21 co. 1 lett. A) T.U.F., che impone di comportarsi, nella prestazione dei servizi e delle attività di investimento, «con diligenza, correttezza e trasparenza, per servire al meglio l'interesse dei clienti e per l'integrità del mercato». L'Autore sottolinea, poi, come la trasparenza acquisti sempre maggiore rilievo negli ordinamenti finanziari europei, come confermato dalla emanazione di due direttive sul tema, la n. 2003/71/CE in tema di prospetti informativi e la n. 2004/109/CE, la cd. direttiva *transparency*.

²⁹⁸ Anche se non in maniera del tutto lineare: v. i riferimenti all'induzione in errore a p. 201 e a p. 202

²⁹⁹ CONSULICH, *La giustizia e il mercato*, cit., p. 202; in particolare la fattispecie di cui all'art. 185 T.U.F. non richiederebbe come necessaria l'induzione in errore, al contrario della truffa, circostanza che consentirebbe

Altri aspetti necessitano, però, fin d'ora di un chiarimento.

In primo luogo, non appare condivisibile il richiamo a un concetto normativo di artificio, modellato come violazione di un dovere di trasparenza e correttezza. Infatti, non essendo specificato altro da parte del legislatore, non sembra possibile allontanarsi da quello che è il concetto di artificio desumibile dalla lettera della norma e tradizionalmente elaborato dalla dottrina, semmai definito in ragione delle peculiarità della fattispecie in commento. Peraltro, non è chiaro in base a quali considerazioni ogni violazione dei doveri di trasparenza e correttezza, indicati dal T.U.F. come canoni generali di comportamento, possa assumere rilevanza ai fini dell'integrazione di un illecito penale. È evidente che una condotta artificiosa, che quindi tende a creare una falsa rappresentazione della realtà, violerà i succitati doveri; ma non è necessariamente vero il contrario. Una diversa interpretazione violerebbe il principio di legalità, ampliando una fattispecie già di per sé scarsamente determinata al di là del suo significato letterale, andando a includere situazioni e comportamenti che non vi sarebbero riconducibili.

Inoltre, il richiamo ai doveri di trasparenza e correttezza appare del tutto arbitrario; senza poi considerare come anche tali concetti siano “ad ampiezza variabile” e sottoposti a interpretazioni diverse, dunque inadeguati a fungere da parametro per un elemento della fattispecie penale. Intesa in questi termini, peraltro, la manipolazione del mercato finirebbe con l'acquistare una funzione meramente sanzionatoria di doveri di condotta extrapenali, con le conseguenze di ordine sistematico che sono note. Il rischio, abbracciando una soluzione di questo tipo, è di lasciare spazio a derive eticizzanti, in cui il solo orientarsi verso uno scopo contrario all'ordinamento (cosa quanto mai facile, vista l'indeterminatezza degli obblighi cui si farebbe riferimento) varrebbe a fondare la rilevanza penale del fatto, indipendentemente dalle sue caratteristiche oggettive.

Altra impostazione, maggioritaria, tende a valorizzare l'aspetto oggettivo, cioè l'intrinseca capacità ingannatoria della condotta, indipendentemente dal fine perseguito dall'agente³⁰⁰.

di attrarre nell'ambito della manipolazione anche “quell'atto di disposizione per sé pregiudizievole che un soggetto compia in uno stato di ignoranza che la controparte contrattuale si sia limitata a mantenere”. Sul tema cfr. CARCANO, *Diritto penale*, cit., p. 1103, il quale, in tema di truffa, afferma che può acquistare rilievo il rafforzamento dell'errore preesistente; non, invece, per mancanza del nesso di causalità, la situazione in cui la vittima si determini all'azione a cagione di un suo precedente errore, che l'agente si limiti a sfruttare. È chiaro che la questione in discorso è strettamente correlata al tema del silenzio come raggio; al riguardo, parte della giurisprudenza ha attribuito allo sfruttamento dell'errore altrui il carattere di contegno fraudolento quando sia preordinato a perpetrare l'inganno, e talvolta ha addirittura considerato tipica la mancata rimozione dell'errore determinato da circostanze esterne e indipendentemente dalla condotta del soggetto attivo.

³⁰⁰ Per tutti, su tale impostazione PEDRAZZI, *Problemi del delitto*, cit., p. 84; p. 97 ss.

Va sottolineato, al riguardo, che non possono assumere rilievo le caratteristiche personali del singolo soggetto caduto in errore. Ciò, se è vero in generale³⁰¹, nell'ambito della manipolazione del mercato trova ulteriori conferme in due fattori. In primo luogo, a differenza che in altre fattispecie, come per esempio la truffa, l'effettiva induzione in errore non è necessaria al fine del perfezionarsi del reato. Questo aspetto verrà ulteriormente approfondito al momento della valutazione del tipo di offesa contenuto nell'art. 185 T.U.F. e della *price sensitivity*; fin d'ora si può, però, anticipare che la fattispecie non richiede che il pubblico degli operatori si sia determinato in un certo modo in conseguenza della diffusione dell'informazione falsa o del compimento degli altri artifici; non è, nemmeno, richiesto che si verifichi una sensibile alterazione dei prezzi dello strumento finanziario interessato (evento che potrebbe essere sintomo di eventuali iniziative intraprese dagli investitori), essendo sufficiente la sola idoneità (seppur "concreta") a determinare tale alterazione. L'accertamento dell'effettiva induzione in errore, dunque, non è necessario; di conseguenza non avrebbe senso fare riferimento ai destinatari della notizia o dell'artificio, dal momento che non ha rilevanza l'impatto che la notizia o l'operazione ha su di essi, ma solo la sua intrinseca capacità decettiva, cioè l'impatto potenziale.

Un'ulteriore conferma è data dal fatto che il reato non si configura in conseguenza di un rapporto tra due o più soggetti determinati o determinabili ma, in considerazione degli interessi che mira a tutelare e della sua stessa struttura, non presuppone alcun rapporto tra l'autore della condotta e gli altri operatori. L'accertamento dell'effettiva induzione in errore sarebbe, quindi, *in radice* impossibile, visto che per definizione non solo non è richiesto, ma non è possibile, essendo i soggetti passivi indeterminati. E, del resto, non è nemmeno richiesto che ci siano dei soggetti passivi, dal momento che non necessariamente la condotta deve avere degli effetti sul mercato; effetti che, anche se si verificassero, potrebbero poi essere positivi o negativi a seconda della posizione dei singoli operatori.

Un'ultima notazione. Come si è avuto modo di accennare, le operazioni su strumenti finanziari sono ontologicamente caratterizzate da un certo tasso di rischio, rischio che è andato aumentando, negli ultimi anni, in conseguenza di diversi fenomeni e, soprattutto, dell'impatto delle nuove tecnologie sugli scambi e sulle piattaforme di *trading*. Reprimere condotte manipolative, che siano potenzialmente rilevanti per l'illecito amministrativo o penale poco importa, non può significare mettere la totalità dei risparmiatori nelle condizioni di investire in modo sicuro sui mercati. O meglio: certamente devono essere vietate le condotte che determinano la creazione di un rischio illecito per gli altri investitori; tuttavia, ciò

³⁰¹ Anche se la dottrina e la giurisprudenza non sono unanimi sul punto e tendono a distinguere situazioni specifiche; cfr. nota 71.

non può significare una riduzione del rischio intrinseco al di sotto del suo limite fisiologico³⁰². Tenuto presente come funzionano oggi i mercati finanziari – anche se, ovviamente, le considerazioni variano a seconda del mercato preso in considerazione, del titolo e finanche del momento storico, visto che ci sono momenti in cui alcuni settori sono caratterizzati da una particolare “turbolenza” e volatilità, per poi ritornare, dopo giorni oppure mesi, a movimenti meno spasmodici – per potervi operare è necessaria, comunque, una certa preparazione (e una certa attitudine al rischio). Quando si parla di una condotta espressiva di un’attitudine decettiva, allora, non si potrà aver riguardo a condotte astrattamente in grado di trarre in inganno un soggetto che non ha nessuna cognizione³⁰³ circa i mercati finanziari e le dinamiche che li regolano, ma si dovrà, comunque, avere riguardo alla media degli investitori che operano in quel mercato e alle conoscenze e interpretazioni che è lecito aspettarsi da essi: non si può chiedere agli operatori di rispondere per eventuali interpretazioni errate attribuite alle operazioni compiute a causa di una mancata conoscenza di certe dinamiche da parte del “soggetto passivo”³⁰⁴.

È il caso di tornare sulla problematica relativa all’ipotizzabilità del reato in esame nel caso in cui il soggetto agente si limiti a sfruttare un errore altrui preesistente e non indotto da una sua azione. Al riguardo non sembra condivisibile l’opinione che ritiene di poter attribuire rilevanza penale a simili ipotesi, perché la lettera della norma fa riferimento al compimento di un’azione (descritta secondo diverse modalità) che sia concretamente idonea a determinare un’alterazione del prezzo. Ciò mancherebbe nel caso in esame, dove non solo difetterebbe qualunque nesso di causalità rispetto a un errore del soggetto passivo, ma mancherebbe, ancora a monte, la condotta. Non si può pensare, infatti, che lo sfruttamento di una particolare situazione preesistente integri una condotta manipolativa, ponendosi per definizione al di fuori di una influenza (o un’attitudine all’influenza) sui prezzi.

Peraltro l’eventuale errore in cui cada un operatore non è elemento della fattispecie introdotta dal legislatore, essendo assolutamente irrilevante un’effettiva induzione in errore degli investitori, dal momento che la descrizione legislativa si ferma a una condotta concretamente idonea ad determinare una sensibile alterazione del prezzo, che si pone in uno stadio molto antecedente rispetto all’eventuale, effettiva distorsione della percezione da parte degli operatori; se non rileva l’errore determinato dalla condotta del soggetto agente, a maggior ragione non potrà avere alcun rilievo un errore in cui il soggetto è incorso autonomamente.

³⁰² Questo, del discrimine tra rischio fisiologico e patologico, tra speculazione e manipolazione, è uno dei temi più problematici relativi alla materia in esame.

³⁰³ Sull’insostenibilità di un *market equalitarianism*, che tenda a livellare le posizioni di tutti gli attori garantendone pari conoscenze, cfr. SGUBBI, *L’abuso di informazioni privilegiate*, cit., p. 35

³⁰⁴ Sul tema PEDRAZZI, *Problemi del delitto*, cit., p. 112.

Ciò chiarito, sembra di dover aderire a quell'orientamento che ritiene di poter individuare una caratteristica comune a tutte e tre le modalità di condotta tipiche nell'attitudine fraudolenta, o artificiosa.

Sembra, infatti, che la fattispecie in esame sia volta, in via immediata, a tutelare il meccanismo di formazione dei prezzi, cioè a evitare che essi si fondino su una errata percezione della realtà del mercato da parte degli operatori; la condotta fraudolenta consisterebbe, dunque, nel creare una falsa apparenza, dalla quale potrebbe (anche se non necessariamente deve) derivare una scelta "falsata" (non necessariamente dannosa, né giusta, né sbagliata, valendo tutte le considerazioni svolte sul ruolo dell'informazione e sulla razionalità degli operatori nei mercati finanziari; semplicemente, una scelta diversa da quella che si sarebbe operata in condizioni "normali") da parte degli operatori³⁰⁵.

È necessario, tuttavia, procedere a dei chiarimenti.

Innanzitutto, occorre ribadire che per definire una condotta come artificiosa non bisogna fare riferimento al fine perseguito, che non è considerato elemento dirimente nella prospettiva legislativa e una ipervalutazione del quale determinerebbe lo scivolamento verso una deriva soggettivistica³⁰⁶.

Altro punto fermo è che l'artificiosità attiene "non al risultato ma al mezzo", per cui non rileva l'effettiva induzione in errore, che peraltro non è proprio elemento della fattispecie, ma è sufficiente che la condotta in sé considerata presenti oggettivamente una connotazione ingannatoria³⁰⁷, cioè la capacità di determinare una falsa rappresentazione della realtà. Questo sarebbe un minimo comune denominatore che accomunerebbe le tre modalità di esecuzione incluse nell'art. 185 T.U.F.

Con riguardo alla specifica categoria degli altri artifici, va osservato che la manipolazione del mercato può essere qualificata, come si vedrà, come reato di mera condotta per cui, per integrare la fattispecie oggettiva, è sufficiente realizzare la condotta descritta dal legislatore; il problema con riguardo agli altri artifici è proprio che tale descrizione è carente³⁰⁸, e quindi per la realizzazione del reato sarebbe sufficiente una qualunque azione concretamente idonea a determinare l'alterazione del prezzo. Proprio per evitare tali conseguenze è necessario

³⁰⁵ Cfr. PEDRAZZI, *Problemi del delitto*, cit., p. 69 ss.

³⁰⁶ MELCHIONDA, *Aggiotaggio*, cit., p. 267; MUSCO, *I nuovi reati societari*, cit., p. 278; ROSSI, *Le fattispecie*, cit., p. 2662; MAZZACUVA AMATI, *La manipolazione del mercato*, cit., p. 351.

³⁰⁷ Sul punto cfr. SEMINARA, *L'aggiotaggio*, cit., p. 553; ROSSI, *Le fattispecie*, cit., p. 2663; MUCCIARELLI, *Altri artifici*, cit., p. 2038; D'ALESSANDRO, *Fattispecie di aggiotaggio*, cit., p. 1837.

³⁰⁸ Non essendo caratterizzata da alcun elemento specifico, a differenza delle altre due modalità di condotta che, sebbene molto ampie, consentono il riferimento a degli elementi oggettivi indefettibili. CONSULICH, *La giustizia e il mercato*, cit., p. 209 ss. ipotizza che si tratti di una fattispecie ad analogia esplicita, per cui il giudice sarebbe legittimato a ricavare gli elementi costitutivi di tale modalità di condotta in via analogica dalla disposizione oggetto di interpretazione, ma non dall'ordinamento nel suo complesso.

cercare di individuare un minimo requisito oggettivo che caratterizzi gli altri artifici e sembra che questo elemento possa essere individuato, in base al confronto con le altre modalità di condotta e all'interpretazione della locuzione in sé considerata, appunto nella componente fraudolenta, nella valenza oggettivamente ingannatoria che la condotta deve possedere.

Tale valenza oggettivamente ingannatoria può essere posseduta, come accennato, sia dalla singola operazione in sé considerata, quando si tratti, per esempio, di operazione simulata, solamente apparente, sia dalla manovra complessiva, quando la combinazione tra le diverse condotte o la loro realizzazione in una determinata condizione o contesto siano tali da creare una falsa rappresentazione della realtà.

Resta fermo che la clausola degli altri artifici desta sospetti di incostituzionalità, ma un accertamento rigoroso sotto il profilo oggettivo e soggettivo nei termini descritti sembra poter limitare l'ambito della norma; non appare condivisibile, invece, una tipizzazione giurisprudenziale e interpretativa, fondata su "cataloghi" di operazioni sugli strumenti finanziari non consentite, da stilarsi in base alle direttive degli organi di controllo dei mercati³⁰⁹. Simili elencazioni possono servire, al più, a scopo esemplificativo o orientativo, ma l'eventuale corrispondenza del caso concreto a una delle operazioni contenute nella catalogazione non dovrebbe, a nostro sommo avviso, determinare la sua automatica rilevanza penale.

Da ultimo, si pone il problema se condotte in sé lecite, ovvero condotte che singolarmente considerate non presentano nessun contenuto di illiceità, possano essere considerate penalmente rilevanti in ragione della modalità di esecuzione o delle circostanze di fatto o di tempo in cui vengono poste in essere³¹⁰. Il rischio è che si finisca con l'estendere (peraltro *ex post* e in maniera imprevedibile) l'ambito di applicabilità della sanzione penale.

Sul punto si possono distinguere tre ipotesi a seconda che il fatto assuma un carattere di illiceità soltanto in ragione del perseguimento di uno scopo vietato; che siano le operazioni, valutate nel loro complesso, a poter essere eventualmente valutate come illecite; o che l'illiceità derivi dalla violazione di una norma secondaria³¹¹.

Per prima cosa si possono prendere in considerazione quelle condotte che verrebbero qualificate come illecite soltanto in ragione del perseguimento di uno scopo vietato. È evidente, come già esposto, che il perseguimento di uno scopo illecito non è sufficiente a qualificare come illecita una condotta altrimenti lecita; elemento qualificante indefettibile è, infatti, quello della decettività, dell'attitudine ingannatoria posseduta dalla condotta. Il contesto

³⁰⁹ Lo propone PREZIOSI, *L'aggiotaggio*, cit., p. 482 ss.

³¹⁰ PEDRAZZI, *Turbativa dei mercati*, cit., p. 116 ss.

³¹¹ Partizione proposta da MUCCIARELLI, *Altri artifici*, cit., p. 2038 ss.

in cui la condotta viene posta in essere può possedere caratteristiche tali da trarre in inganno circa la situazione sottostante alle operazioni, e in questo caso il fatto potrà, eventualmente, assumere rilievo come manipolazione; ma sarà, comunque, l'attitudine ingannatoria della condotta ad attribuirgli rilevanza, e non il contesto in cui è stata posta in essere né la semplice direzione finalistica³¹².

A tale riguardo ci sembra che alle condotte in sé lecite siano da ricondurre quelle frutto di speculazione. La speculazione consiste nello sfruttamento, da parte di un operatore, di una certa situazione di mercato, magari anche a detrimento della posizione altrui o sfruttando un errore o un malinteso di altri operatori³¹³. Essa dipende dall'abilità dell'investitore e dalla sua capacità di interpretare i fenomeni in corso di svolgimento e di volgerli a proprio favore, sfruttando - o magari, entro certi limiti, influenzando - il *trend* del momento. Il tema del confine tra speculazione legittima e manipolazione del mercato è molto complesso e rilevante, perché accade frequentemente che gli operatori – soprattutto quelli professionali, titolari di capitali più ingenti ma, potenzialmente, anche i risparmiatori singoli, in ragione degli strumenti offerti dagli intermediari e dalle piattaforme di *trading* - “spingano” le quotazioni di un titolo al rialzo o al ribasso.

Diverso è il caso in cui il complesso delle operazioni in sé lecite esprimano, effettivamente, un'attitudine decettiva. Al riguardo sembra di poter condividere l'opinione di illustre dottrina, che affermava: «Quella di artificio è una nozione relativa che, a differenza delle falsità informative, non inerisce necessariamente a un tipo di condotta: che si riscontra ricostruendo la manovra in tutti i suoi passaggi, collocandola nel suo contesto ambientale»³¹⁴. E', infatti, certamente possibile che una serie di condotte lecite possa, se strumentalmente collegata, fornire agli altri operatori una rappresentazione distorta della realtà³¹⁵; come già si è

³¹² MUCCIARELLI, *Altri artifici*, cit., p. 2040 svolge approfondite ed interessanti considerazioni sulla possibilità di una valorizzazione dello scopo dell'agente, che però, in mancanza della considerazione dell'attitudine decettiva, si risolverebbe in una sorta di abuso del diritto, che in sé non può acquistare rilievo per il diritto penale.

³¹³ Sul tema della speculazione PEDRAZZI, *Problemi del delitto*, cit., p. 64; sul mero sfruttamento di un errore altrui *op. cit.*, p. 105.

³¹⁴ PEDRAZZI, *Turbatina dei mercati*, cit., p. 118; sulla valorizzazione del contesto, nelle sue diverse accezioni, cfr. anche CONSULICH, *La giustizia e il mercato*, cit., p. 197-198. Il Tribunale di Milano, sentenza 11 novembre 2002, con nota di FONDAROLI, *Aggiotaggio mediante altri artifici: disvalore del fatto e disvalore del contesto*, ha affermato che gli altri artifici comprenderebbero anche quelle condotte apparentemente lecite ma che “combinare tra loro, ovvero realizzate in determinate circostanze di tempo e di luogo intenzionalmente realizzino una distorsione del gioco della domanda e dell'offerta in modo tale da indurre in errore gli investitori”.

³¹⁵ ROSSI, *Le fattispecie*, cit., p. 2663 e SEMINARA, *La tutela*, cit., p. 644 ritengono che dall'accostamento delle operazioni simulate agli “altri artifici” e più in generale dal raffronto tra le varie modalità operative indicate nell'attuale fattispecie si possa trarre un argomento a favore della non necessaria illiceità dei mezzi ai fini dell'integrazione della fattispecie.

precisato, infatti, anche il compimento di operazioni sul mercato è in grado di veicolare un contenuto informativo in base al quale gli altri operatori potranno orientare le proprie scelte.

Si può ribadire, dunque, che l'artificiosità va a connotare il mezzo che viene impiegato³¹⁶: il messaggio ingannatorio viene trasmesso in ragione o del collegamento tra diverse operazioni o del contesto: tempi, modi di esecuzione, collegamenti strumentalmente prescelti³¹⁷.

È chiaro che ciò avrà delle conseguenze anche in termini di definizione del dolo, dal momento che sarà l'operazione nel suo complesso, con la sua valenza decettiva, a dover essere rappresentata e voluta dal soggetto agente. Ovviamente, trattandosi di condotte in sé lecite, occorrerà ricostruire con particolare attenzione la fattispecie soggettiva; il rischio, altrimenti, è quello di un'estensione indefinita dell'illecito penale³¹⁸. L'accertamento della rappresentazione e volontà, da parte dell'autore, dell'operazione considerata nel suo significato complessivo dovrebbe servire ad escludere la tipicità delle condotte prive di disvalore. Né ci sembra che, in questo caso, la considerazione anche della situazione "di contorno" possa rischiare di attrarre nell'area dell'illecito penale situazioni in sé neutre³¹⁹: proprio la verifica in sede di fattispecie soggettiva servirà a selezionare quelle situazioni in cui l'agente si era rappresentato l'intera operazione con la sua caratteristica di concreta idoneità ad alterare il prezzo, valutazione che non dovrà essere "inquinata" da presunzioni o indicatori come il fine di lucro perseguito.

Resta da valutare l'ipotesi in cui l'illiceità viene ricavata dalla violazione di una norma secondaria. Sul punto è d'obbligo una breve premessa. La disciplina europea ha inciso, a

³¹⁶ Il mezzo, e non l'effetto: v. PEDRAZZI, *Problemi del delitto*, cit., p. 51; SEMINARA, *L'aggiotaggio*, cit., p. 553.

³¹⁷ Concorda sulla possibilità di desumere la valenza ingannatoria anche dal contesto in cui la singola condotta è inserita e dal collegamento con ulteriori operazioni, non essendo invece necessario che la singola condotta in sé considerata presenti il carattere della decettività, FOFFANI, *Commento all'art. 185 T.U.F.*, cit., p. 725.

³¹⁸ Come avverte FONDAROLI, *Aggiotaggio mediante "altri artifici"*, cit., p. 759, che richiama altre ipotesi in cui la rilevanza penale si vorrebbe, talvolta, far derivare dal contesto di riferimento, quali la concussione ambientale e il concorso 'esterno' in associazione mafiosa.

³¹⁹ Questo è il rischio paventato da quella parte della dottrina secondo cui in questo modo il disvalore espresso dal reato finirebbe con il coincidere esclusivamente con lo scopo perseguito dall'agente, non rilevando l'illiceità intrinseca delle condotte. In tal modo «non sarebbe più la potenziale dannosità a costituire l'elemento centrale dell'artificio, ma ogni condotta, per quanto lecita e veritiera, potrebbe assumere natura artificiosa a seguito di una valutazione globale effettuata ex post e basata sui risultati dell'evento generato» (Così ZANNOTTI, *Il nuovo diritto penale dell'economia*, cit., p. 438; sul punto v. BACCO, *Il delitto di aggiotaggio manipolativo: tensioni interpretative ed innovazioni sistematiche nella difficile repressione delle manipolazioni "mascherate"*, in *Giur. Merito*, fasc. 9, 2008, p. 2298 ss.)

Conseguenza ne sarebbe lo svuotamento della fattispecie oggettiva e la riduzione dell'accertamento della tipicità alla sola indagine soggettiva, «da quale, peraltro, non contemplando l'esigenza di fini determinati, come ad esempio sarebbe ove il legislatore avesse previsto la presenza di un dolo specifico, è suscettibile di coinvolgere condotte che siano rapportate all'evento alterativo anche solo in presenza di accettazione del rischio» BACCO, *Il delitto di aggiotaggio*, cit., p. 2304. Come affermato, però, sembra che questo rischio possa essere quanto meno molto limitato con un rigoroso accertamento della fattispecie oggettiva e soggettiva.

partire dal 2003, in maniera molto significativa sulla regolamentazione dei mercati finanziari. Ciò non tanto con riguardo agli illeciti penali – in rapporto ai quali l’influenza europea ha dato luogo, al più, ad un inasprimento sanzionatorio o ha orientato l’interpretazione di alcune operazioni– quanto a tutta la regolamentazione amministrativa, di rango sublegislativo, che concorre a informare la materia. In particolare, numerose comunicazioni della Consob e del CESR³²⁰ hanno contribuito a individuare le condotte manipolative³²¹, finanche elencando operazioni qualificabili come manipolazione, che parte della dottrina ritiene *tout court* rilevanti ai fini dell’illecito amministrativo *ex art. 187-ter T.U.F.*, dal momento che tale illecito può essere fondato sulla violazione di una disposizione di rango secondario³²². Peraltro, essendo l’illecito amministrativo di manipolazione del mercato strutturato come una fattispecie di pericolo astratto, se non addirittura presunto³²³, non è necessaria la verifica dell’attitudine lesiva per la realizzazione dell’illecito e, dunque, risulta particolarmente importante selezionare con cautela quelle condotte che effettivamente necessitano di essere sanzionate.

Un simile discorso, chiaramente, non può essere replicato in sede penale³²⁴, ove il principio di legalità osta alla possibilità di integrare o addirittura di definire il contenuto

³²⁰ Oltre al regolamento mercati della Consob, che viene periodicamente aggiornato, la comunicazione Consob DME/5078692 e i numerosi *Set of Csr guidance and information*.

³²¹ Sull’influenza delle direttive europee in tema di abusi di mercato cfr. CONSULICH, *La giustizia e il mercato*, cit., p. 167 ss.; GALLI, *La disciplina italiana in tema di abusi di mercato*, cit., p. 54 ss.; PREZIOSI, *La manipolazione di mercato*, cit., p. 22 ss.; sul valore delle comunicazioni ai fini della definizione dell’illecito amministrativo ed eventualmente penale cfr. PREZIOSI, *La manipolazione di mercato*, cit., p. 193 ss. e in particolare 205 ss.

³²² MUCCIARELLI, *Altri artifici*, cit., p. 2045.

³²³ Sul punto si tornerà nel prosieguo, con un raffronto e una delimitazione tra le due fattispecie. Si anticipa fin d’ora che l’opinione più condivisibile ritiene che l’illecito amministrativo sia caratterizzato da una descrizione più dettagliata, che quasi sfocia nell’elencazione casistica (ma non per questo necessariamente in grado di descrivere le condotte ad esso riconducibili in maniera determinata), proprio in ragione della non necessità di un accertamento circa l’effettiva portata offensiva della condotta, che quindi potrebbe portare a un ampliamento illimitato delle ipotesi ad esso riconducibili.

³²⁴ Al riguardo CONSULICH, *La giustizia e il mercato*, cit., p. 190 ss., ipotizza, in prima battuta, di poter ricavare il contenuto di tipicità del reato di manipolazione del mercato dal raffronto con l’omologo illecito amministrativo. Egli ricorda le caratteristiche del modello comunitario di procedura normativa (ispirato alla cosiddetta procedura Lamfalussy), che presuppone una costruzione della norma giuridica per fasi e gradi, in cui la precisione e la tecnicità della normativa crescono progressivamente man mano che si passa ai precetti di carattere secondario. In base a tale criterio anche l’illecito penale, di rango primario, dovrebbe essere specificato e definito attraverso il raffronto e il collegamento con le disposizioni sublegislative e, in particolare, con le disposizioni tecniche dettate dalla Consob. Nello specifico, a tale organo spetta il compito di interpretare le diverse tecniche manipolative formalizzate nella fattispecie amministrativa, interpretazione che, ad opinione di Consulich, sarebbe indispensabile per individuare il significato degli “altri artifici” puniti dalla disposizione penale. Sul punto, però, ci sembra di dover concordare con l’Autore quando conclude che un simile procedimento per gradi di sempre maggiore definizione può essere ammissibile a livello comunitario, ove si disciplina o si indirizza la produzione di altre norme da parte dei Paesi membri dell’Unione. Tale modo di procedere sarebbe incostituzionale, invece, a livello interno. Non si può, dunque, pensare di ricavare gli elementi dell’illecito penale da un confronto “per difetto” rispetto all’illecito amministrativo; certo, la Consob e i regolamenti da essa emanati possono svolgere un ruolo ausiliario, consentendo di individuare e mettere meglio a fuoco i contenuti di offesa espressi dalle condotte punite.

dell'illecito tramite il ricorso a disposizioni di rango sublegislativo. Nel caso che ci occupa ciò non sarebbe comunque possibile, mancando una qualunque clausola di rinvio che lasci desumere la necessità di completare il contenuto della fattispecie con un riferimento a elementi esterni e ulteriori rispetto a quelli tipizzati dal legislatore penale.

Ritornando al quesito iniziale, ovvero se sia ipotizzabile ricavare l'illiceità di determinate condotte dalla violazione di norme secondarie, appare chiaro che il fatto che una condotta sia rilevante ai fini dell'illecito amministrativo di manipolazione nulla dice circa la sua rilevanza ai fini dell'omologo reato; può ben darsi, però, che una condotta coincidente con quelle sanzionate quali illeciti amministrativi presenti anche i requisiti necessari per essere sussunta nella norma penale³²⁵. L'elemento discrezionale non sarà, però, la violazione della norma regolamentare o la rilevanza per il diritto amministrativo, quanto la presenza di tutti gli elementi della fattispecie richiesti dall'art. 185 T.U.F.; primo fra tutti, visto che si parla di artifici, l'attitudine decettiva³²⁶.

I casi Mensi e Crovetto

Per meglio comprendere la portata delle questioni cui si è fatto cenno e verificare nella pratica la tenuta delle soluzioni proposte appare utile riportare due casi giurisprudenziali.

Nel primo caso si trattava dell'acquisto di un quantitativo rilevante di titoli effettuato al momento della chiusura del mercato, in modo da determinare un significativo aumento dell'indice di riferimento e dunque anche del valore dei titoli derivati; a tale operazione aveva fatto seguito, al momento della riapertura delle contrattazioni, la vendita dei titoli acquistati e dei relativi derivati con una notevole plusvalenza³²⁷. La giurisprudenza di merito aveva

Mai si potrà trattare, però, di una funzione integratrice o di definizione della tipicità, ma soltanto di un contributo interpretativo.

³²⁵ Per considerazioni circa un caso in cui si è ritenuto che sussistesse l'illecito penale pur in assenza delle condizioni per l'illecito amministrativo cfr. MAGRO, *Price manipulation e contratti con opzione put barrier*, in *RTDPE*, 4/2007, p. 845 ss.

³²⁶ In tal senso MUCCIARELLI, *Altri artifici*, cit., p. 2048; PREZIOSI, *La manipolazione di mercato*, cit., p. 195.

³²⁷ Il prezzo di chiusura è uno degli indicatori che vengono valutati per individuare l'andamento di uno strumento finanziario; nel caso di specie la quotazione del Mib30, dopo aver subito piccole oscillazioni nel corso della seduta, aveva registrato un aumento del 1,73% in sede di chiusura, creando l'apparenza di un trend rialzista. Nello specifico, l'operazione si era sviluppata come segue. Prima di tutto il trader aveva acquistato dei futures (si tratta di contratti derivati con cui si "scommette" sull'andamento futuro di un certo titolo o di un certo mercato) sul mercato Fib30 (che era il mercato su cui si scambiavano i futures riguardanti il Mib30, cioè il listino contenente i 30 titoli con maggiore capitalizzazione sul mercato azionario italiano) poco prima della chiusura dello stesso. Successivamente, egli aveva messo in acquisto una significativa quantità di azioni appartenenti al Mib30 (in particolare, 200 basket, cioè ordini composti da un insieme di proposte di negoziazione aventi ad oggetto i titoli che compongono il Mib30, la cui caratteristica è che la

individuato nell'operazione complessiva un'ipotesi di *marking the close*, che consiste appunto nella realizzazione di operazioni nella fase di chiusura della seduta borsistica al fine di alterare il prezzo finale dello strumento finanziario, in modo da fuorviare gli investitori nella fase di apertura della successiva seduta, momento in cui, nel caso di specie, si era creata l'apparenza di un mercato rialzista³²⁸. Al riguardo, il Tribunale di Milano aveva affermato: «L'inganno può essere realizzato attraverso condotte apparentemente lecite ma che, combinate tra loro, ovvero realizzate in presenza di determinate circostanze di tempo e di luogo, intenzionalmente realizzino una distorsione del gioco della domanda e dell'offerta in modo tale che il pubblico degli investitori sia indotto in errore circa lo spontaneo e corretto processo di formazione dei prezzi; ed influenzare ingannevolmente la formazione del prezzo lede l'integrità del mercato perché interferisce sulla rappresentazione del reale valore del titolo trattato»³²⁹. È chiaro che le singole operazioni in sé considerate sono, nel caso di specie, perfettamente lecite; la connotazione di illiceità deriverebbe, invece, dalla situazione in cui sono state compiute e dalla decettività che le caratterizza, dal momento che inducono una falsa rappresentazione della realtà del mercato nel pubblico degli investitori. Tale interpretazione, dunque, è riconducibile all'orientamento accennato, secondo cui possono integrare gli altri artifici non solo condotte oggettivamente e intrinsecamente illecite, ma anche attività lecite che però, in ragione delle modalità o del contesto di realizzazione, possiedano una valenza ingannatoria. Ovviamente, che si tratti di condotte in sé lecite o illecite, resta ferma la necessità di valutare anche la concreta idoneità ad alterare il prezzo degli strumenti finanziari; idoneità che però, ci sembra, non potrà sussistere se l'operazione sarà priva di qualsivoglia valenza decettiva.

Al riguardo va sottolineato che la condotta in esame, sebbene qualificata in sentenza come contraria alle regole del *trading*, al tempo degli accadimenti non era espressamente vietata e inoltre, in sé considerata, non creava una falsa rappresentazione della realtà economica sottostante alle operazioni, dal momento che l'acquisto dei titoli determinava una effettiva variazione nella titolarità dei medesimi e la variazione dell'indice di riferimento ne

quantità proporzionale dei vari titoli replica la composizione dell'indice stesso), così provocando un aumento dell'1,73% dell'indice e del relativo *future*. Il mattino dopo, in apertura, approfittando dell'apparenza rialzista che si era creata, aveva rivenduto tutto. Sul tema v. CERQUA, *Reati di aggio*, cit., p. 895.

³²⁸ La Comunicazione DME/5078692 del 29.11.2005 della Consob, enumerando alcune ipotesi riconducibili all'illecito amministrativo, riconduce il *marking the close* alle operazioni rilevanti ai sensi della lett. b) dell'art. 187-ter.

³²⁹ Così Tribunale di Milano, 11.11.2002, dep. 7.2.2003, imp. Mensi, in RTDPE, 2003, p. 747 ss., con nota di FONDAROLI (*Aggio mediante "altri artifici": "disvalore del fatto" e "disvalore del contesto"*). La pronuncia di primo grado è stata confermata anche in sede di appello (Corte di Appello di Milano, 17 marzo 2004) e di ricorso per cassazione (Cass. pen., sez. V, 7 dicembre 2004 n. 2279). Cfr. anche le note di RAGNI, *Nota a Corte di Appello di Milano, 31 marzo 2004 e nota a Cassazione penale, sez. V, 25 gennaio 2005 in Banca, borsa titoli di credito*, 2006, II, p. 265. Sul punto v. AMATI, *Abusi di mercato*, cit., p. 216 ss.

rappresentava una semplice conseguenza. Il trasferimento di proprietà c'era effettivamente stato; si può, dunque, dubitare della sussistenza di una condotta artificiosa, se per artificio dobbiamo intendere una condotta che comunque crei una falsa rappresentazione della realtà. Si può affermare che l'artificiosità e l'attitudine decettiva stiano, semmai, nella scelta del momento e delle modalità di compimento delle operazioni: vero è che il trasferimento di proprietà effettivamente c'è stato, ma è anche vero che la scelta del momento e della modalità era tale da creare l'illusione di un mercato rialzista.

Parte della dottrina ha tuttavia obiettato, a una simile ricostruzione, che considerare illecita l'operazione significa ritenere che il contesto di riferimento possa determinare l'illiceità di un fatto altrimenti lecito³³⁰, senza tenere conto del disvalore del fatto e di quello della condotta.

Inoltre, dovendosi valutare l'operazione nel suo complesso, l'eventuale illiceità del fatto potrebbe essere ricostruita solo *ex post*, attraverso la valutazione del volume delle operazioni, del momento scelto e dell'attitudine decettiva delle stesse.

Quanto alla prima obiezione, in tema di disvalore di azione e di evento³³¹, sembra che entrambi siano, nel caso di specie, presenti; l'azione complessivamente considerata è infatti finalisticamente rivolta alla creazione di una falsa rappresentazione della realtà, che di fatto poi si è verificata, mettendo in pericolo il bene giuridico tutelato. Non sembra essenziale, in questo caso, che l'acquisto e la vendita si fossero effettivamente verificati; l'elemento dirimente è che l'operazione mirava ed era tale da indurre negli operatori una visione distorta della situazione di mercato, prodromica a scelte allocative 'errate'.

Circa la seconda notazione, riguardante il fatto che in questo modo l'illiceità del fatto potrebbe essere ricostruita solo *ex post*, non sembra che sia necessariamente un problema. Vero è che la rilevanza penale delle operazioni complessivamente considerate potrà essere accertata solo successivamente, al compimento di tutte le diverse fasi; ma certamente non potrà accadere che l'autore si veda attribuita una responsabilità *ex post* per condotte che egli riteneva lecite o neutre. Elemento essenziale dell'accertamento sarà, infatti, oltre a un'obiettiva valenza fraudolenta, la sussistenza di rappresentazione e volontà, da parte dell'autore, di tutti gli elementi della fattispecie: ivi inclusa, quindi, l'artificiosità o l'attitudine decettiva della condotta. Non può invece ritenersi sufficiente – e sul punto si tornerà in sede di analisi della

³³⁰ Critica una simile soluzione FONDAROLI, *Aggiotaggio mediante "altri artifici"*, cit., p. 759 ss.; *contra* PEDRAZZI, *Turbativa dei mercati*, cit., p. 117 che espressamente riconosce la possibilità di attribuire rilevanza penale a condotte lecite in ragione del contesto in cui sono collocate.

³³¹ Su cui cfr., per tutti, SANTAMARIA, *Prospettive del concetto finalistico di azione*, Napoli, 1955 e MAZZACUVA, *Il disvalore di evento nell'illecito penale*, Milano, 1983, p. 85 ss. Sul tema del disvalore di azione e di evento nel *personales Unrecht*, più di recente, MOCCIA, *Il diritto penale tra essere e valore*, cit., p. 127 ss.

fattispecie soggettiva – il perseguimento di un fine di lucro o l'effettiva realizzazione del lucro stesso per ritenere sussistente il dolo.

Sempre con riguardo al dolo, parte della dottrina ha sottolineato che la fattispecie non richiede un dolo specifico e dunque non dovrebbe essere possibile considerare penalmente rilevanti condotte di per sé lecite, solo in ragione del fine perseguito dall'agente³³². Ciò è senz'altro vero se intendiamo, come si accennava, che il fine di lucro non possa fondare l'illiceità della fattispecie, soprattutto non in presenza di un divieto così formulato; non si può escludere, però, che condotte in sé lecite possano, considerate nel loro complesso, acquistare rilevanza penale.

Le sentenze relative al caso citato presentano almeno un ulteriore profilo di interesse. Infatti, sia i giudici della Corte di appello che quelli della Corte di cassazione si sono soffermati sulla questione di legittimità costituzionale - sollevata dalle difese - dell'art. 5 l. n. 157/1991 (che per primo ha introdotto la disposizione nella formulazione attuale, salvo la modifica circa la concreta idoneità e l'inasprimento sanzionatorio) per violazione degli artt. 3 e 25 Cost. e in particolare per la carenza di determinatezza della fattispecie.

Sul punto, la Corte d'Appello ha affermato che le espressioni “artifici idonei ad influenzare sensibilmente il prezzo” e “sensibile alterazione” (contenute nell'art. 5 l. n. 157/1991), “idonei a provocare una sensibile alterazione” (art. 181 T.U.F.) e “concretamente idonei a provocare una sensibile alterazione” (art. 2637 c.c.) non violano il principio di determinatezza «quando la descrizione complessiva del fatto incriminato consente comunque al giudice di stabilire il significato di tale elemento, mediante un'operazione interpretativa non esorbitante dal compito a lui affidato: quando cioè quella descrizione consenta di esprimere un giudizio di corrispondenza della fattispecie concreta alla fattispecie astratta, sorretto da un fondamento ermeneutico controllabile»³³³. Le espressioni, infatti, “ricevono adeguata luce dalla finalità dell'incriminazione e dal quadro normativo su cui essa si innesta”, consentendo al giudice di formulare un giudizio secondo lo schema prefissato dalla norma stessa. Tale giudizio è stato confermato anche dalla Corte di cassazione³³⁴.

In realtà, sembra di dover dissentire da un simile giudizio; per rispettare il principio di legalità garantito a livello costituzionale dovrebbe essere possibile attribuire alla disposizione un significato univoco. Certamente è vero che pochi sono i termini che non siano rimessi

³³² Così FONDAROLI, *Aggiotaggio mediante “altri artifici”*, cit., p. 761 ss. L'Autrice ritiene che la riforma del 2002 sia espressiva di una tendenza all'“oggettivizzazione” che emergerebbe, per esempio, dal riferimento alle sole notizie “false”, con esclusione della rilevanza di quelle “esagerate e tendenziose”.

³³³ Corte di Appello di Milano, 31 marzo 2004, cit.

³³⁴ Cass. Pen., sez. V, sent. 2279/2004, cit. In particolare, la Corte ha ritenuto la questione di legittimità costituzionale manifestamente infondata.

all'interpretazione o che presentino un'ampiezza variabile e che la realtà si presenta in una tale molteplicità di forme da dover comunque richiedere interventi della prassi per valutare la sussumibilità di certe situazioni all'interno della fattispecie generale e astratta; ma è anche evidente che la clausola in parola si presenta come indefinitamente ampia, tanto da essere stata definita "ad analogia esplicita"³³⁵, consentendo di ricondurvi le ipotesi più diverse in base a una supposta identità di *ratio*. *De jure condito*, tuttavia, non resta altro che cercare di interpretare la clausola in maniera restrittiva, cercando di individuare quegli elementi indefettibili in assenza dei quali non possa ritenersi integrata.

Sempre sotto il medesimo profilo appare rilevante un'altra pronuncia, più recente, avente ad oggetto un caso legato a un prestito obbligazionario.

La vicenda riguardava l'emissione di titoli alla cui scadenza, in presenza di determinate condizioni, invece del rimborso del capitale in denaro l'emittente aveva la facoltà di consegnare altri strumenti finanziari, a fronte del pagamento di un premio: nel caso in oggetto si trattava di un quantitativo prestabilito di azioni di una certa banca (si parla, al riguardo, di obbligazioni *reverse convertible*).

Una delle condizioni necessarie affinché venisse concessa la suddetta facoltà era il fatto che il titolo scendesse al di sotto di un determinato valore; di conseguenza uno degli imputati, appartenente al gruppo bancario che aveva interesse a che l'operazione si svolgesse in quel determinato modo, realizzava una serie di proposte di vendita di tali titoli a prezzi decrescenti, in modo da determinare una discesa dei valori di scambio al di sotto del valore prefissato per l'attivazione della facoltà. Tali proposte andavano a buon fine, con conseguente discesa del valore del titolo. Secondo il Tribunale di Milano «si è trattato, all'evidenza, di una oggettiva manipolazione del mercato (...), che ha falsato il meccanismo di fissazione del prezzo ed è stata condotta al di fuori dei presupposti di un'attività legittimamente speculativa. L'immissione di uno o più ordini di compravendita all'unico fine di influenzare il prezzo di uno strumento finanziario costituisce infatti un artificio, sanzionato come aggio, già dall'art. 181 co. 1 T.U.F. con una norma confluita prima nell'art. 2637 c.c. e ora nell'art. 185 T.U.F. Il risultato è stato quello di una distorsione del regolare svolgimento delle transazioni, sviluppata in maniera artificiosa e traendo in inganno gli operatori che si trovavano sul mercato: l'attività non ha avuto infatti come riferimento il valore intrinseco del titolo ma l'intenzione di interferire sul prezzo che era stato scelto come valore di riferimento per un regolamento di uno strumento finanziario derivato cui si aveva interesse»³³⁶.

³³⁵ CONSULICH, *La giustizia e il mercato*, cit., p. 209 ss.

³³⁶ Trib. Milano, 27.03.2006, dep. 24.6.2006, n. 3406, Crovetto, in *RTDPE*, 2007, p. 845 ss., con nota di MAGRO, *Price manipulation e contratti con opzione put barrier*.

La Corte di Cassazione³³⁷ ha confermato l'impostazione dei giudici di merito e ha ribadito la possibile rilevanza penale di condotte in sé lecite; sul punto, però, ha specificato che è necessario accertare l'artificialità oggettiva della condotta, che quindi dovrebbe emergere da indici oggettivi quali le modalità dell'azione che, in ragione del modo, tempo e luogo di esecuzione, siano tali da alterare il 'normale' rapporto tra domanda e offerta. Non sarebbe rilevante, invece, il solo fine di turbare il mercato, profilo che non è nemmeno rilevante ai fini della tipicità, dal momento che per la configurazione della fattispecie è sufficiente il dolo generico³³⁸. Peraltro – aggiunge la Corte – se si facesse dipendere la sussistenza degli artifici dalla proiezione soggettiva dell'autore della condotta si creerebbe una asimmetria rispetto alle altre due modalità di realizzazione del reato. Sia nella diffusione di notizie false che nel compimento di operazioni simulate, infatti, è possibile rinvenire un elemento obiettivo e individuabile; se si accogliesse la teoria soggettivistica, la sussistenza degli altri artifici dipenderebbe da un accertamento e da una valutazione del solo elemento soggettivo, con l'annullamento di qualsivoglia disvalore oggettivo della condotta.

³³⁷ Cass. Pen., sez. V, 2.10.2008 n. 2063, Crovetto, in *Cass. Pen.*, 2010, p. 1920 ss., con nota di CASTELLABATE, *Operazioni manipolative del mercato finanziario ed operazioni lecite: sui problematici confini tra testo e contesto*. Sul tema cfr. anche BACCO, *Il delitto di aggio manipolativo*, cit., p. 2298 ss.

³³⁸ In particolare, la Corte afferma: «L'artificialità della condotta è un connotato "oggettivo" di essa, che deve prescindere, evidentemente, dall'intenzione del soggetto: il reato in esame è a dolo generico, mentre connotare l'artificio con i caratteri dell'intenzionalità dell'agente verrebbe impropriamente a valorizzare oltre misura le effettive finalità perseguite dal soggetto che compie l'azione. All'elemento soggettivo può senz'altro attribuirsi il compito di illuminare il significato della condotta, ma altro è conferire esclusivo o primario rilievo all'intenzione dell'agente (...). È oltremodo chiaro, quindi, nel concetto del legislatore, che per qualificare come artificioso un mezzo, in sé non illecito, non è sufficiente che esso sia diretto al fine di turbare il mercato, occorrendo che sia anche obiettivamente artificioso, cioè posto in essere artificialmente con modalità d'azione tali, per ragioni di modo, tempo e luogo, da alterare il gioco normale tra domanda e offerta». Una concezione che ricostruisca il carattere di artificialità in questi termini ci sembra condivisibile, oltre che fondata su un'interpretazione della fattispecie e del sistema nel loro complesso; c'è però un aspetto che non convince. In particolare, nell'ultima frase la Corte definisce artificioso un mezzo posto in essere con modalità d'azione tali da alterare il giuoco normale tra domanda e offerta. Certo si potrebbe affermare che l'artificialità stia proprio nell'alterazione del prezzo di mercato rispetto a quello che sarebbe il prezzo 'normale', cioè quello a cui verrebbero scambiati i prodotti in assenza della manipolazione. Una tale opinione sarebbe, però, fuorviante. In base alla ricostruzione effettuata sembra che l'artificialità debba attenersi al mezzo, e non all'effetto prodotto. Artificioso è il mezzo che offre una visione distorta della realtà, un mezzo che possiede un'attitudine decettiva tale da trasmettere una falsa informazione al pubblico degli operatori. Non appare corretto, invece, guardare all'effetto sul prezzo: innanzitutto perché è la stessa fattispecie ad attribuire il carattere di artificialità al mezzo, e non tanto al risultato; e in secondo luogo perché, come si è già spiegato, appare difficile individuare un prezzo 'normale'. Si potrebbe affermare che in assenza di quel determinato ordine al ribasso, proposto in sede di chiusura delle contrattazioni, il prezzo di chiusura sarebbe stato diverso, "normale". Ciò è senza dubbio vero, ma vale per ogni singolo scambio, dal momento che l'inserimento di ciascun ordine di acquisto e di vendita (e l'inserimento in un certo momento, di una certa quantità, o di più quantitativi tra loro separati, magari a livelli di prezzo differenti...) influisce sulle oscillazioni dei prezzi e sul valore a cui gli operatori sono disposti a concludere l'operazione. C'è, tuttavia, qualcosa che rende le operazioni di cui alla pronuncia in oggetto diverse dalla stragrande maggioranza delle operazioni di compravendita, ed è la capacità – perseguita volontariamente dall'autore – di trasmettere un messaggio falsato agli altri investitori, e di orientare le loro scelte in base a un impulso che non corrisponde alla realtà del mercato. In una parola, l'artificialità.

La Corte affronta, poi, un altro aspetto rilevante cui si è già avuto modo di accennare, ma su cui si tornerà in seguito: quello dei rapporti tra illecito amministrativo e illecito penale. Nello specifico, la condotta posta in essere rientra tra gli esempi di operazioni manipolative rilevanti ai fini dell'illecito amministrativo indicati dalla Consob nella comunicazione del 29 novembre 2005. Sul punto i giudici di legittimità affermano: «Vero è che l'individuazione dell'artificialità di una condotta spetta al giudice, non essendo delegabile a nessun altro, ma è indubbio che tali esempi possano valere come ausili interpretativi e indici di manipolazione, perché descrivono le principali prassi manipolative». A questo riguardo sembra da confermarsi l'impostazione secondo cui può darsi che una operazione enumerata tra le possibili ipotesi di illecito amministrativo acquisisca, invece, rilievo penale in ragione della sua offensività e delle specifiche qualità del caso di specie.

Unità e pluralità di reati con riguardo al delitto di manipolazione del mercato

Dall'analisi effettuata emerge un elemento comune alle diverse modalità di realizzazione della fattispecie: la decettività, ovvero una falsa rappresentazione della realtà, che però richiede qualcosa in più dello sfruttamento di una situazione 'ambigua' che si sia venuta a creare da sé.

Individuata questa nota caratterizzante, bisogna domandarsi se l'art. 185 T.U.F. rappresenti una disposizione a più norme o una norma a più fattispecie³³⁹. In particolare, le disposizioni a più norme (o norme miste cumulative) contengono tante norme incriminatrici quante sono le fattispecie ivi previste e, dunque, la violazione di ciascuna fattispecie dà vita ad un autonomo reato; le norme a più fattispecie (o norme miste alternative), invece, sono costituite da un'unica norma incriminatrice e quindi si applicano una volta sola sia nel caso di realizzazione di una sola delle modalità di azione, sia nel caso di realizzazione di più d'una modalità, trattandosi comunque di un unico tipo di reato. La scelta tra queste opzioni fondamentali determina come conseguenza che nel primo caso il compimento di più tipi di condotte determinerebbe il venire ad esistenza di altrettanti reati, nel secondo di uno solo.

³³⁹ In argomento, per tutti, FROSALI, *Concorso di norme e concorso di reati*, Città di Castello, 1937. Con specifico riguardo all'aggiotaggio PEDRAZZI, *Problemi del delitto*, cit., p. 66-67.

Diversi sono i criteri che la dottrina ha elaborato nel corso del tempo per affrontare il problema delle cd. leggi penali miste³⁴⁰. In particolare, due di questi hanno goduto di una maggiore considerazione: l'identità del bene giuridico offeso, da un lato, e il livello di gravità del fatto e la capacità a delinquere del colpevole espressa nella situazione concreta, dall'altro³⁴¹. Un rilievo determinante è attribuito al rapporto tra la gravità del fatto e la pericolosità del reo e i limiti della pena edittale, per cui quando la realizzazione di più fattispecie contenute in una medesima norma manifestasse l'unicità della risoluzione delittuosa il moltiplicarsi delle sanzioni, anche se temperato dal cumulo giuridico, risulterebbe sproporzionato rispetto al fatto.

Inoltre, sono stati proposti dei criteri formali che fungono da 'indizi' per distinguere le norme a più fattispecie dalle disposizioni a più norme: tra questi, l'indicazione di diversi comportamenti sotto una separata numerazione farebbe propendere nel senso di un rapporto di cumulatività tra le condotte tipiche e dunque il compimento di più di una delle condotte elencate determinerebbe (chiaramente in presenza di tutti gli elementi necessari per il perfezionarsi della fattispecie) la commissione di più reati.

Tuttavia, non sono stati rinvenuti degli indicatori che consentano di individuare in maniera univoca la distinzione tra alternatività e cumulatività delle condotte descritte, per cui il problema deve essere risolto secondo il principio di ragionevolezza, con riferimento, soprattutto, all'entità della pena edittale³⁴².

Se questo è il criterio, ci sembra che nel caso della manipolazione del mercato si debba necessariamente propendere nel senso di una norma a più fattispecie: il reato previsto dall'art. 185 T.U.F., di conseguenza, sarà solo uno, con diverse modalità di realizzazione tra loro alternative³⁴³.

Ne deriva che non sarà in alcun modo concepibile un concorso formale eterogeneo tra diverse modalità di realizzazione della medesima fattispecie, dal momento che la realizzazione di una sola azione non potrà integrare, allo stesso tempo, la violazione di diverse disposizioni di legge.

Bisogna, poi, domandarsi se sia ipotizzabile che la medesima condotta possa integrare contemporaneamente diverse modalità di realizzazione descritte dalla fattispecie, realizzando un concorso formale omogeneo. La soluzione deve essere negativa, dal momento che le

³⁴⁰ Su cui cfr. MANTOVANI, *Diritto penale*, cit., p. 470.

³⁴¹ Cfr. CONSULICH, *La giustizia e il mercato*, cit., p. 382 e bibliografia ivi citata.

³⁴² In tal senso MANTOVANI, *Diritto penale*, cit., p. 470.

³⁴³ La dottrina è pacifica nel considerare l'art. 185 T.U.F. una norma a più fattispecie; cfr. CONSULICH, *La giustizia e il mercato*, cit., p. 383 ss.; D'ALESSANDRO, *Fattispecie di aggio e prassi di mercato ammesse*, cit., p. 1827.

diverse modalità previste dal legislatore presuppongono già astrattamente comportamenti diversi, per cui è impossibile che una medesima azione realizzi, allo stesso tempo, una diffusione di notizie false e il compimento di operazioni simulate, mancando un nucleo comune di interferenza. Dubbi potrebbero sussistere rispetto a una possibile interferenza tra gli altri artifici e una diversa modalità di condotta, ma è chiaro che in questo caso si dovrebbe ritenere prevalente la modalità di esecuzione più specifica e determinata, rappresentando gli altri artifici una clausola di chiusura.

Ulteriore questione è se sia ipotizzabile un concorso materiale (ovvero se sia possibile il compimento di diverse azioni, ciascuna delle quali determini la violazione della stessa o di una diversa norma penale).

Innanzitutto si consideri il caso di un soggetto (magari interno a una società emittente o a una banca di investimenti) che, per fini speculativi, influisca, a breve distanza di tempo, sui prezzi di diversi strumenti finanziari attraverso la diffusione di notizie false, il compimento di operazioni simulate o altri artifici. In questo caso, trattandosi di operazioni distinte e separate che danno vita ad azioni diverse e hanno ad oggetto strumenti diversi, sembra che la soluzione debba essere nel senso del compimento di una pluralità di reati tra di loro autonomi, salvo che le diverse operazioni non risultino intimamente collegate o tra loro concatenate³⁴⁴.

Ancora più problematico appare il caso di chi compia diverse operazioni, sussumibili sotto la medesima o sotto diverse modalità di condotta previste dall'art. 185 T.U.F., al fine di influenzare l'andamento dei prezzi di un unico strumento finanziario, avendo dunque di mira un unico obiettivo. Si pensi all'ipotesi in cui un soggetto interno alla banca X acquisti o venda o inserisca ordini di acquisto o di vendita in circostanze tali da influenzare il prezzo di uno strumento finanziario per più giorni consecutivi; oppure di un soggetto interno alla società Alfa che rilasci un comunicato falso e contestualmente organizzi manovre sui relativi strumenti finanziari. In questo caso si tratta della realizzazione di diverse ipotesi di

³⁴⁴ Al riguardo PEDRAZZI, *Problemi del delitto*, cit., p. 67 chiarisce che elemento discrezionale tra unità e pluralità di reati non siano necessariamente gli strumenti finanziari oggetto dell'alterazione, né si possa fare riferimento all'unità o pluralità dell'azione naturalistica. Anzi: la condotta tipica sarà per lo più naturalisticamente plurima. Afferma l'illustre Autore: «Manovre intessute di mosse magari in apparenza contraddittorie, epperò concatenate: sì che nel loro complesso congiurano a imprimere al mercato un'unica e medesima "spinta" al rialzo o al ribasso. Poco importa se questa spinta travolgerà uno o più prezzi, o anche un numero indeterminato di prezzi: il sigillo dell'unità sta in questa omogeneità e convergenza di attitudine. Naturalmente bisogna calcolare la concatenazione che lega i fatti economici, che può legare anche i fatti a prima vista più lontani: bisogna tener presente il collegamento fra prezzi e mercati, che può amplificare gli effetti di una "spinta" la quale, ciò malgrado, resta unitaria. Più esattamente: all'omogeneità e convergenza delle manovre deve associarsi, perché il reato non si moltiplichi, l'unità di contesto: più reati se, sia pure nell'unità di contesto, si manovra per imprimere al mercato spinte diverse; più reati anche nel caso che le manovre siano omogenee, ma il contesto cronologico appaia spezzato. Si osservi: l'unità del reato di aggio non può invece determinarsi in base all'unità del piano speculativo...». Sul tema cfr. anche CONSULICH, *La giustizia e il mercato*, cit., p. 374.

manipolazione del mercato oppure è tutto riconducibile ad un solo reato? E se le diverse operazioni non venissero compiute contestualmente, ma a distanza di giorni o di mesi, magari prima determinando dei movimenti occulti nella proprietà o sugli scambi, e poi rilasciando comunicati falsi?

La questione appare di non poco momento. Diversi sono gli elementi che, in questi casi, devono essere presi in considerazione per stabilire innanzitutto se si tratti di un'unica azione giuridicamente rilevante o di più azioni. Parte della dottrina risolve il problema facendo ricorso ai due criteri della continuità degli atti e dell'unicità dello scopo³⁴⁵.

In questo senso, assumerebbe valore fondamentale il lasso di tempo entro il quale le operazioni vengono compiute: sembra pacifico che la proposizione di numerosi ordini di acquisto successivamente posizionati a livelli sempre più alti per far salire il prezzo di uno strumento finanziario nel giro di pochi minuti possa essere certamente ricondotta ad un'unica operazione di manipolazione. Lo stesso varrebbe se diverse operazioni venissero realizzate nell'arco di una seduta, o anche di due sedute consecutive. È difficile, però, affermare quale sia il lasso di tempo massimo entro il quale si possa parlare di un'unica operazione.

Il criterio dell'unicità del fine, inoltre, soccorre fino a un certo punto. Innanzitutto, anche in questo caso va osservato che la valutazione dell'unicità dello scopo presenta, comunque, un minimo di elasticità, per cui in alcuni casi può risultare arduo stabilire se lo scopo sia unico o meno. Inoltre, l'unicità dello scopo non solo può fondare l'unicità del reato, ma può acquistare rilievo anche per altri ambiti del diritto penale, come per esempio in rapporto al reato continuato, ove secondo parte della dottrina tale unicità sarebbe uno dei criteri atti a individuare la medesimezza del disegno criminoso³⁴⁶. Sembra, quindi, che l'unicità del fine non sia dirimente; al più, potrebbe servire a confermare una conclusione altrimenti raggiunta nel caso di atti realizzati in un lasso di tempo concentrato, che consenta comunque di ricondurli ad un'unica operazione.

Pare dunque necessario effettuare una valutazione caso per caso che tenga conto del lasso di tempo, dell'omogeneità delle condotte e della "convergenza" delle manovre, ovvero del suo ricollegarsi ad un'unica, complessiva operazione³⁴⁷; appare di minore rilievo, invece, la

³⁴⁵ FIANDACA-MUSCO, *Diritto penale*, cit., p. 661; MANTOVANI, *Diritto penale*, cit., p. 468 ss. invece sembra lasciare aperto il problema, osservando che esso va risolto in base all'interpretazione delle norme singolarmente prese o considerate nei reciproci rapporti. L'Autore indica, inoltre, dei criteri di massima per la soluzione del problema: se tra le singole condotte ripetitive intercorre un apprezzabile lasso di tempo, si avrebbe sicuramente una pluralità di reati; in alcuni casi, inoltre, può essere d'aiuto la titolarità del bene giuridico leso, ma ciò non vale in ogni caso.

³⁴⁶ FIORE C.-FIORE S., *Diritto penale*, cit., p. 558 ss.

³⁴⁷ Secondo quanto suggerito da PEDRAZZI, *Problemi del delitto*, cit., p. 67.

capacità di influenzare il prezzo di uno o di più strumenti finanziari, che nulla dice circa l'unicità dell'operazione.

Chiaramente, anche nel caso di una pluralità di azioni che diano vita a una pluralità di reati diversi, in presenza dei necessari presupposti essi potranno essere collegati sotto il vincolo della continuazione, con la conseguente applicazione del più mite cumulo giuridico.

In conclusione, si può affermare che è impossibile dare una soluzione rigida ed univoca al problema in esame; occorrerà valutare, secondo le specificità della situazione concreta, tenendo conto dei criteri che si sono proposti per cercare di raggiungere un risultato equo e coerente con la previsione legislativa.

Il concorso con altri reati

Sotto il profilo del concorso con reati diversi, va innanzitutto considerata l'ipotizzabilità di un concorso tra la manipolazione del mercato e l'aggrottaggio su strumenti finanziari non quotati a norma dell'art. 2637 c.c. Dato che le due fattispecie riguardano oggetti diversi, è difficile immaginare che esse possano concorrere, trattandosi di ambiti applicativi ben distinti; l'unico caso in cui il concorso sarebbe ipotizzabile è quello in cui la medesima manovra investa tanto strumenti quotati quanto non quotati. In tale ipotesi la dottrina maggioritaria ritiene applicabile il principio dell'assorbimento, a condizione che si tratti di un'operazione dal significato economico unitario, anche in considerazione degli attuali assetti sanzionatori³⁴⁸.

I recenti scandali finanziari hanno sollevato, inoltre, una serie di problemi legati alla possibilità di individuare più norme incriminatrici astrattamente applicabili ai fatti oggetto del processo³⁴⁹.

In particolare, assume rilievo il rapporto tra la manipolazione del mercato e i reati di false comunicazioni sociali, di falsità nelle relazioni e nelle comunicazioni delle società di revisione e di ostacolo all'esercizio delle funzioni delle autorità di vigilanza.

Il problema sorge quando si sia in presenza di comunicazioni obbligatorie per legge ai sensi degli artt. 114 e 115 T.U.F.: dal momento che le comunicazioni attraverso cui si realizza la condotta criminosa (in questo caso di manipolazione informativa) sono comunicazioni

³⁴⁸ Cfr. FOFFANI, *Commento all'art. 185 T.U.F.*, cit., p. 723. Contra CONSULICH, *La giustizia e il mercato*, cit., p. 393.

³⁴⁹ Sul tema v. AMATI, *Abusi di mercato*, cit., p. 190 ss.

sociali tipiche per legge, va stabilito se tra le due disposizioni violate sussista un rapporto di specialità o di concorso di reati.

Il tema è stato trattato nell'ambito del caso Parmalat³⁵⁰, ove la Corte di Cassazione ha escluso l'ipotizzabilità di un rapporto di specialità o di assorbimento tra la manipolazione e le false comunicazioni sociali, in base a considerazioni attinenti alla diversità dei beni giuridici tutelati e alla diversa struttura delle norme.

Per quanto riguarda i beni giuridici, infatti, la Corte ha affermato che l'aggiotaggio informativo «protegge l'integrità e la regolarità del mercato mobiliare e, più specificamente, la corretta formazione dei valori dei titoli quotati (...) (si tratta, quindi, di una lesione al diritto alla retta informazione, da cui il patologico corso dei valori), mentre la complessiva fattispecie del reato di false comunicazioni sociali si connota per la sua tutela (diretta o indiretta) patrimoniale».

Quanto alla diversa struttura dell'aggiotaggio informativo e delle false comunicazioni sociali, invece, si sottolinea come il reato di aggiotaggio provenga da una soggettività non qualificata, a differenza delle false comunicazioni sociali; diverso sarebbe l'oggetto materiale che, nell'aggiotaggio informativo, pur dovendosi esso ripercuotere necessariamente su strumenti finanziari, può includere qualsiasi strumento idoneo a fornire un ragguglio circa fatti societari, anche se non previsto dalla legge. Un terzo elemento differenziale atterrebbe al tipo di valutazione da svolgere: mentre nell'informazione manipolativa la concreta idoneità a determinare l'alterazione dovrebbe essere accertata secondo il criterio della prognosi postuma, l'infedeltà del bilancio societario penalmente rilevante discende dall'accertamento attuale della sua diversità rispetto alla relativa prescrizione legale. Ultima differenza sarebbe l'elemento soggettivo, che nei fatti di infedeltà di bilancio dovrebbe essere contrassegnato dal dolo specifico e anche intenzionale.

Tuttavia, è evidente che gli argomenti portati dalla Corte di Cassazione a sostegno della tesi del concorso di reati non sono inattaccabili; per fare solo un esempio, già il riferimento ai diversi beni giuridici tutelati è non solo poco affidabile, vista la varietà di opinioni circa l'individuazione dell'oggetto della tutela, ma rischia di portare a risultati palesemente errati³⁵¹.

Anche l'argomento concernente i soggetti attivi appare poco solido, dal momento che il fatto che nelle false comunicazioni sociali il soggetto attivo debba sempre rivestire una certa qualifica e che tale qualifica non sia, invece, indispensabile ai fini della manipolazione del

³⁵⁰ Cass. Pen., sez. V, sent. 20 luglio 2011 n. 28932.

³⁵¹ Sul tema v. FIORE C. FIORE S., *Diritto penale*, cit., p. 578, i quali osservano che tale criterio porterebbe a propendere per il concorso di reati anche in alcune ipotesi di specialità bilaterale, sicuramente riconducibili alla regola di cui all'art. 15 c.p. Cfr. anche MANTOVANI, *Diritto penale*, cit., p. 476.

mercato non sembra dare indicazioni precise circa i rapporti tra le due fattispecie. Stesso discorso vale anche per l'oggetto materiale, che evidentemente, se si ipotizza un concorso, nel caso di specie riguarderà comunicazioni tipiche per legge. Anche le ulteriori considerazioni, relative al criterio di accertamento e alla fattispecie soggettiva, non appaiono dirimenti, dal momento che un'interferenza in astratto tra le due fattispecie rimane senza dubbio ipotizzabile, sebbene poi si possano verificare dei casi specifici in cui essa non si presenta.

La dottrina maggioritaria propende per la tesi del concorso formale di reati³⁵².

Parte della dottrina ha, inoltre, proposto una soluzione originale, basata sulla necessità di un collegamento funzionale tra la condotta manipolativa e l'alterazione del prezzo.

In particolare, «per la sussistenza del delitto di aggio, fra la comunicazione sociale al pubblico e l'alterazione del prezzo deve sussistere innanzitutto un nesso causale effettivo, che viene recuperato escludendo, nella stragrande maggioranza dei casi, la rilevanza di un mero evento di pericolo di alterazione dei prezzi. Ciò fa sì che la configurabilità di una condotta unitaria da cui possa sorgere una duplice responsabilità a titolo di aggio e insieme di false comunicazioni sociali sia da escludere ove la comunicazione al pubblico non abbia avuto il ruolo di condizione necessaria dell'alterazione sensibile del prezzo, effettivamente verificatasi, di strumenti finanziari. Altrimenti, qualsiasi comunicazione al pubblico da parte di amministratori, direttori generali, sindaci o liquidatori, afferente alla situazione economica, patrimoniale o finanziaria della società o del gruppo alla quale essa appartiene, potrebbe risultare concretamente idonea ad alterare sensibilmente il prezzo di strumenti finanziari. E' noto, inoltre, che il prezzo di tali strumenti nei mercati borsistici può subire relevantissime variazioni anche per effetto di notizie che soltanto indirettamente possiedono un contenuto relativo alla situazione economica, patrimoniale o finanziaria della società: *a fortiori* la sensibile alterazione può ben scaturire, sul piano strettamente causale, da comunicazioni di natura contabile o patrimoniale, quali sono, essenzialmente (anche se non necessariamente), quelle indicate negli artt. 2621 e 2622 c.c.»³⁵³.

Andrebbe, quindi, operata una distinzione tra rappresentazione (o simulazione) di una situazione di mercato e rappresentazione (o simulazione) della situazione economica, patrimoniale o finanziaria³⁵⁴. La prima riguarderebbe la domanda o l'offerta sul mercato di un certo strumento finanziario (comprensive della loro componente quantitativa rappresentata dai volumi degli scambi); sarebbe tale, ad esempio, la diffusione di una notizia in cui si

³⁵² PREZIOSI, *L'aggio*, cit., p. 475; ROSSI, *Le fattispecie*, cit., p. 2647; SEMINARA, *L'aggio*, cit., p. 571.

³⁵³ PREZIOSI, *L'aggio*, cit., p. 477.

³⁵⁴ PREZIOSI, *L'aggio*, cit., p. 478.

manifesta l'intenzione di acquistare un rilevante pacchetto azionario di una determinata società, o un'operazione di acquisto e vendita contestuali dello stesso titolo e per gli stessi quantitativi, volta a creare una falsa apparenza delle contrattazioni.

Le comunicazioni sociali ai sensi degli artt. 2621 e 2622 c.c., invece, pur potendo avere ad oggetto una situazione di mercato, riguardano la situazione economica, patrimoniale o finanziaria della società o del gruppo. In questo caso, quindi, la situazione della società, pur potendo avere delle ripercussioni sulla situazione di mercato, non è legata ad essa da uno specifico nesso funzionale. «È da ritenere, cioè, che tali comunicazioni non possono veicolare (se non con un'evidente forzatura) informazioni su operazioni di mercato, ma soltanto informazioni che potranno stare a sostegno di operazioni di mercato, in quanto riguardanti la situazione economica di un'impresa o di un gruppo di imprese»³⁵⁵.

In base a tale opinione, quindi, sebbene sia astrattamente ipotizzabile un concorso formale tra il reato di false comunicazioni sociali e l'aggiotaggio, l'interferenza potrebbe tuttavia risolversi in un rapporto di incompatibilità nei casi in cui le comunicazioni sociali abbiano ad oggetto la situazione economica, patrimoniale o finanziaria della società e non contengano informazioni riguardanti il mercato, mancando un nesso funzionale specifico con una sensibile alterazione.

Tale impostazione è volta a sottrarre le situazioni problematiche al rischio del concorso di reati³⁵⁶, con il conseguente cumulo sanzionatorio; tuttavia, essa non sembra coerente con l'interpretazione accolta della manipolazione informativa.

Pienamente condivisibile è la premessa circa la concreta idoneità di comunicazioni di natura contabile o patrimoniale ad alterare il prezzo di strumenti finanziari; l'incongruenza emerge, però, quando si ipotizza un discrimine tra i due tipi di simulazione, quella riguardante la situazione del mercato e quella riguardante la situazione della società. La fattispecie di cui all'art. 185 T.U.F., nel rendere punibile chiunque diffonda notizie false idonee a provocare una sensibile alterazione del prezzo, non distingue in alcun modo tra notizie riguardanti la situazione del mercato e quelle riguardanti la situazione della società, né richiede alcun "nesso funzionale specifico"; anzi, nell'interpretazione accolta possono acquistare rilevanza anche notizie false che nulla abbiano a che vedere con l'economia, ma che tuttavia presentino il requisito dell'idoneità. È vero che è possibile individuare due diversi oggetti della simulazione; ma è vero anche che entrambi sono rilevanti ai fini della manipolazione. Dunque le

³⁵⁵ PREZIOSI, *op. cit.*, p. 479.

³⁵⁶ Che, ad opinione dell'Autore, potrebbe essere "sfruttato" dalla magistratura per potenziare la valenza repressiva delle false comunicazioni sociali, che sono sottoposte a condizioni di procedibilità e soglie quantitative di punibilità. La conseguenza sarebbe che ogni comunicazione sociale rilevante ai sensi degli artt. 2621 e 2622 c.c. potrebbe assumere rilievo anche ai sensi dell'art. 185 T.U.F.

comunicazioni sociali, che possono riguardare tanto la prima (diretta attinenza alla situazione del mercato) quanto la seconda classe di informazioni (diretto interesse per la situazione economica, patrimoniale e finanziaria della società) possono in ogni caso essere considerate notizie rilevanti ai fini dell'art. 185 T.U.F.

Sembra che una soluzione solo difficilmente possa essere trovata in base all'interpretazione delle due disposizioni: effettivamente la comunicazione richiesta dalla legge rappresenta lo strumento, il veicolo di diffusione della notizia falsa; l'interferenza esiste, dal momento che la condotta rilevante è, naturalisticamente, la stessa, anche se valutata sotto profili diversi, e anche se per la realizzazione delle due fattispecie sono necessari ulteriori, specifici elementi. È ben possibile, però, che una medesima condotta rilevi astrattamente per entrambe le fattispecie.

Le due disposizioni non sembrano in rapporto di specialità, nemmeno reciproca; allo stesso modo, non sussiste un rapporto di sussidiarietà³⁵⁷. Si potrebbe, forse, ipotizzare l'applicazione del criterio dell'assorbimento³⁵⁸, i cui presupposti sono, tuttavia, discussi³⁵⁹; ma in tale ambito appare arduo trovare in via interpretativa una soluzione pacifica.

Diversamente, dovrà necessariamente ritenersi sussistente il concorso formale, tenendo conto, nell'individuazione della sanzione, del fatto che il *quantum* di pena previsto per le false comunicazioni sociali delle società quotate (art. 2622 c.c.) è stato riportato, con la legge 27 maggio 2015 n. 69, alla reclusione da tre a otto anni.

Altra questione, per certi versi analoga, riguarda il caso in cui vengano diffusi comunicati successivamente alla comunicazione sociale tipica per legge.

³⁵⁷ MANTOVANI, *Diritto penale*, cit., p. 475 ritiene che sia «sussidiaria la norma che tutela un grado inferiore dell'identico bene che è tutelato dalla norma principale in grado superiore, sicché la norma principale esaurisce l'intero disvalore del fatto». Presupposti del principio di sussidiarietà sarebbero il rapporto di specialità reciproca fra fattispecie e l'assorbimento dell'interesse tutelato da una norma nell'interesse tutelato dall'altra. Sul tema della specialità reciproca e bilaterale cfr. CONSULICH, *La giustizia e il mercato*, cit., p. 386 ss.

³⁵⁸ Cfr. FIANDACA MUSCO, *Diritto penale*, cit., p. 686, i quali affermano che il principio dell'assorbimento (o della consunzione) è invocabile per escludere il concorso di norme nei casi in cui la realizzazione di un reato comporta, nell'*id quod plerumque accidit*, la commissione di un secondo reato, il quale viene dunque considerato, dal punto di vista normativo-sociale, assorbito dal primo. Caratteristiche di tale principio sarebbero che esso poggia non su di un rapporto logico fra norme, ma su di un rapporto di valore, per cui il disvalore del fatto meno grave risulta già compreso in quello del fatto più grave, e inoltre la unitarietà normativo-sociale del fatto. FIORE C. FIORE S., *Diritto penale*, cit., p. 580; MANTOVANI, *Diritto penale*, cit., p. 475, che evidenzia l'incertezza dei confini del principio dell'assorbimento e afferma che esso sia inutile, risultando di volta in volta riconducibile alla specialità o alla sussidiarietà.

³⁵⁹ Nella stessa sentenza di I grado relativa al caso Parmalat i giudici chiariscono che tale criterio può essere applicato solo qualora i diversi fatti da giudicare rappresentino tipi o gradi di offesa al medesimo bene giuridico, presupposto che nel caso di specie manca, dal momento che i due reati tutelerebbero interessi diversi: le false comunicazioni all'autorità di vigilanza sarebbero volte a tutelare il regolare funzionamento dell'autorità di vigilanza; l'aggiotaggio informativo, la regolarità delle negoziazioni nel mercato mobiliare.

In particolare, nel caso Parmalat il problema si era posto perché molti dei comunicati stampa diffusi da Parfin nel corso del 2003 erano successivi alla diffusione delle comunicazioni sociali tipiche, limitandosi a riproporre dati già noti al mercato perché contenuti nel bilancio o nelle relazioni di periodo. La difesa asseriva, di conseguenza, che i comunicati in questione non si potevano ritenere in concreto idonei ad influire sul prezzo dei titoli quotati in borsa e dovevano essere ritenuti un postfatto non punibile in relazione al reato di false comunicazioni sociali.

Al riguardo, come già accennato, i giudici di merito hanno chiarito che non è richiesto che la notizia rivesta il carattere della novità, essendo richiesta solamente la concreta idoneità a provocare una sensibile alterazione del prezzo di mercato. «Conseguentemente, pur essendo di più facile intuizione che una notizia (falsa) risulti idonea ad incidere sulla determinazione del valore dello strumento finanziario quando venga propalata al mercato per la prima volta, non può certo escludersi *a priori* che anche la conferma di una notizia già nota, specie quando il mercato nutra delle perplessità sulla sua genuinità, possa integrare il reato di aggioaggio informativo, dovendosi avere riguardo alle circostanze del caso concreto. Per altro verso, va evidenziato che, se sorge in capo all'emittente la necessità di confermare una notizia già propalata al mercato, la stessa si colora di novità e attualità ogniqualvolta la sua diffusione venga reiterata»³⁶⁰.

Quanto ai rapporti tra comunicazione sociale tipica e successiva diffusione di un comunicato falso, quest'ultima non potrebbe essere considerata un *post factum* non punibile. Infatti, il ribadire un'informazione falsa renderebbe illecito ogni episodio, anche se si limitasse a riproporre dati già noti; tale condotta, istantanea, sarebbe differente rispetto al processo decisionale che porta all'approvazione di un bilancio falso e sarebbe dotata di un autonomo, ulteriore disvalore³⁶¹.

La possibilità di realizzare il reato mediante omissione

Altra questione che si è posta in relazione alle modalità di realizzazione del fatto tipico è stata la possibilità di integrarlo mediante omissione³⁶².

Sul punto occorre distinguere tra le varie condotte tipiche elencate dall'art. 185 T.U.F.

³⁶⁰ Trib. Milano, 18.12.2008, cit., pp. 101 e 262; Corte App. Milano, 14.07.2010, cit., pp. 53 e 104. Sul tema cfr. SEMINARA, *L'aggioaggio*, cit., p. 553; DI AMATO, *Gli abusi di mercato*, cit., p. 142.

³⁶¹ Sul punto Cass., sez V, 20.07.2011, p. 48.

³⁶² Sul tema, per tutti, FIANDACA, *Il reato commissivo mediante omissione*, Milano, 1979.

Con riguardo alla manipolazione informativa, dottrina³⁶³ e giurisprudenza³⁶⁴ sono unanimi nel richiedere necessariamente la presenza di una condotta attiva. In particolare, ad opinione della giurisprudenza, deporrebbero in tal senso il dato letterale, il confronto con la normativa comunitaria di riferimento, l'interpretazione secondo la volontà del legislatore storico e l'incompatibilità con il principio di legalità³⁶⁵.

Quanto al dato letterale, infatti, la formulazione dell'articolo 2637 c.c. (vigente all'epoca dei fatti e poi trasfuso, per quanto riguarda gli strumenti finanziari, nell'attuale art. 185 T.U.F.) rende punibile chiunque diffonde notizie false o pone in essere operazioni simulate e altri artifici. Ad opinione del Tribunale di Milano, le prime due condotte sono senza dubbio incompatibili con l'omissione, richiedendo necessariamente una condotta attiva; per quanto riguarda gli "altri artifici", in base a una complessa argomentazione che richiama anche la giurisprudenza in tema di truffa contrattuale si ritiene che l'omissione possa rilevare solo in quanto parte di una fattispecie concreta più complessa, che includa anche una condotta attiva

³⁶³ D'ALESSANDRO, *Fattispecie di aggio*, cit., p. 1843; AMATI, *La disciplina degli abusi di mercato*, cit., p. 411; SGUBBI, *La manipolazione del mercato*, cit., p. 75; ZANNOITI, *Il nuovo diritto penale*, cit., p. 436.

³⁶⁴ Si veda Trib. Milano, 18.12.2008 (caso Parmalat), p. 249 ss., in www.penalecontemporaneo.it. I giudici di primo grado affermano che non solo la legislazione interna non fa alcun riferimento all'omissione, ma anche a livello europeo «il puro e semplice silenzio (anche quando – ad esempio – in violazione degli obblighi informativi presidiati dall'art. 6 della direttiva) non è considerato dal legislatore comunitario come ipotesi di manipolazione del mercato da reprimere ai sensi dell'art. 5 della medesima direttiva».

³⁶⁵ Cfr. Trib. Milano, 18.12.2008, cit., p. 249 ss. In particolare, quanto al dato letterale l'art. 2637 c.c., vigente all'epoca dei fatti e la cui formulazione è stata poi in parte trasfusa nell'attuale art. 185 T.U.F., puniva chiunque diffondesse notizie false ovvero ponesse in essere operazioni simulate o altri artifici. «Ebbene, diffondere notizie false vuol dire, per intuitivo senso comune, mettere in atto una condotta positiva di divulgazione (interviste, articoli di giornale, pubblicazioni su siti societari, presentazioni al mercato, comunicati stampa, comunicati Internet...); mentre realizzare operazioni simulate vuole dire dare la sembianza ostensibile di una operazione (su titolo) in realtà non esistente, e cioè l'esatto contrario della omissione. Cioché, se per le precedenti condotte il discorso è chiuso in partenza, rimane il riferimento all'artificio; questo è l'unico termine che potrebbe – in via solo ipotetica e residuale – rappresentare il riferimento letterale per aprire il campo al cd. aggio omissivo. In realtà, questa ipotesi è destinata a cadere già ad uno sguardo superficiale. Secondo la lingua italiana, artificio è l'espedito che fa sembrare una cosa più bella o crea un'apparenza e quindi la rappresentazione positiva di un qualche cosa che non risponde al vero (non a caso la simulazione è una modalità specifica di artificio) (...). Anche quando la giurisprudenza penale ha attribuito rilievo, nel campo della truffa contrattuale, al silenzio maliziosamente serbato – ipotesi che rappresenta la frontiera più "avanzata" della interpretazione estensiva della nozione di artificio -, tanto ha fatto collocando la inerzia nell'ambito di una trattativa in corso e in quanto una delle parti avesse lo specifico obbligo di comunicare fatti o circostanze all'altra parte "di talché il contegno dell'agente non può ritenersi meramente passivo, perché esso si concreta in uno stato di fatto apparente e diretto a persuadere che è vero ciò che in effetti vero non è" (...). Cioè si attribuisce rilievo al silenzio non come comportamento meramente ed esclusivamente negativo, ma in quanto, nel contesto di un comportamento positivo e qualificato quale quello delle trattative contrattuali tra soggetti specifici, uno di essi taccia circostanze idonee a formare la volontà dell'altro; circostanze la cui omissione, accompagnata alle notizie scambiate o ai congegni tenuti nelle trattative in atto, sia idonea ad ingenerare una falsa rappresentazione della realtà (...). Di talché entro la nozione di artificio – anche con riferimento al delitto di aggio – non pare in alcun modo potersi ricomprendere il mero comportamento negativo, il generico silenzio, la pura inerzia».

e sia tale da far sorgere un obbligo di comunicazione a carico dell'autore, che invece tace volontariamente informazioni rilevanti.

Per quanto riguarda il confronto con la normativa europea, dalla lettura della direttiva 2003/6/CE si desume che la semplice omissione è estranea alla fattispecie di manipolazione del mercato³⁶⁶.

Il terzo argomento addotto dal Tribunale di Milano a favore dell'irrilevanza della mera omissione è la volontà del legislatore storico. Sul punto, il Tribunale ricorda come la relazione di accompagnamento alla legge delega per la riforma del diritto societario sottolinei che la Commissione per la riforma si è indirizzata verso una riduzione delle fattispecie omissive, in ragione dei rischi che esse sollevano con riferimento ai principi di determinatezza e di personalità della responsabilità penale. Inoltre, la Commissione aggiunge che, nei casi in cui è apparso necessario punire l'omissione, il dovere di agire è stato ricollegato a situazioni tipiche nettamente definite e di chiaro significato; poiché nel caso dell'aggiotaggio tali situazioni non sono state individuate, si può concludere nel senso dell'irrilevanza dell'omissione anche secondo le intenzioni del legislatore storico.

L'ultimo argomento, anche se probabilmente il più incisivo, è quello relativo al rispetto dei principi costituzionali e in particolari al principio di legalità *sub specie* tassatività/determinatezza e riserva di legge. Il Tribunale sottolinea, infatti, che il reato in oggetto è privo di evento naturalistico e dunque andrebbe ascritto, eventualmente, alla categoria dei reati omissivi propri³⁶⁷. Presupposto indefettibile per tali reati è, però, una accurata descrizione della situazione di fatto tipica dalla quale sorge l'obbligo di attivarsi in capo al soggetto. Mancando, nel caso di specie, tale descrizione, l'individuazione della situazione tipica, dei soggetti obbligati e anche dei singoli obblighi volta per volta rilevanti

³⁶⁶ L'art. 1 n. 2 della direttiva 2003/6/CE prevede, infatti, le seguenti modalità di manipolazione del mercato: «Operazioni o ordini di compravendita che forniscano o siano suscettibili di fornire indicazioni false ovvero fuorvianti in merito all'offerta, alla domanda o al prezzo degli strumenti finanziari (...), operazioni o ordini di compravendita che utilizzino artifici o ogni altro tipo di inganno o espediente; diffusione di informazioni tramite mezzi di informazione (...) che forniscano, o siano suscettibili di fornire, informazioni false...». Al riguardo va anche sottolineato che il Tribunale (sent. cit., p. 251 ss.) prende posizione in merito al rapporto sussistente tra le indicazioni fornite dal CESR e le fonti normative interne in materia penale. In particolare, il Tribunale si dice consapevole del fatto che il CESR, tra gli esempi di manipolazione, riporta anche il caso dell'emittente che ometta di comunicare al mercato notizie *price sensitive*, così ingenerando una falsa rappresentazione. Tuttavia i giudici di primo grado affermano che l'interpretazione di una norma penale non può essere influenzata da un documento con valore consultivo, che descrive un fenomeno dal punto di vista economico e naturalistico e non per le sue implicazioni giuridiche in ciascuna disciplina nazionale.

³⁶⁷ Per tale partizione tra reati omissivi propri e impropri, basata sulla necessità o meno del verificarsi di un evento naturalistico come conseguenza della condotta omissiva, ai fini del perfezionamento del fatto tipico cfr. FIANDACA, *Diritto penale*, cit., p. 587; FIORE C. FIORE S., *Diritto penale*, cit., p. 222.

andrebbe interamente rimessa all'interpretazione giudiziale, tramite una sorta di integrazione in via giurisprudenziale, determinando così un'inammissibile violazione del principio di legalità.

La tesi dell'irrilevanza dell'aggiotaggio informativo omissivo è stata recentemente confermata anche dalla Corte di Cassazione (Cass, sez V, 20.7.2011, n. 28932), che ha inoltre precisato che la fattispecie "prescinde dall'elemento naturalistico dell'inganno".

Al riguardo va ricordato che una condotta *lato sensu* omissiva può rilevare quando si sia taciuto su alcuni aspetti rilevanti di una notizia, che quindi viene diffusa incompleta e privata di alcuni dati significativi. Il puro e semplice silenzio non rileva, ma la conclusione è diversa qualora l'omissione fraudolenta si inserisca in un contesto comunicativo attivo, dal momento che l'informazione, per essere veritiera, deve essere completa³⁶⁸; si tratterebbe, in questo caso, di una porzione omissiva di una complessiva condotta commissiva.

Il problema si è posto in particolare in quelle ipotesi in cui l'omissione di un'informazione coincida con la violazione di un obbligo informativo previsto dal T.U.F., per esempio in tema di patti parasociali, acquisti di concerto e offerte al pubblico di acquisto o di scambio.

Sul punto, parte della dottrina ritiene che l'omissione di informazioni dovute in una comunicazione imposta dalla legge non dia luogo ad una condotta meramente omissiva ma mista: «Attiva, quanto all'informazione; omissiva, quanto alle deficienze che quest'ultima presenta rispetto a ciò che la legge imponeva al suo autore di comunicare. Trattasi quindi di diffusione di "notizie false"»³⁶⁹.

Se la condotta mista potrebbe, eventualmente, costituire una notizia falsa (perché parziale), sembra invece che la mera violazione di obblighi informativi previsti nel T.U.F. non possa assumere rilevanza, in sé, ai fini della fattispecie di manipolazione del mercato.

I singoli obblighi informativi sono presidiati, infatti, da specifiche sanzioni (per esempio, l'art. 193 T.U.F. prevede le sanzioni derivanti dalla violazione degli obblighi in tema di comunicazione obbligatoria di partecipazioni societarie), per cui l'applicazione di un'ulteriore sanzione, peraltro a carattere penale e particolarmente afflittiva, risulterebbe del tutto ingiustificata e sproporzionata³⁷⁰. Anche a prescindere dalla razionalità in termini sanzionatori, però, sembra che l'argomento dirimente debba essere l'impossibilità di ricondurre l'ipotesi in questione alla formulazione legislativa; senza tener conto del fatto, poi,

³⁶⁸ D'ALESSANDRO, *Fattispecie di aggiotaggio*, cit., p. 1845 ss.; MASUCCI, *Abusi di mercato*, cit., p. 267; SGUBBI, *La manipolazione del mercato*, cit., p. 76 ss. In questo senso anche Tribunale di Milano, 18.12.2008, cit., §18 della motivazione.

³⁶⁹ Così CERQUA, *Reati di aggiotaggio*, cit., p. 894 ss.

³⁷⁰ Si pronuncia nel senso dell'irrilevanza, ai fini dell'integrazione dell'illecito penale, della violazione di obblighi di comunicazione contenuti nel T.U.F. e già sanzionati in via amministrativa anche Trib. Milano, 18.12.2008, p. 252, in particolare con riferimento alla sanzione di cui all'art. 193 T.U.F.

che la mera violazione di un obbligo extrapenale non realizza automaticamente tutti gli elementi della fattispecie di manipolazione del mercato³⁷¹.

Sul punto una recente pronuncia³⁷² ha escluso la realizzazione del delitto di manipolazione del mercato da parte dei vertici di una società che, invitati dalla Consob a rendere dei chiarimenti, avevano negato di avere allo studio iniziative collegate alla scadenza di un prestito convertendo, dal quale sarebbe potuta derivare una variazione della maggioranza in altra società. Il medesimo fatto era già stato ritenuto integrante l'illecito amministrativo di manipolazione; la negazione della sua rilevanza in sede penale sembra, però, da attribuirsi alla ritenuta inidoneità ad alterare i prezzi dei titoli³⁷³, mentre appare certamente riconducibile al concetto di “diffusione di notizia falsa”, dal momento che la società ha negato una circostanza esistente.

In conclusione, sembra che la completa omissione di una comunicazione obbligatoria, seppure idonea a influenzare i prezzi, magari prevenendo un calo o un'ascesa che sarebbero seguiti alla diffusione della notizia, non possa essere ricondotta alla lettera della norma: non della diffusione di una notizia si tratterebbe, in questo caso, ma dell'omissione della sua obbligatoria diffusione che, *de jure condito*, sembra riconducibile solo alla violazione di obblighi informativi.

Con riguardo alle operazioni simulate è evidente che una possibile rilevanza dell'omissione deve essere esclusa *in radice*, essendo in aperto contrasto con la formulazione letterale della fattispecie.

In relazione alla figura degli “altri artifici”, parte della dottrina si schiera contro l'ammissibilità dell'omissione, dal momento che una soluzione diversa rischierebbe di svuotare (ulteriormente) di contenuto una figura che già si presenta dai confini molto labili³⁷⁴. Il dubbio potrebbe sorgere se si facesse riferimento alle elaborazioni giurisprudenziali in tema di truffa contrattuale; ma, come si è già avuto modo di notare, le due ipotesi non possono essere assimilate, oltre al fatto che già con riguardo alla truffa tale orientamento si espone a significative critiche³⁷⁵.

³⁷¹ In tal senso PREZIOSI, *La manipolazione di mercato*, cit., p. 214, il quale ritiene che una condotta manipolativa, per costituire reato, debba possedere delle note interne che la contraddistinguano come fraudolenta, il che è impossibile in caso di condotta omissiva.

³⁷² Tribunale di Torino, 21.12.2010, cit.

³⁷³ Così MASUCCI, *Abusi di mercato*, cit., p. 267.

³⁷⁴ Al riguardo ZANNOTTI, *Il nuovo diritto penale*, cit., p. 439 osserva che la violazione degli obblighi informativi stabiliti, per esempio, in tema di patti parasociali nell'ambito di acquisti di concerto, potrebbe ben essere idonea a determinare l'alterazione del prezzo di strumenti finanziari; il rischio, però, è quello di uno svuotamento della categoria degli altri artifici.

³⁷⁵ Sull'insostenibilità, in questo caso, del parallelo tra truffa e manipolazione del mercato cfr. PREZIOSI, *La manipolazione di mercato*, cit., p. 214. Nega di poter instaurare un parallelo con la truffa, ma conclude nel

Peraltro, nonostante la giurisprudenza in tema di truffa abbia, talvolta, fatto riferimento a un “artificio omissivo” o “raggiri omissivo” sarebbe fuorviante parlare di una vera e propria condotta omissiva, dal momento che – come si è accennato - ci si troverebbe in presenza di una porzione di contenuto negativo facente parte di una complessiva condotta commissiva³⁷⁶. Al riguardo varrebbero, dunque, le considerazioni già espresse dalla giurisprudenza in tema di truffa, per cui il silenzio su specifiche circostanze non rilevarebbe in sé, ma soltanto in quanto parte di un comportamento dichiarativo (dunque commissivo) più ampio.

Se, in conclusione, artifici e raggiri meramente omissivi non possono essere ipotizzati in tema di truffa, ciò deve valere tanto più con riguardo agli altri artifici propri della manipolazione del mercato³⁷⁷; essi vanno intesi in maniera restrittiva in ragione della peculiare struttura della fattispecie, che non richiede l'induzione in errore ed è a soggetto passivo indeterminato.

Inoltre non sembra neanche che queste ipotesi possano essere ricondotte a un ipotetico “agire attraverso l'omettere”, ovvero ad una situazione in cui vi è assoluta equivalenza tra il fare e l'omettere in ragione della struttura della singola fattispecie³⁷⁸.

Rimane da considerare un ultimo aspetto, e cioè quello di un possibile concorso omissivo nella manipolazione commissiva altrui.

Il problema si è posto nell'ambito del caso Parmalat³⁷⁹ con riguardo agli amministratori non esecutivi per l'omesso impedimento dell'evento in violazione di obblighi collegati alla loro funzione.

Elemento imprescindibile per ipotizzare un concorso omissivo nel reato commissivo altrui è l'individuazione di una posizione di garanzia: sul punto va sottolineato che gli amministratori non esecutivi sono considerati titolari di una particolare posizione di garanzia in base al disposto degli artt. 2381 e 2392 c.c., che impongono loro di agire informati. In conseguenza di tale obbligo, essi sarebbero tenuti ad attivarsi chiedendo agli esecutivi le opportune informazioni, senza che, tuttavia, risulti loro riconosciuto un autonomo potere di indagine.

senso dell'ipotizzabilità di “altri artifici” mediante omissione CONSULICH, *La giustizia e il mercato*, cit., p. 207 ss.

³⁷⁶ MASUCCI, *Abusi di mercato*, cit., p. 267.

³⁷⁷ Cfr. Trib. Milano, 18.12.2008 (caso Parmalat), che ha escluso la riconducibilità di un comportamento meramente omissivo agli “altri artifici”, evidenziando i profili differenziali rispetto alla truffa contrattuale e alla relativa giurisprudenza in tema di silenzio. Sul punto cfr. AMATI, *Abusi di mercato*, cit., p. 200 ss.

³⁷⁸ Così PREZIOSI, *La manipolazione del mercato*, cit., p. 214 ss.

³⁷⁹ Cfr. Tribunale di Milano, 18.12.2008 e Corte d'Appello di Milano 26.5.2010 (dep. 14.7.2010), entrambe in www.penalecontemporaneo.it; Cass. Pen., sez. V, 7.3.2014 n. 32352. Cfr. AMATI, *Abusi di mercato*, cit., p. 257 ss.

Per questi motivi, a parere della giurisprudenza sarebbe possibile configurare in capo agli amministratori non esecutivi una responsabilità ai sensi degli artt. 40 co. 2 c.p. e 2637 c.c. quando si possa affermare che essi, a causa del verificarsi di segnali peculiari in relazione all'evento illecito, nonché anormali agli occhi di chi è privo di poteri di ispezione e gestione diretta, si siano certamente rappresentati l'illecito, ma non si siano attivati tenendo la condotta impeditiva, dunque quanto meno accettando il rischio di realizzazione dell'evento illecito stesso, ferma restando la necessaria verifica, attraverso giudizio controfattuale, del nesso di causalità tra la condotta di omesso controllo - per inerzia nell'informarsi ed attivarsi al fine di impedire l'evento - e l'evento di diffusione di informazioni false al mercato.

In base alla citata giurisprudenza, la richiesta idoneità rappresentativa dell'evento da parte degli amministratori in base ai segnali anormali deve essere valutata necessariamente in concreto ed *ex ante*³⁸⁰. Tale precisazione sembra tradire, però, l'impostazione sottesa alla sentenza in esame: la rappresentazione, e quindi anche la volontà, sono sostanzialmente presunte e l'attribuzione della responsabilità sembra fondata su ciò che il soggetto avrebbe dovuto rappresentarsi ed evitare, senza nessun accertamento reale ed effettivo e, dunque, con il configurarsi di una responsabilità oggettiva da posizione. Questo aspetto non può non sollevare perplessità, dal momento che l'accertamento del dolo, anche se eventuale, dovrebbe essere effettuato *ex post* e in concreto, mentre il criterio proposto dalla sentenza sembra delineare una presunzione, che porterebbe al rischio di una responsabilità oggettiva in capo all'amministratore.

Anche ritenendo di poter individuare una posizione di garanzia e un conseguente obbligo di impedire l'evento ciò che sembra inaccettabile, dunque, è la svalutazione dell'elemento psicologico.

D'altra parte, il requisito dell'indipendenza in capo all'amministratore non esecutivo non comporta in alcun modo l'insorgere di una specifica ed ulteriore posizione di garanzia. Deve essere esclusa, quindi, la possibilità di configurare in capo agli amministratori indipendenti non esecutivi un ulteriore obbligo di controllo delle informazioni *price sensitive*³⁸¹.

Sempre in tema di responsabilità per omesso impedimento dell'evento, la questione si è posta in riferimento agli esponenti di istituti bancari o enti di gestione dell'investimento. In particolare, l'addebito è stato talvolta fondato sul non aver rettificato informazioni diffuse dalle società emittenti un determinato titolo, avvertendo il mercato dell'inesattezza delle comunicazioni diramate.

³⁸⁰ Cfr. sent. Tribunale di Milano, 18.12.2008, cit., p. 133-136.

³⁸¹ Cfr. sent. Tribunale di Milano, 18.12.2008, cit., p. 166.

Sul punto, il primo problema riguarda l'individuazione del fondamento della posizione di garanzia, presupposto imprescindibile per l'obbligo di rettifica e comunicazione. Una prima ricostruzione ha cercato di ricavare la posizione di garanzia dall'art. 114 T.U.F., che però circoscrive i doveri di comunicazione al pubblico ai soli emittenti, alle società controllanti e a chi per essi agisca. In relazione ai soggetti citati, però, di regola emerge una responsabilità commissiva per la diffusione di informazioni false o incomplete, non trattandosi in questo caso di una omissione.

In tale ambito, al più, un ruolo di garanzia potrebbe spettare alla società controllante che ometta di rettificare comunicazioni rilasciate dalla controllata³⁸². In particolare, tale posizione di garanzia, con il conseguente obbligo, potrebbe desumersi dalla disposizione dell'art. 114 co. 2 T.U.F., in base alla quale gli emittenti quotati “impartiscono le disposizioni occorrenti affinché le società controllate forniscano tutte le informazioni necessarie per adempiere gli obblighi di comunicazione previsti dalla legge”, mentre le società sottoposte al controllo “trasmettono tempestivamente le notizie richieste”.

Tuttavia, non sembra che tale disposizione deponga nel senso dell'esistenza di una posizione di garanzia in capo alla controllante. Infatti, dalla stessa si può ricavare, al più, la necessità di richiamare le diverse componenti del gruppo all'adempimento dei doveri di comunicazione, o di richiedere una sorta di coordinamento tra le comunicazioni delle diverse società appartenenti al gruppo, ma non sembra che sia in alcun modo desumibile né una posizione di garanzia, né la sussistenza, in capo alla controllante, di poteri tali da giustificare un tale obbligo, che non si potrebbe ricavare nemmeno dalla disciplina complessiva delle relazioni di controllo o di gruppo³⁸³.

Quanto alla posizione degli istituti bancari, innanzitutto non esiste alcun obbligo di garanzia che imponga di verificare o garantire la veridicità delle informazioni trasmesse dalle emittenti; inoltre, la banca è tenuta alla segretezza nei rapporti con il cliente, che sarebbe violata in caso di comunicazioni al pubblico.

La questione potrebbe risultare diversa se si considerasse l'attività di intermediazione o gestione degli investimenti posta in essere dalla banca o da altri soggetti abilitati. A questo riguardo va rilevato che nell'ambito del caso Parmalat è stato individuato, quale possibile fonte dell'obbligo di garanzia, l'art. 21 lett. a) T.U.F., in base al quale i prestatori di servizi e attività di investimento devono “comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza, per servire al meglio l'interesse dei creditori e per l'integrità dei mercati”. Proprio il riferimento all'integrità dei mercati era stato posto a fondamento di un possibile dovere di condotta finalizzato non

³⁸² Così MASUCCI, *Abusi di mercato*, cit., p. 268.

³⁸³ Cfr. MASUCCI, *loc. ult. cit.*

solo alla difesa del cliente, ma anche degli investitori complessivamente considerati. Tale tesi è stata, tuttavia, correttamente rigettata³⁸⁴, confermando la natura strettamente contrattuale dell'obbligo, volto a salvaguardare il singolo cliente³⁸⁵.

L'offesa richiesta dalla fattispecie

Le tre modalità di condotta enunciate dall'art. 185 T.U.F. rilevano solo in quanto siano “concretamente idonee a provocare una sensibile alterazione del prezzo di strumenti finanziari”.

Tale espressione solleva numerosi interrogativi che è opportuno affrontare per individuare l'esatta portata della disposizione: in via preliminare, occorre chiarire quale offesa sia necessaria perché sia realizzata la fattispecie, essendo l'espressione “concretamente idonee” di dubbio inquadramento; dal tipo di offesa individuato si trarranno delle conseguenze in termini di accertamento.

Occorre prendere le mosse dalla prima problematica evidenziata, cioè dall'individuazione dell'offesa richiesta dall'art. 185 T.U.F. Al riguardo, la dottrina ritiene in maniera quasi unanime che si tratti di un reato di pericolo concreto³⁸⁶.

Sul punto sembra necessaria qualche precisazione.

Come è noto, i reati di pericolo³⁸⁷ rappresentano una delle categorie più discusse del diritto penale: sia quanto alle diverse partizioni ipotizzabili e alla loro estensione, sia quanto al

³⁸⁴ Trib. Milano, 18.12.2008, cit., § 18.1 della motivazione.

³⁸⁵ In relazione al singolo cliente, MASUCCI, *Abusi di mercato*, cit., p. 269, ritiene che sia ipotizzabile un obbligo di protezione da parte dell'intermediario, obbligo che sarebbe compatibile con la struttura del delitto di manipolazione. Egli ipotizza che la disposizione dell'art. 21 lett. b) T.U.F., ponendo in risalto il dovere di operare in modo da assicurare l'informazione del cliente, possa essere idonea a fondare obblighi tali da richiamare una responsabilità ex art. 40 c.p. capoverso.

³⁸⁶ Cfr. AMATI, *Abusi di mercato*, cit., p. 233; AMBROSETTI MEZZETTI RONCO, *Diritto penale dell'impresa*, cit., p. 255; FOFFANI, *Commento all'art. 185 T.U.F.*, cit., p. 726; MELCHIONDA, *Aggiotaggio*, cit., p. 273; MUSCO, *I nuovi reati societari*, cit., p. 282; ROSSI, *Le fattispecie*, cit., p. 2662; SGUBBI, *La manipolazione del mercato*, cit., p. 95; ZANNOTTI, *Il nuovo diritto penale*, cit., p. 413; dubitano invece di tale qualificazione CONSULICH, *La giustizia e il mercato*, cit., p. 269 ss. (che ipotizza si tratti di pericolo “tendenzialmente concreto” o comune) e PREZIOSI, *L'aggiotaggio*, cit., p. 469 ss.; ID., *La manipolazione di mercato*, cit., p. 209 ss., il quale sostiene si tratti di un reato di danno, in base a considerazioni in tema di tentativo compiuto.

³⁸⁷ In generale, sui reati di pericolo cfr. ANGIONI, *Il pericolo concreto come elemento della fattispecie penale: la struttura oggettiva*, Milano, 1994; AZZALI, *Osservazioni sui reati di pericolo*, in *Studi in onore di Giorgio Marinucci*, a cura di Dolcini e Paliero, Milano, 2006, p. 1335 ss.; CANESTRARI, voce *Reato di pericolo*, in *Enc. Giur. Treccani*, XXVI, Roma, 1991, p. 1 ss.; CATENACCI, *I reati di pericolo presunto tra diritto e processo penale*, in *Studi in onore di Giorgio Marinucci*, a cura di Dolcini e Paliero, Milano, 2006, p. 1415 ss.; FIANDACA, *Note sui reati di pericolo*, in *Il Tommaso Natale - Scritti in memoria di G. Bellavista*, vol. I, 1977, p. 175 ss.; FIANDACA, *La tipizzazione del pericolo*, in *Dei delitti e delle pene*, 1984, p. 441 ss.; M. GALLO, *I reati di pericolo*, cit., p. 1 ss.;

tipo di accertamento da effettuare, sia, ancora, quanto alla loro stessa ammissibilità. Più in radice, è discusso anche il concetto stesso di pericolo³⁸⁸.

Per quanto riguarda la suddivisione, parte della dottrina si limita a distinguere tra pericolo astratto e concreto; alcuni Autori ritengono che il pericolo astratto e presunto si riferiscano al medesimo fenomeno, altri ancora ritengono che la differenza stia nell'impossibilità (per alcuni empirica, per altri giuridica) di accertare l'effettiva esposizione a pericolo³⁸⁹.

In via preliminare e per ragioni di chiarezza sembra quindi opportuno delineare brevemente la partizione dei reati di pericolo cui si farà riferimento³⁹⁰, pur senza poterne ricordare le origini storiche né eventuali obiezioni e questioni aperte per ragioni di spazio.

Il pericolo concreto – che rappresenta, forse, l'unica categoria sulla cui individuazione dottrina e giurisprudenza sono pacifiche - richiede l'accertamento nel singolo caso dell'effettiva messa in pericolo del bene giuridico tutelato dalla disposizione. Al riguardo si potrebbe, dunque, affermare che il pericolo è elemento della fattispecie³⁹¹. Tale categoria è

GRASSO, *L'anticipazione della tutela penale. I reati di pericolo e i reati di attentato*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 1986, p. 689 ss.; PARODI GIUSINO, *I reati di pericolo tra dogmatica e politica criminale*, Milano, 1990; PATALANO, *Significato e limiti della dogmatica del reato di pericolo*, Napoli, 1975.

³⁸⁸ FIORE C- FIORE S., *Diritto penale*, cit., p. 167 parlano di “una situazione oggettiva il cui evolversi – in mancanza di circostanze impeditive – avrebbe verosimilmente condotto ad un evento di lesione del bene protetto”; GALLO, *I reati di pericolo*, cit., p. 6 definisce il pericolo come l’“apprezzabile grado di possibilità di un evento temuto”; PARODI GIUSINO, *I reati di pericolo*, cit., p. 205, ritiene che il pericolo sia “una relazione di probabilità tra una condotta, un evento o una parte di essi e un ulteriore risultato futuro negativamente connotato”, ma che la percentuale di probabilità di verifica di tale risultato futuro non debba essere sempre la stessa; nella sua elaborazione relativa alla manipolazione del mercato CONSULICH, *La giustizia e il mercato*, cit., pp. 257-258, definisce il pericolo come una “qualifica valutativa, le cui condizioni di impiego sono normativamente dettate e sono distinte dagli impieghi non giuridici del termine. Ci troviamo in presenza di un concetto propriamente normativo...”.

³⁸⁹ Nel senso che il pericolo astratto e presunto siano un'unica categoria v. per esempio GRASSO, *L'anticipazione della tutela*, cit., p. 697 ss.; nel senso che essi si distinguano per il fatto che nei secondi non sarebbe possibile verificare le condizioni del caso concreto e, dunque, l'inesistenza del pericolo PADOVANI, *Diritto penale della prevenzione*, cit., p. 637; altri affermano che l'impossibilità di accertamento non sia di natura empirica, ma giuridica, sussistendo una presunzione *juris et de jure* dell'esistenza del pericolo (MANTOVANI, *Diritto penale*, cit., p. 210 ss.). Sono state, poi, proposte anche delle categorie ulteriori, come quella di pericolo astratto-concreto (o generico), il pericolo diretto e indiretto, il pericolo potenziale e il pericolo comune. Sul tema cfr. AZZALI, *Osservazioni sui reati di pericolo*, cit., p. 1335 ss.; nello specifico, sui reati di pericolo comune v. GARGANI, *Il danno qualificato dal pericolo*, Torino, 2005.

³⁹⁰ Si tratta di quella accolta da FIORE C. FIORE S., *Diritto penale*, cit., p. 167 ss. In via di prima approssimazione si partirà da tale sistematica, salvo poi chiarire alcuni aspetti specifici.

³⁹¹ Cfr. CANESTRARI, *Reato di pericolo*, cit., p. 3 e GALLO, *Reati di pericolo*, cit., p. 2 ss., il quale precisa che tuttavia il pericolo come elemento costitutivo della fattispecie non è riconducibile ad un unico modello. Infatti, in alcuni casi il pericolo rappresenta un presupposto della condotta incriminata o un elemento qualificante la condotta illecita; altre volte, invece, il pericolo si presenta come un effetto derivante da una certa condotta. Dalla diversa posizione assunta dal pericolo nell'ambito della fattispecie deriverebbero conseguenze dal punto di vista dell'accertamento: mentre nei primi casi elencati si dovrebbe ricorrere al criterio della prognosi postuma, che presenta un certo grado di astrazione, diversa sarebbe l'ipotesi in cui si debba qualificare il risultato dell'azione: qui il giudizio dovrà essere effettuato sulla base di tutti gli elementi effettivamente realizzati al momento in cui il risultato si è prodotto. Tale giudizio sarebbe definibile “concreto” ed “effettivo”, prendendo in considerazione il maggior numero possibile di circostanze.

stata sottoposta a critica perché potrebbe violare i principi di tassatività e determinatezza³⁹², poiché la verifica circa l'effettiva sussistenza dell'esposizione a pericolo è rimessa al singolo interprete e ciò potrebbe determinare incertezze e disparità di trattamento. D'altra parte, però, questa è l'unica categoria che si mostra senza dubbio rispettosa del principio di offensività, dal momento che l'accertamento dell'effettivo pericolo è garanzia di una reale proiezione offensiva della condotta o della situazione³⁹³.

Il pericolo astratto-concreto³⁹⁴ presenterebbe un grado di maggiore astrazione (essendo riconducibile, peraltro, al *genus* del pericolo astratto) non richiedendosi che il bene giuridico venga effettivamente posto in pericolo nel caso concreto, ma essendo sufficiente la generica idoneità della condotta a metterlo in pericolo³⁹⁵; anche tale idoneità andrebbe, tuttavia, accertata nel caso concreto. Una fattispecie di questo tipo sarebbe quella prevista dall'art. 440 c.p., che punisce il fatto di chi «corrompe o adultera acque o sostanze alimentari, prima che siano attinte o distribuite per il consumo, rendendole pericolose alla salute pubblica». Altro esempio sarebbe quello offerto dall'art. 656 c.p., che punisce chiunque «pubblica o diffonde notizie false, esagerate o tendenziose, per le quali possa essere turbato l'ordine pubblico». Appare evidente come in questi casi il legislatore imponga una verifica non dell'effettiva esposizione a pericolo del bene, quanto di una pericolosità che sembra porsi in uno stadio antecedente a un vero e proprio evento di pericolo.

Nei reati di pericolo astratto, invece, non sarebbe richiesta all'interprete la verifica dell'effettiva messa in pericolo del bene protetto. L'incriminazione di una condotta sarebbe fondata, in queste ipotesi, su una valutazione effettuata a monte dal legislatore, il quale ritiene che nell'*id quod plerumque accidit*, essa esponga a pericolo un determinato bene giuridico. Tale categoria è stata da sempre oggetto di critiche da parte di quella parte della dottrina che ha osservato come una fattispecie basata su una presunzione sia illegittima, in quanto pone il rischio di punire condotte che non solo non abbiano leso, ma nemmeno messo in pericolo

³⁹² FIANDACA, *La tipizzazione del pericolo*, cit., p. 453 ss.

³⁹³ MOCCIA, *Il diritto penale tra essere e valore*, cit., p. 185 ss. sulla necessità di tale accertamento e sui rischi insiti nella categoria dei reati di pericolo astratto.

³⁹⁴ Si trattava, originariamente, di una elaborazione della dottrina di lingua tedesca (SCHRÖDER, *Die Gefährdungsdelikte im Strafrecht*, in *ZStW*, 1969, p. 8), che si riferiva con quest'espressione a quei reati caratterizzati da una limitazione della base di giudizio, quando è la stessa disposizione a individuare gli elementi che debbano essere valutati. Sul punto cfr. CANESTRARI, *Reato di pericolo*, cit., p. 3, il quale ricorda che H. Schroeder identificava la categoria del pericolo astratto-concreto in due ipotesi, ovvero nelle fattispecie in cui era lo stesso legislatore a circoscrivere il giudizio di pericolo alla valutazione di certi elementi prestabiliti, e nelle fattispecie incriminatrici "ad oggetto giuridico indefinito", cioè quelle in cui il giudice deve domandarsi se azioni di quel tipo appaiano generalmente idonee a produrre eventi dannosi; sul punto cfr. anche ANGIONI, *Il pericolo concreto*, cit., p. 210 ss., ove l'Autore si riferisce ad esso come pericolo "generico"; FIANDACA, *Note sui reati di pericolo*, cit., p. 180 ss.

³⁹⁵ Tale aspetto risulta, però, particolarmente problematico se solo si pensi alla discussione circa l'idoneità in astratto o in concreto e circa la base di giudizio da utilizzare per valutarla.

alcun bene giuridico³⁹⁶. Tale rischio sembrerebbe superabile, se si aderisse alla ricostruzione che ritiene di poter vincere, nell'ambito del pericolo astratto, la presunzione legislativa con una prova contraria³⁹⁷.

Infine, alla categoria dei reati di pericolo presunto andrebbero ascritte tutte quelle ipotesi in cui la legge descrive la condotta vietata, alla quale riconduce una presunzione di pericolosità, questa volta non derogabile³⁹⁸.

Da questa sommaria ricognizione, sembra di poter quanto meno mettere in discussione il fatto che l'art. 185 T.U.F. descriva un reato di pericolo concreto, dal momento che non è chiaro se venga richiesta l'effettiva messa in pericolo del bene tutelato, né come debba essere valutata l'idoneità (seppur "concreta") della condotta ad alterare il prezzo dello strumento finanziario.

In effetti, la fattispecie in esame sembra richiedere una verifica circa l'idoneità della condotta, che, in quanto da effettuarsi caso per caso, la avvicinerrebbe al modello del pericolo concreto; tuttavia non sembra essere richiesto il verificarsi di un evento di pericolo esterno e connesso alla condotta, accontentandosi il legislatore della mera idoneità della stessa, nel caso concreto, ad alterare il prezzo dello strumento finanziario, e dunque, nemmeno a mettere in pericolo il bene, forse, o quanto meno la coincidenza tra alterazione del prezzo e messa in pericolo è tutta da verificare.

Per fare luce sul tipo di offesa sotteso alla disposizione in esame appare necessario analizzare i diversi elementi che la compongono.

Innanzitutto, va chiarito il ruolo della sensibile alterazione del prezzo. Essa si presenta come un evento non indefettibile, che dunque potrebbe (e non dovrebbe indispensabilmente) derivare dalle condotte descritte dalla norma. Sembra, dunque, che si tratti di una sorta di evento intermedio valutato negativamente dal legislatore, in quanto sintomatico di una turbativa del funzionamento corretto (nel senso di non inficiato da manovre predatorie) del mercato.

³⁹⁶ Per tutti v. GALLO, *I reati di pericolo*, cit., p. 8; MOCCIA, *Il diritto penale tra essere e valore*, cit., p. 185 ss.

³⁹⁷ Cfr. FIORE C. FIORE S., *Diritto penale*, cit., p. 170; PARODI GIUSINO, *I reati di pericolo*, cit., p. 227 ss. ritiene, comunque, che anche nel pericolo astratto sia necessaria una verifica sul pregiudizio sostanzialmente arrecato al bene da proteggere, per evitare una interpretazione formalistica della legge.

³⁹⁸ In quanto si basa su una presunzione *juris et de jure*, potenzialmente in contrasto con il principio di offensività, ampia parte della dottrina si mostra critica nei confronti di tale categoria e ne auspica l'abrogazione o la conversione in illecito amministrativo, in ragione anche della notevole anticipazione che la caratterizza. Cfr., MOCCIA, *Il diritto penale tra essere e valore*, cit., p. 185 ss., che è critico verso ogni forma di pericolo che non garantisca un accertamento della concreta offensività; in particolare sui reati di pericolo presunto PARODI GIUSINO, *I reati di pericolo*, cit., p. 231 ss. e 277 ss. (in particolare p. 282).

Ad essere pericolosa, quindi, sarebbe (al più) la condotta³⁹⁹, non essendo richiesto un ulteriore, esterno evento di pericolo: si tratta, dunque, secondo la classificazione accennata, di un reato di condotta pericolosa.

In base alla proposta individuazione del bene giuridico tutelato nel risparmio, inteso come parte del patrimonio, le condotte previste dal legislatore non sembrano dovere né ledere né mettere concretamente in pericolo il bene; piuttosto, sembra che la situazione (eventuale) di sensibile alterazione del prezzo possa presentarsi come ‘indizio’ di un’avvenuta turbativa, a sua volta pericolosa per il risparmio. La sensibile alterazione si qualificherebbe, allora, come un indicatore della possibile messa in pericolo di un interesse intermedio (il funzionamento del mercato esente da turbative)⁴⁰⁰ rispetto al bene finale del risparmio.

Infatti, come si è già avuto modo di osservare, è difficile fare riferimento a una formazione dei prezzi secondo un “meccanismo naturale” di domanda e offerta o allo scostamento rispetto a un prezzo ‘giusto’, impossibile da determinare. Tuttavia, se in positivo appare difficile affermare quando il prezzo sia ‘giusto’, meno arduo è affermare quando esso sia ‘sbagliato’, cioè frutto di una turbativa, di una condotta predatoria da parte di terzi che hanno dolosamente influenzato gli scambi⁴⁰¹. Né appare scorretto affermare che una turbativa metta in pericolo gli investimenti e dunque il risparmio, essendo senza dubbio insita quanto meno una potenzialità lesiva in una alterazione artificiosa che presenti i caratteri descritti dal legislatore. È chiaro che, strutturando in questa maniera la fattispecie, il rapporto con un pericolo per il bene finale si fa più inafferrabile; ma sul punto si ritornerà.

³⁹⁹ In tal senso anche CONSULICH, *La giustizia e il mercato*, cit., p. 269. In particolare, l’Autore ritiene che «l’idoneità all’alterazione non sia altro che una perifrasi del concetto di artificio, poiché una condotta è artificiosa quando può alterare i meccanismi di formazione dei prezzi e la capacità di alterare i prezzi è propria solo di una condotta artificiosa». Egli ritiene che l’alterazione cui si fa riferimento sia necessariamente patologica. Una tale lettura, però, sebbene corretta nella parte in cui ritiene che si tratti di un reato di condotta pericolosa e pregevole nel tentativo di attribuire un significato di disvalore al termine neutro dell’alterazione, sembra peccare di arbitarietà, mancando di appigli testuali ed interpretativi. In senso analogo PREZIOSI, *La manipolazione di mercato*, cit., p. 213, il quale sottolinea come l’alterazione penalmente rilevante sia diversa rispetto a una semplice modificazione del prezzo; il confine tra le due ipotesi potrebbe essere individuato grazie al riferimento alle procedure di *Market Abuse Detection*.

⁴⁰⁰ Al riguardo la posizione di CONSULICH, *La giustizia e il mercato*, cit., p., 269 ss. sembra originale e degna di nota. Egli ricostruisce la concatenazione di pericoli nel seguente modo: la condotta artificiosa e fraudolenta (una delle tre modalità di condotta elencate dall’art. 185 T.U.F.) determinerebbe il pericolo di alterazione dei prezzi; se l’alterazione si verifica, essa farebbe sorgere il pericolo di una cattiva allocazione delle risorse finanziarie. Nell’impostazione del legislatore il danno agli investimenti starebbe *in re ipsa* nell’alterazione dei prezzi. Consulich individua in tale meccanismo, a ragione, una parziale presunzione, in particolare nel ritenere che ad ogni alterazione dei prezzi si colleghi necessariamente una distorsione degli investimenti.

⁴⁰¹ Sul tema v. PEDRAZZI, *Problemi del delitto*, cit., p. 108, il quale afferma che il turbamento del mercato non è altro che il rialzo o il ribasso dei prezzi in quanto non spontaneo, ma frutto di artifici; cfr. anche CONSULICH, *La giustizia e il mercato*, cit., p. 269 e PREZIOSI, *La manipolazione*, p. 197 ss.

Va, tuttavia, evidenziato nuovamente che non necessariamente l'alterazione dei prezzi si deve verificare. Se anche, dunque, fosse vero che l'alterazione del prezzo può mettere in pericolo il bene giuridico finale del risparmio, appare quanto meno dubbio che tale bene possa essere posto in pericolo addirittura in assenza di un'alterazione dei prezzi. Anche se esistesse la presunzione di un danno agli investimenti in presenza di un'alterazione dei prezzi, in base alla concezione cui si è fatto riferimento, a prima vista non si comprende, allora, come la fattispecie possa rendere penalmente rilevanti anche le ipotesi in cui tale alterazione non si verifichi, venendo meno l'elemento in presenza del quale scatta la presunzione.

Al riguardo ci sembra che siano due gli elementi da prendere in considerazione. In primo luogo, può ben accadere che una manipolazione abbia proprio l'effetto di stabilizzare i prezzi, cioè di evitare un'oscillazione che, diversamente, si sarebbe verificata. Si pensi alla notizia falsa che nega l'esistenza di un dissesto che in realtà esiste; se la notizia negativa venisse diffusa, molto probabilmente l'andamento dello strumento finanziario di riferimento subirebbe una decisa flessione. La manipolazione, in questa ipotesi, può servire proprio a rendere 'impermeabile' l'andamento degli scambi rispetto ad eventi che tenderebbero a influenzarlo. In altre parole: non è ovvio affermare che, se l'alterazione non c'è stata, il corretto funzionamento del mercato non è stato messo in pericolo; tutt'altro.

In secondo luogo, è indubbiamente presente, nella fattispecie, un ulteriore grado di anticipazione. Questa, infatti, non starebbe soltanto nella concatenazione di situazioni ed interessi che solo alla fine metterebbero in pericolo il bene finale; ma sta anche nella sequenza di presunzioni che si intersecano all'interno della fattispecie, per cui sembra che già la sola idoneità di una condotta ad alterare il prezzo sia sintomatica di un possibile pericolo per il corretto funzionamento del mercato, che a sua volta lascerebbe presumere l'esistenza di un pericolo per il risparmio. Come si vede, notevole è la distanza che separa la condotta dall'offesa al bene.

Prendendo in considerazione il bene giuridico finale, infatti, la fattispecie sembra includere un pericolo di un pericolo⁴⁰², cioè un pericolo indiretto⁴⁰³, tale dunque da apprestare una tutela molto anticipata rispetto all'offesa al bene stesso.

⁴⁰² In relazione al rapporto tra evento temuto e offesa al bene protetto, appare degna di nota una ricostruzione proposta di recente con specifico riferimento al reato di manipolazione del mercato (cfr. CONSULICH, *La giustizia e il mercato*, cit., p. 270 ss.). In particolare, è stato affermato che la fattispecie penale identificerebbe l'alterazione dei prezzi con l'offesa tipica, rivelando così una presunzione, a dispetto dell'apparente formulazione in termini di pericolo concreto. Nello specifico, la concatenazione ipotizzata sarebbe la seguente: l'operazione manipolativa potrebbe determinare un passaggio intermedio, cioè l'alterazione del prezzo di strumenti finanziari, la cui verifica non è indispensabile; all'alterazione dei prezzi si ricollegerebbe automaticamente, in via presuntiva, una distorsione degli investimenti. L'offesa

È chiaro che una fattispecie così strutturata si presta a inevitabili obiezioni sotto il profilo del principio di offensività; ammesso e non concesso che una tale tecnica di tipizzazione sia necessaria in ragione della peculiare fisionomia del bene tutelato, ciò che appare del tutto sproporzionato, a fronte di una tale anticipazione, è l'entità della pena. Il problema non riguarda tanto i fatti concretamente offensivi, quanto il rischio di attrarre nell'area dell'illecito penale anche condotte che offensive non sono (nemmeno in termini di pericolo) e che tuttavia, in forza delle descritte astrazioni e presunzioni, potrebbero essere passibili di sanzioni molto elevate. Il rischio sta proprio in quelle condotte che la giurisprudenza tende a scartare come irrilevanti ai fini dell'illecito penale, forse per sottrarle a una pena di una severità che sarebbe manifestamente sproporzionata rispetto all'entità del fatto, che tuttavia potrebbe ben essere sussunto all'interno della fattispecie.

La concreta idoneità ad alterare il prezzo

Chiarito il rapporto con il bene finale, occorre fare luce sul primo segmento della fattispecie, e cioè sulla condotta “concretamente idonea a determinare una sensibile alterazione”, alterazione che, si ricorda, non costituisce né l'offesa del bene tutelato né quella di un interesse immediatamente strumentale alla tutela di tale bene, rappresentando solo un (possibile) indicatore di una (possibile) avvenuta turbativa.

La concreta idoneità, infatti, potrebbe essere a prima vista interpretata come un *quid* che necessariamente sposta il baricentro della fattispecie nel senso di una maggiore astrazione.

tipica, quindi, coinciderebbe con l'alterazione dei prezzi. Tale impostazione appare condivisibile in parte: certamente è vero che la fattispecie in esame sottende un'offesa di pericolo astratto (se non presunto) “mascherata” da pericolo concreto; ed è anche vero che il secondo segmento della fattispecie, cioè il collegamento tra la possibile alterazione del prezzo e il bene finale, è caratterizzato da una presunzione. Tuttavia – senza voler considerare le differenze dovute a una diversa individuazione del bene giuridico finale – non sembra che tale presunzione riguardi il verificarsi di un'effettiva lesione, essendo sufficiente la messa in pericolo; inoltre, più problematico appare forse il primo segmento, cioè quello che connette la (possibile) sensibile alterazione alla condotta dell'agente.

⁴⁰³ Categoria elaborata da ANGIONI, *Contenuto e funzioni*, cit. p. 176 ss.; in particolare, con riferimento al nesso che collega il pericolo alla lesione, l'Autore distingue tra pericolo diretto e indiretto (p. 179): «Diretto è quel pericolo che si riferisce ed è direttamente collegato al bene giuridico tutelato; indiretto è quel pericolo che si riferisce ad un *quid* negativamente valutato, che però non consiste ancora nella lesione del bene giuridico». In particolare, l'Autore ritiene che il pericolo astratto sia sempre diretto, tanto nei casi in cui il bene giuridico è espresso, quanto nei casi in cui esso è inespresso; il pericolo concreto, invece, potrebbe riferirsi sia alla lesione del bene giuridico tutelato che a un evento intermedio. v. anche CANESTRARI, *Reato di pericolo*, cit., p. 7 ss.; per una critica cfr. CAVALIERE, *Riflessioni sul ruolo dell'offensività*, cit., p. 165, il quale sottolinea che in queste ipotesi si tratta di pericoli astratti o concreti riferiti ad ulteriori situazioni solo astrattamente pericolose.

Essa, infatti, sembra evocare innanzitutto la formula dell'art. 501 c.p., che si ferma al pericolo astratto⁴⁰⁴ e configura un reato aggravato dall'evento, che si può perfezionare anche in mancanza della verifica dell'evento lesivo, ma il cui trattamento sanzionatorio è aggravato se tale evento si verifica. Inoltre, tale formula sembra anche riconducibile ai reati di pericolo astratto-concreto, per realizzare i quali è sufficiente la mera attitudine lesiva di una condotta, senza che sia necessaria una concreta messa in pericolo del bene tutelato, rispetto alla quale la soglia di tutela è anticipata.

Tale conclusione, però, non deve apparire scontata. La "concreta idoneità" sembra anche evocare, infatti, un accertamento circa l'effettiva pericolosità della condotta; soluzione che, del resto, apparirebbe anche preferibile dal punto di vista dell'interpretazione teleologicamente orientata.

La valutazione circa la "concreta idoneità" richiama il giudizio di idoneità del tentativo (ove rileva l'idoneità degli atti) e il reato impossibile per inidoneità dell'azione, che attraverso la dicotomia (ma anche il parallelo) tra gli artt. 49 e 56 c.p.⁴⁰⁵ può assumere rilevanza anche ai fini della valutazione dell'offensività di una condotta⁴⁰⁶. Proprio la valutazione dell'idoneità (nel nostro caso, però, correlata alla sensibile alterazione dei prezzi, e non alla messa in pericolo o lesione del bene finale) garantirebbe la coerenza della fattispecie con il principio di offensività, impedendo la rilevanza penale di condotte che si presentano come inoffensive.

Il riferimento al giudizio di idoneità evoca, allora, la verifica che deve essere effettuata volta per volta dall'interprete per accertare l'idoneità di un'azione. Al riguardo, con precipuo riferimento all'idoneità degli atti nel delitto tentato, ferma restando la necessità di una prognosi postuma, si scontrano due ricostruzioni: quella che propone una valutazione su base parziale (idoneità in astratto) e quella che richiede un giudizio a base totale (idoneità in concreto)⁴⁰⁷.

Secondo il primo orientamento, si dovrebbe adottare una base parziale, cioè limitata alle sole circostanze conosciute o conoscibili da un uomo avveduto o da un agente modello.

⁴⁰⁴ In questo senso FIORE C. FIORE S., *Diritto penale*, cit., p. 172.

⁴⁰⁵ La connessione tra le due disposizioni è nota (sul valore pregnante dell'art. 49 co. 2 c.p. per tutti GALLO, *I reati di pericolo*, cit., p. 7 ss.). In particolare si evidenzia come l'idoneità degli atti, che è autonomamente richiesta dall'art. 56 c.p. in tema di delitto tentato, debba assumere necessariamente rilevanza (in base all'art. 49 co. 2 c.p.) non solo quanto ai casi del tentativo impossibile per inidoneità degli atti, quanto nelle ipotesi che, pur presentando apparentemente tutti gli elementi della fattispecie, non esprimano tuttavia alcun contenuto di aggressione nei confronti dell'interesse tutelato. Cfr. FIORE C. FIORE S., *Diritto penale*, cit., p. 281 ss.

⁴⁰⁶ Cfr. FIORE, *L'idoneità dell'azione nella struttura del fatto tipico*, in *Foro penale*, 1963, p. 246 ss.

⁴⁰⁷ Su cui v. FIORE C. FIORE S., *Diritto penale*, cit., p. 472-474; FIANDACA MUSCO, *Diritto penale*, cit., p. 468-470.

Per il secondo, invece, non sarebbe sufficiente fare riferimento solo alle circostanze conosciute o conoscibili, ma sarebbe necessario tenere conto di tutte quelle esistenti al momento del fatto. Per meglio chiarire i termini del problema, si può considerare il caso di un'azione che in astratto appaia certamente inidonea, ma che in concreto sia idonea: si pensi al caso di un emofiliaco aggredito con uno spillo. L'aggressione con uno spillo appare senz'altro, se non si considerino le specificità del caso concreto, inidonea a porre in pericolo l'integrità fisica di un soggetto; ma se si considera che basta una sola puntura perché la vita dell'emofiliaco sia messa in pericolo, si vede bene come se si considerano tutte le circostanze del caso concreto il giudizio possa cambiare. Il medesimo esempio può essere fatto anche in senso inverso: si pensi a un soggetto che spara ad un altro dei colpi di pistola. Tale condotta appare senza dubbio, in astratto, assolutamente idonea a porre in pericolo l'integrità fisica e anche la vita del soggetto attinto dai colpi; ma tale pericolo non si verificherà se egli indossava un giubbotto antiproiettile.

Anche nel caso che ci occupa, dunque, è fondamentale la scelta tra base totale e parziale, ovvero tra idoneità su base totale e parziale. Nel primo caso, non sarà sufficiente valutare l'idoneità intrinseca della condotta (si pensi a una notizia falsa diffusa da un soggetto autorevole interno alla società emittente: in questo caso l'idoneità astratta della notizia a determinare una alterazione sarà sicuramente presente), dovendosi anche prendere in considerazione eventuali altri fattori che, nel caso di specie, possano aver limitato o annullato la capacità alterativa della notizia, anche se non conosciuti; nel secondo caso, invece, ci si potrà fermare a un grado di maggiore astrattezza, con una limitazione della base del giudizio alle sole circostanze conosciute o conoscibili. La questione presenta un elevato grado di complessità, soprattutto se si considera che, una volta esteso il giudizio a una base totale, si pone il problema di valutare a quali circostanze occorra, di volta in volta, fare riferimento (il riferimento a "tutte" le circostanze non esaurisce, infatti, la problematica di quelle che acquistino rilievo nel caso di specie).

Al riguardo, se si vuole aderire a un concetto di idoneità coerente con il principio di offensività, la scelta del giudizio su base totale appare obbligata; peraltro, nell'ipotesi in esame, l'avverbio "concretamente" depone nel senso della scelta di una base totale, con conseguente valutazione di tutte le circostanze possibili.

Si potrebbe, tuttavia, sollevare un'obiezione. Se la base è totale, e quindi l'idoneità alterativa della condotta deve essere valutata sulla base di tutte le circostanze esistenti al momento dell'azione, sarebbe impossibile ipotizzare una condotta che sia concretamente

idonea a determinare l'alterazione dei prezzi, ma che di fatto non la provochi⁴⁰⁸. In questo modo, la concreta idoneità si tradurrebbe in una necessaria alterazione dei prezzi, che quindi si conferma un evento intermedio indefettibile, indicatore di un possibile pregiudizio al bene giuridico finale del risparmio.

Una tale obiezione sarebbe, tuttavia, fondata su un equivoco, che può essere facilmente chiarito prendendo in considerazione il tipo di giudizio che deve essere effettuato.

Su questo aspetto si tornerà nel prosieguo, ma occorre precisare fin da ora che se si applica, come è necessario, il criterio della prognosi postuma, si può spiegare l'apparente incongruenza nei casi in cui la condotta appaia, *ex ante*, concretamente (quindi tenuto conto di tutte le circostanze esistenti al momento) idonea, ma poi la sensibile alterazione di fatto non si verifichi a causa di ulteriori elementi sopravvenuti ed estranei alla condotta stessa.

Vale la pena di concentrare brevemente l'attenzione sul possibile⁴⁰⁹ evento di alterazione⁴¹⁰, sintomatico di un pericolo di 'inquinamento' del corretto gioco degli scambi: la sensibile alterazione del prezzo⁴¹¹.

Appare subito evidente che tale elemento presenta un carattere di forte indeterminatezza⁴¹², per due considerazioni fondamentali.

Innanzitutto, si pone il problema del criterio in base al quale valutare l'esistenza di un'alterazione: che i prezzi varino al susseguirsi degli scambi, che presentino delle oscillazioni, forti o meno, appartiene alla fisiologia dei mercati.

Altro problema sta nella difficoltà di definire le situazioni in cui l'alterazione potrà essere considerata sensibile⁴¹³. In base a che cosa dovrà essere valutata la sensibilità? In base

⁴⁰⁸ V. sul punto PREZIOSI, *La manipolazione di mercato*, cit., p. 212 e ID., *L'aggiotaggio*, cit., p. 471.

⁴⁰⁹ Sulla non indefettibilità dell'alterazione dei prezzi cfr. MUCCIARELLI, *Aggiotaggio*, cit., p. 431; MUSCO, *I nuovi reati societari*, cit., p. 283; Trib. Torino, sent. 7.11.2008, cit. Sebbene non sia indefettibile, di fatto il processo penale tende a dipendere dalla verifica dell'evento di alterazione dei prezzi: cfr. CONSULICH, *Manipolazione del mercato e disorientamenti dogmatici: tra eventi di pericolo e pericolo di eventi*, in *Le Società*, 7, 2011, p. 830; SEMINARA, *L'aggiotaggio*, cit., p. 558; PREZIOSI, *Aggiotaggio*, cit., p. 469; MAGRO, *Manipolazione di mercato e strumenti derivati*, cit., p. 62.

⁴¹⁰ Cfr. MASUCCI, *Abusi di mercato*, cit., p. 262 ss. per puntuali osservazioni circa il rapporto tra il bene giuridico ipotizzabile e il contenuto dell'offesa.

⁴¹¹ Al riguardo ZANNOTTI, *Il nuovo diritto penale*, cit., p. 440 afferma che il legislatore avrebbe qualificato come "sensibile" l'alterazione al fine di evitare che i rialzi e i ribassi fisiologici, che caratterizzano l'andamento di ogni strumento finanziario, possano rientrare nell'ambito di operatività della norma; inoltre, oscillazioni di lieve entità non avrebbero l'idoneità ad alterare il regolare funzionamento del mercato, per cui sarebbe carente il pericolo concreto. Al di là della diversa individuazione del bene giuridico, tali considerazioni sarebbero condivisibili solo a patto di considerare l'evento di alterazione come indefettibile: se l'alterazione non si deve necessariamente verificare (né sensibile né impercettibile), ma è sufficiente la concreta idoneità a causarla, la portata selettiva di tale indicazione sarà comunque molto limitata.

⁴¹² In questo senso MOCCIA, *La promessa non mantenuta*, cit., p. 53 ss. e in particolare p. 59, anche sulle conseguenze di carattere sistematico di una simile tipizzazione della fattispecie; AMATI, *Abusi di mercato*, cit., p. 233 ss.; MUSCO, *I nuovi reati*, cit., p. 282; PREZIOSI, *L'aggiotaggio*, cit., p. 470 ss.; SGUBBI, *La manipolazione del mercato*, cit., p. 94; ZANNOTTI, *Il nuovo diritto penale*, cit., p. 440, che ipotizza l'introduzione di soglie di non punibilità.

all'andamento dello strumento finanziario prima della realizzazione della condotta, qualora esso “schizzi” in su o in giù? Bisognerà considerare anche le oscillazioni tipiche dello strumento, dal momento che alcuni sono caratterizzati da una certa immobilità, mentre altri presentano, anche nell'ambito della fisiologia, movimenti molto più significativi? Occorrerà, ancora, fare riferimento alle oscillazioni sul mercato in quel dato periodo, in quella data giornata, all'andamento dei listini, del comparto di riferimento?

Non è dato saperlo; e proprio l'indeterminatezza del requisito della *price sensitivity*, anche se con precipuo riferimento al reato di *insider trading*, ha formato l'oggetto di una questione di legittimità costituzionale⁴¹⁴.

Certamente occorre considerare la condizione del mercato nella quale si colloca la condotta, la “profondità” del mercato, il volume delle negoziazioni⁴¹⁵, l'andamento del titolo⁴¹⁶; si tratta, però, necessariamente di un giudizio relativo, in cui i diversi fattori da considerare possono acquistare peso specifico diverso a seconda delle situazioni e devono, comunque, essere valutati in connessione tra di loro.

Quello che pare certo è che un'alterazione possa essere definita “sensibile” se notevole, di rilevante entità, se possa essere notata come in qualche maniera anomala, cioè se

⁴¹³ Al riguardo MUCCIARELLI, *Aggiotaggio*, cit., p. 433 ritiene si debba fare riferimento alla nozione di *price sensitivity* elaborata in relazione all'*insider trading* e che segnala, appunto, l'idoneità della notizia ad alterare in maniera rilevante il prezzo del valore mobiliare. L'Autore aggiunge, inoltre, che tra i parametri che possono servire a valutare l'idoneità della condotta alla sensibile alterazione dovrebbero essere considerati i fatti e le situazioni che la disciplina regolamentare della Consob considera oggetto di informazione obbligatoria ai sensi dell'art. 114 T.U.F. sul presupposto che essi sarebbero dotati del requisito della *price sensitivity*.

⁴¹⁴ Su cui cfr. PREZIOSI, *L'aggiotaggio*, cit., p. 488. Diversi sono i profili trattati nell'ordinanza di rimessione e nella successiva sentenza della Corte costituzionale (Corte cost., 1.12.2004, n. 382); per quanto rileva in questa sede, il giudice rimettente sosteneva che la formulazione della disposizione in tema di *insider trading* non consentisse di determinare la fattispecie con connotati precisi in maniera tale che l'interprete, nel ricondurvi un'ipotesi concreta, potesse esprimere un giudizio di corrispondenza sorretto da un fondamento controllabile. La Corte costituzionale, però, si è limitata a dichiarare l'inammissibilità della questione, in base alla considerazione che sarebbe stata richiesta una operazione di “riempimento” della disposizione che non rientra nei poteri della Corte, ma del legislatore.

⁴¹⁵ Così MUCCIARELLI, *Aggiotaggio*, cit., p. 433; quanto ai criteri da utilizzare, v. PREZIOSI, *L'aggiotaggio*, cit., p. 491 sembra seguire un percorso non sempre coerente con una ricostruzione della fattispecie in termini di reato di danno. Normalmente, infatti, la realizzazione di un tale reato andrebbe accertata *ex post*; nel caso di specie, però, l'Autore ritiene che, pur trattandosi di un reato di danno, l'accertamento debba essere effettuato sulla base di una prognosi (effettuata, peraltro, sulla base solo di un certo novero di circostanze), dal momento che la presenza della “concreta idoneità” non deve far propendere necessariamente nel senso di una struttura in termini di pericolo, ma potrebbe essere dovuta all'inesistenza di leggi di copertura ricollegabili a dati verificabili *ex post*. «L'accertamento in questione dovrebbe, invece, essere effettuato sulla base della condotta posta in essere – e non dell'assenza di fattori concorrenti –, ma mediante valutazione *ex ante*, con il vantaggio, in termini di affidabilità diagnostica dell'eziologia lesiva, di poter far ricorso ad indici dotati di un certo grado di solidità», come quelli designati dal regolamento Consob in tema di comunicazione obbligatoria.

⁴¹⁶ In tal senso FOFFANI, *Commento all'art. 185 T.U.F.*, cit., p. 727; ROSSI, *Le fattispecie*, cit., p. 2669; SGUBBI, *La manipolazione del mercato*, cit., p. 101, i quali ritengono che la possibile alterazione comprenda non solo gli incrementi e le diminuzioni, ma anche eventuali manovre di stabilizzazione e sostegno delle quotazioni, quali atti volti a neutralizzare le oscillazioni stesse. Sul tema delle manovre di stabilizzazione e sostegno delle quotazioni, *funditus*, PREZIOSI, *L'aggiotaggio*, cit., p. 490.

cagioni una “modificazione del prezzo per un’entità quantitativamente apprezzabile, tale cioè da determinare un diverso comportamento del mercato”⁴¹⁷; il problema è però individuare il *minimum* che l’alterazione deve presentare per essere sensibile, e rimane proprio questo il punto critico.

Il tipo di giudizio. Conseguenze in tema di base, momento e metro del giudizio

In breve, si è accertato che la fattispecie in esame presenta un reato di condotta pericolosa e in particolare un reato di pericolo indiretto, dal momento che la condotta dovrebbe essere concretamente idonea a mettere in pericolo un interesse intermedio rispetto al bene finale. L’offesa, in base alla ricostruzione prospettata, sarebbe di pericolo concreto rispetto all’interesse intermedio, e di pericolo astratto o presunto rispetto a quello finale.

Da tale qualificazione derivano significative conseguenze in tema di accertamento del pericolo⁴¹⁸.

Per quanto riguarda il momento dell’accertamento, autorevole dottrina⁴¹⁹ ha distinto tra il caso in cui il pericolo, preesistendo o no alla condotta, non vada oltre questa, e il caso in cui invece la verifica debba riguardare l’eventuale realizzazione di un evento di pericolo come conseguenza della condotta. A seconda della posizione del pericolo nel fatto, deriverebbero conseguenze sul momento e la base del giudizio. In particolare, nel primo caso, il giudice si dovrebbe pronunciare sulla pericolosità dell’azione e di conseguenza il criterio da utilizzare sarebbe quello della prognosi postuma, che consiste nel porsi idealmente al momento dell’azione e valutare se, *ex ante*, esisteva o meno la possibilità dell’evento dannoso⁴²⁰.

⁴¹⁷ Così PEDRAZZI, *Turbativa dei mercati*, cit., p. 429.

⁴¹⁸ Sul rapporto tra la posizione del pericolo in una determinata fattispecie e il criterio di accertamento del pericolo stesso cfr. GALLO, *I reati di pericolo*, cit., p. 3 ss.; ANGIONI, *Il pericolo concreto*, cit., p. 59 ss.; FIANDACA, *Note sui reati di pericolo*, cit., p. 177 ss.; PARODI GIUSINO, *I reati di pericolo*, cit., p. 318 ss.

⁴¹⁹ GALLO, *I reati di pericolo*, cit., p. 3 ss.

⁴²⁰ Quanto alle circostanze da prendere in considerazione, a parere di GALLO, *loc. ult. cit.*, il giudizio dovrebbe fondarsi sulle sole circostanze che, in base all’esperienza, erano conoscibili al momento della realizzazione dell’azione, più quelle ulteriori che l’agente, nello specifico caso, conosceva. Tutte le altre circostanze verificatesi successivamente o che possono essere state conosciute solo successivamente non avrebbero, invece, rilevanza. In questi casi, a parere di Gallo, si parla di pericolo astratto, in quanto si prescinde da tutto quello che, successivo o non conoscibile al momento dell’azione, porti a ritenere non pericoloso l’agire che, ad una considerazione di prognosi postuma, si rivelava pericoloso o viceversa. Va valutato il grado di astrazione che l’accertamento della situazione di pericolo impone. Sul carattere prognostico del giudizio di idoneità v. ANGIONI, *Il pericolo concreto*, cit., p. 75; PARODI GIUSINO, *I reati di pericolo*, cit., p. 318.

Diverso sarebbe il caso, come per esempio quello della fattispecie prevista dall'art. 431 c.p., in cui il pericolo sia incluso quale conseguenza della condotta. In questo caso non bisognerebbe adottare la prognosi postuma, ma una vera valutazione *ex post* alla luce di tutte le circostanze. Infatti, se l'evento di pericolo costituisce una modificazione del mondo esterno, cagionata dalla condotta, non sembra opportuno valutare il carattere pericoloso o no di tale modificazione utilizzando soltanto le circostanze presenti al momento della condotta. Trattandosi di qualificare un risultato dell'azione, dovranno essere utilizzati tutti gli elementi venuti ad esistenza al momento in cui il risultato stesso si è prodotto: in questo caso, vista la base più ampia su cui è effettuato il giudizio, si potrebbe parlare di un giudizio in concreto, da distinguersi rispetto a quello descritto in precedenza, che invece presenterebbe dei caratteri di astrazione.

Con precipuo riguardo alla fattispecie di manipolazione del mercato, sembra che essa vada ricondotta al primo modello di reato di pericolo delineato da Marcello Gallo, ove il pericolo non va oltre la condotta. Per rientrare nella seconda categoria, infatti, sarebbe necessario che il pericolo come evento rappresentasse una conseguenza necessaria della condotta, da accertarsi in relazione al singolo caso, cosa che nella fattispecie in esame non deve necessariamente verificarsi, accontentandosi il legislatore della mera idoneità (concreta) della condotta a mettere in pericolo (un interesse intermedio). Oggetto del giudizio di pericolo, dunque, non è una situazione di pericolo esterna e successiva alla condotta, ma la pericolosità della condotta stessa.

Di conseguenza, quanto al tempo dell'accertamento, il giudizio, pur effettuato successivamente alla realizzazione dell'azione, dovrà riportarsi idealmente a quel momento, rilevando solo la "potenzialità pericolosa" da essa espressa e non dovendosi considerare eventuali altre circostanze che siano venute ad esistenza o a conoscenza dell'agente in un momento successivo. Sarà, dunque, un caso tipico di prognosi postuma⁴²¹.

Come è noto, il giudizio di prognosi postuma si configura come un giudizio di rilevante possibilità della lesione (o della concreta messa in pericolo) del bene tutelato; è,

⁴²¹ Appare perplesso nei confronti di una tale conclusione, che tuttavia accetta, CONSULICH, *La giustizia e il mercato*, cit., p. 271. L'Autore osserva che l'alterazione dei prezzi, elemento "indicativo" di un "probabile pregiudizio" per la corretta allocazione degli investimenti sul mercato, non rappresenterebbe indefettibilmente una conseguenza immediata e diretta della condotta; eppure, la conformazione del tipo implicherebbe che il momento e la base del giudizio siano ancorati temporalmente al compimento dell'operazione speculativa. La prognosi causale dovrebbe essere compiuta al momento della condotta e non della conclusione della dinamica manipolativa, per cui si dovrebbe prescindere da tutte le circostanze venute ad esistenza (o a conoscenza) in un momento successivo a quello del compimento della condotta; in questa limitazione starebbe una criticabile astrazione del giudizio di pericolo. «Eppure la conformazione del tipo implica che il momento del giudizio (e quindi, in via mediata, anche la base del giudizio) sia ancorato temporalmente al compimento dell'operazione speculativa. Sul momento del giudizio cfr. anche MASUCCI, *Abusi di mercato*, cit., p. 265, il quale si sofferma anche sul livello di probabilità rilevante.

tuttavia, discussa l'individuazione della base del giudizio, cioè delle circostanze in base alle quali il giudice, collocandosi idealmente nella posizione in cui l'agente si trovava al momento del fatto, dovrà accertare la pericolosità. In particolare, occorre valutare se l'accertamento debba essere effettuato in base alle circostanze esistenti, in base a quelle note all'autore, o, ancora, in base alle circostanze che sarebbero state note a un uomo medio o a un agente modello⁴²².

Come anticipato, sembra che il problema - sebbene non identico - si ponga in termini analoghi rispetto alla scelta di una base parziale o totale nella valutazione degli atti nel delitto tentato. In base alle considerazioni svolte, sembra senza dubbio preferibile la scelta di un giudizio su base totale, che garantirà un accertamento quanto più possibile rispondente alla situazione che in effetti si è venuta a verificare, nel rispetto del principio di offensività e scongiurando il pericolo di derive soggettivistiche. Non si dovrà trattare, dunque, di una base parziale, limitata ai soli elementi conoscibili al momento della realizzazione della condotta arricchiti, eventualmente, da quelli ulteriori conosciuti dal soggetto agente, ma di una base totale *ex ante*, che includa tutte le circostanze venute ad esistenza (che fossero o meno conosciute o conoscibili dal soggetto agente) al momento dell'azione⁴²³.

Resta da chiarire come possa accadere che un'azione concretamente idonea *ex ante* sulla base di tutte le circostanze poi non determini l'evento non voluto. La spiegazione sembra agevole e dipende dal momento del giudizio: esso, in ogni caso, va collocato al momento dell'azione (e in particolare al termine della stessa); può ben darsi che nel lasso di tempo intercorrente tra il compimento dell'azione e il determinarsi dell'effetto intervengano degli ulteriori fattori, esterni alla condotta stessa, che annullino o limitino la potenzialità pericolosa della condotta, ma che non devono essere inseriti nel giudizio di pericolo, che si colloca in un momento antecedente.

Nel caso specifico, quindi, possibili circostanze da valutare ai fini del giudizio saranno la congiuntura del mercato al momento del compimento dell'azione, i mezzi usati, come l'autorevolezza della testata giornalistica che ha diffuso la notizia, l'attendibilità del soggetto che ha rilasciato il comunicato o la capacità degli ordini inseriti di influire sul valore degli

⁴²² Al riguardo cfr. FIORE C. FIORE S., *Diritto penale*, cit., pp. 168 e 473; MANTOVANI, *Diritto penale*, cit., p. 208 ss.

⁴²³ ANGIONI, *Il pericolo concreto*, cit., p. 97 ss. ha proposto tale soluzione in parziale discontinuità con la dottrina tradizionale. In particolare, l'Autore delinea un modello "prognostico, concreto e retrospettivo" (questa la definizione di CANESTRARI, *Reato di pericolo*, cit., p. 4). Esso è analogo allo schema della prognosi postuma per quanto riguarda il momento in cui viene effettuato; la differenza significativa sta, invece, nella base del giudizio, che è totale, imponendo di prendere in considerazione tutti gli elementi esistenti al momento del fatto, cioè tutte le circostanze "che caratterizzano o accompagnano la condotta o l'evento oggetto del giudizio di pericolo" (ANGIONI, *Il pericolo concreto*, cit., p. 96).

scambi; ancora, le caratteristiche proprie dello strumento finanziario di riferimento e il volume delle negoziazioni che lo hanno interessato⁴²⁴.

Finora si sono considerate, dunque, le problematiche relative al momento e alla base del giudizio di pericolo. Resta da esaminarne una terza, di non minore rilievo: quella circa il metro del giudizio⁴²⁵.

Sul punto, si ritiene pacificamente che il giudizio di pericolo debba essere basato su massime di esperienza o su leggi scientifiche⁴²⁶.

Nell'ambito dei mercati finanziari, entrambe mancano: fin dagli anni '50 si è osservato che in relazione ai reati finanziari la concretezza dell'accertamento causale è un obiettivo strutturalmente non raggiungibile, ma solo tendenziale⁴²⁷.

O meglio: se di fronte a certe notizie (i dati relativi all'andamento di una certa società, l'aumento o l'abbassamento dei tassi di interesse, un certo risultato delle elezioni politiche, i dati relativi alla disoccupazione, o alla concessione dei prestiti...) si registra, di solito, una reazione dei mercati, non è tuttavia detto che la reazione vada sempre nel medesimo senso, né che la notizia non possa passare del tutto sotto silenzio perché un'altra notizia viene considerata maggiormente rilevante. Ciò si osserva quotidianamente nella fenomenologia dei mercati, ove lo stesso dato (per esempio: il taglio dei tassi di interesse) può essere interpretato talvolta in senso positivo e talaltra in senso negativo (per esempio: in senso positivo perché tassi d'interesse bassi consentiranno maggiori investimenti e quindi, potenzialmente, una

⁴²⁴ AMATI, *Abusi di mercato*, cit., p. 234 ss.; MUSCO, *I nuovi reati societari*, p. 282 ss.; MIEDICO, *Gli abusi di mercato*, cit., p. 96; ROSSI, *Le fattispecie*, cit., p. 2664 ss.

⁴²⁵ Cfr. ANGIONI, *Il pericolo concreto*, cit., p. 123 ss.

⁴²⁶ Sul tema delle leggi scientifiche in relazione ai reati di pericolo CONSULICH, *La giustizia e il mercato*, cit., p. 274, che ricorda come il giudizio di pericolo in un contesto di incertezza scientifica non possa, tuttavia, essere influenzato dal principio di precauzione e come di fatto, nel caso in esame, il reato in esame si atteggi come "tendenzialmente concreto"; sulla consapevolezza della necessità di una base scientifica nella correlazione di pericolo astratto FIANDACA, *Note sui reati di pericolo*, cit., p. 187 ss.; ANGIONI, *Contenuto e funzioni*, cit., p. 111 ss.; GRASSO, *L'anticipazione della tutela penale*, cit., p. 715 ss.; sebbene non manchino, in dottrina, Autori che ritengono che la mancanza di conoscenze precise circa la pericolosità della condotta possa comunque giustificare il ricorso a una incriminazione in termini di pericolo astratto qualora sia possibile la messa in pericolo di beni giuridici di rilievo: cfr. PULITANO', *Diritto penale*, cit., p. 234. D'altra parte, CONSULICH, *loc. ult. cit.*, osserva che le riflessioni svolte circa il metro del giudizio non introdurrebbero un punto di rottura rispetto al modello del pericolo concreto, in quanto si porrebbero come problematiche anche in relazione al pericolo astratto, "sebbene poi verso tale paradigma si indirizzino le scelte di incriminazione in contesti di incertezza predittiva". Così non ci sembra, però, perché nel pericolo astratto è vero che è possibile una prova contraria, che nel caso della fattispecie in esame sembra quanto mai ardua; ma il legislatore, per l'integrazione del tipo, si accontenta della realizzazione di tutti gli elementi elencati della fattispecie, senza la necessità di accertare un' idoneità degli stessi a mettere in pericolo il bene, né una sua effettiva esposizione a pericolo.

⁴²⁷ Così già PEDRAZZI, *Interessi economici e tutela penale*, cit., p. 304, il quale affermava che le fattispecie che facciano emergere allo scoperto interessi di economia pubblica presentano significativi problemi quanto all'accertamento in concreto; più di recente CONSULICH, *La giustizia e il mercato*, cit., p. 273 ss.; ID., *Manipolazione del mercato e disorientamenti dogmatici*, cit., p. 823 ss.; SGUBBI, *Il risparmio come oggetto di tutela penale*, cit., p. 349-350.

“velocizzazione” dell’economia; lo stesso identico fatto può essere, invece, interpretato negativamente come una presa d’atto della situazione di stagnazione in cui versa l’economia nazionale, che quindi necessita di tale misura per essere stimolata)⁴²⁸. Allo stesso modo, la notizia della mancata distribuzione di dividendi potrebbe essere interpretata sia in senso negativo, dal momento che gli azionisti non avranno diritto alla remunerazione del capitale investito, sia in senso positivo, se si considera che le risorse rimaste all’interno della società potranno essere reinvestite nella sua stessa attività.

A ciò si aggiunga che entrano in gioco anche le attese e i *rumors* circolati prima della diffusione della notizia vera e propria: una notizia certamente positiva per l’economia nazionale, come la diminuzione della percentuale dei disoccupati, può comunque determinare una discesa dei listini se tale diminuzione è inferiore alle attese, o magari inferiore rispetto a quella registrata nel trimestre precedente, o inferiore rispetto a una più ampia zona di riferimento (per esempio, l’andamento della disoccupazione in Italia in relazione alla disoccupazione in Europa). Ogni notizia che, intrinsecamente, presenta un valore prevalentemente positivo o negativo, e che quindi nella maggior parte dei casi può essere interpretata in un senso piuttosto che in un altro, nel caso specifico potrebbe sortire conseguenze inaspettate.

Inoltre, come accennato, manca una prova di una razionalità dell’investitore, in base alla quale sia accertato che, in presenza di determinati dati, egli compirà una certa scelta; più a monte, è anche impossibile individuare *a priori* la scelta allocativa migliore.

È chiaro che nel caso della manipolazione del mercato non è necessario accertare la sussistenza di un nesso di causalità rispetto a un evento che si deve necessariamente verificare; tuttavia, l’impossibilità di fare riferimento a leggi di copertura non può non avere conseguenze anche dal punto di vista dell’accertamento dell’attitudine pericolosa della condotta, dal momento che deve essere possibile apprezzare il grado di possibilità del verificarsi di un evento temuto.

Tale considerazione sembra che determini, di fatto, un maggiore grado di astrazione del pericolo in oggetto, dal momento che non consente nemmeno di effettuare quel giudizio sulla concreta idoneità richiesto dalla disposizione⁴²⁹.

⁴²⁸ Sul tema delle possibili ripercussioni dei tassi d’interesse cfr. LOPS, *Ecco perché le banche centrali hanno paura di alzare i tassi. E stanno creando una nuova maxi-bolla*, in *ilsole24ore.com*, 26 marzo 2015.

⁴²⁹ In tal senso CONSULICH, *Manipolazione del mercato e disorientamenti dogmatici*, cit., p. 829. Nello specifico, l’Autore osserva come «a volte la realtà e i suoi vincoli costringano il legislatore ad accettare una limitazione della base del giudizio, con conseguente “iniezione di astrazione” nell’accertamento del pericolo; ciò accade quando la verifica di tutte le circostanze del caso concreto paralizzerebbe l’applicazione della norma penale, per la multiformità delle trame causali e dei fattori potenzialmente coinvolti nella relazione di pericolo: è il caso della responsabilità per danno da prodotto. Lo stesso fenomeno di astrazione si verifica quando

Sebbene il legislatore, nell'attuale formulazione, sembri propendere per una tendenziale concretezza del giudizio, ci sembra che per i motivi esposti essa sia, di fatto, impossibile, e che la fattispecie si “ribelli” alla tipizzazione legislativa⁴³⁰. Il rapporto con la messa in pericolo del bene giuridico che riteniamo oggetto della fattispecie appare estremamente labile e sottoposto a una serie di passaggi successivi, per cui anche nel caso in cui sussista l'effettiva pericolosità della condotta nei confronti del primo interesse (corretta formazione dei prezzi) è tutt'altro che certo che essa sussista anche nei confronti del bene giuridico finale. Come già notato, sembra che i fenomeni manipolativi di cui si occupa la giurisprudenza siano quelli che presentano in maniera più macroscopica gli elementi pretesi dal legislatore per la realizzazione del fatto tipico (e che peraltro sono “posti in evidenza” dal dato per cui l'alterazione dei prezzi, di fatto, si verifica sempre). Il problema si presenta, invece, per tutte quelle ipotesi che, pur presentando i caratteri tipici del delitto di manipolazione, tuttavia vengono “filtrate” dalla giurisprudenza e ritenute prive di rilevanza⁴³¹, probabilmente in ragione delle difficoltà di accertamento o per l'elevato carico sanzionatorio cui dovrebbero essere sottoposti fatti di scarso rilievo e commessi molto frequentemente.

Peraltro va considerato che, in mancanza di leggi scientifiche certe, non soltanto sarà difficile valutare l'effettiva attitudine pericolosa di una condotta in assenza di una alterazione

l'interesse che si presceglie come oggetto di tutela sia per le sue dimensioni inattuabile dalla condotta tipizzata e al contempo rivesta un'importanza sociale tale da non poter attendere la produzione di un pericolo concreto nel singolo caso a pena della compromissione definitiva del bene sovraindividuale. Una variabile indispensabile per qualificare una fattispecie come di pericolo concreto o astratto concerne il numero degli elementi fattuali da considerare per accertare una connessione di pericolo». Ovviamente, la limitazione dei fattori da considerare rende il pericolo via via più astratto, fenomeno che si realizza, per esempio, quando il legislatore fa esplicita menzione di alcuni fattori come oggetto esclusivo del giudizio di pericolo, oppure quando il momento del giudizio viene fissato in un momento anticipato rispetto all'evento temuto. Tale limitazione si verificherebbe, con riguardo alla fattispecie in oggetto, in ragione dell'assenza di leggi scientifico-economiche che assicurino una ragionevole certezza nella attribuzione alla condotta del requisito dell'idoneità decettiva. L'Autore, di conseguenza, parla di una manipolazione come *Giano Bifronte* o di una “schizofrenia del tipo”, che costringe il processo penale a “rileggere” la disposizione a partire dall'effetto che ha la condotta sul mercato, cioè dalla presenza o assenza (come nel caso di specie) di un evento di alterazione del mercato.

⁴³⁰ CONSULICH, *La giustizia e il mercato*, cit., p. 273 ss., ritiene che la limitata capacità di accertamento processuale, la necessaria considerazione delle concause e la sussistenza di fattori eziologici indipendenti rendano particolarmente complessa l'effettuazione del giudizio nel caso di specie. A parere dell'Autore, il reato in oggetto è “tendenzialmente concreto” o di pericolo “generico” (così come delineato da ANGIONI, *Il pericolo concreto*, cit., p. 212 e 229), ma egli ammette che non si tratta di una limitazione legislativa all'accertamento, bensì di una scelta ermeneutica dell'interprete di fronte all'impossibilità fattuale di un autentico giudizio di pericolo concreto, che imporrebbero una qualificazione in termini di condotta genericamente pericolosa. Sempre sul tema della tendenza a una maggiore astrattezza Consulich svolge delle interessanti riflessioni sul rapporto tra l'interesse tutelato dalla fattispecie e la configurazione della stessa, che finirebbe per fare indirizzare la prognosi causale nei confronti di un investitore medio. Il tema è di rilievo e le conclusioni appaiono condivisibili (cfr. in particolare CONSULICH, *La giustizia e il mercato*, p. 272, nota 27 per le osservazioni su pericolo e reati con vittima indeterminata, anche in riferimento a GARGANI, *Il danno qualificato dal pericolo*, cit.).

⁴³¹ In senso analogo, in relazione all'inesistenza di leggi causali e alla limitata capacità di accertamento processuale CONSULICH, *La giustizia e il mercato*, cit., p. 274 nota 30.

effettiva, ma sarà difficile anche offrire la prova contraria relativa all'esistenza del pericolo; con il rischio che il pericolo, da astratto, diventi presunto⁴³².

Da ultimo, sembra utile svolgere alcune considerazioni sulle ricostruzioni proposte dalla dottrina.

Come si è accennato, l'opinione maggioritaria è nel senso dell'individuazione di un reato di pericolo concreto; tale conclusione sembra fondata su una diversa individuazione del bene giuridico tutelato, che coinciderebbe con il corretto funzionamento del mercato. Di conseguenza, la concreta idoneità ad alterare i prezzi coinciderebbe con la concreta idoneità a creare una turbativa sui mercati, con concreta messa in pericolo del bene finale.

Non mancano, però, proposte che presentano una maggiore originalità. In particolare, parte della dottrina⁴³³ ritiene che “le condotte penalmente rilevanti sono costituite dalle falsità, dalle operazioni simulate o dagli artifici almeno compiuti, che per una qualsiasi ragione non siano stati portati ad effetto”. Le condotte, per essere rilevanti, devono essere state poste in essere; da ciò deriverebbe che esse non potrebbero realizzarsi come un'offesa di pericolo, con accertamento tramite la prognosi postuma. Dal momento che la condotta, per esempio la diffusione di notizie false, vi è già stata e l'effetto sul prezzo degli strumenti finanziari non si è prodotto, non si potrebbe parlare di pericolosità in concreto, perché si tratterebbe di una prognosi controfattuale. Utilizzando il medesimo schema logico di accertamento usato con riguardo all'idoneità degli atti nel delitto tentato, la diffusione di notizie che si rivelasse inefficace rispetto all'alterazione sensibile del prezzo sarebbe certamente inidonea ai sensi dell'art. 49 c.p. Con riguardo alle operazioni simulate e agli altri artifici, bisognerebbe distinguere tra l'atto simulato (per esempio un negozio fra parti apparenti che celi un contratto tra parti diverse) e la simulazione, termine col quale si guarderebbe piuttosto all'effetto di creare ad altri soggetti una falsa rappresentazione della realtà. Anche in questo caso la simulazione o l'artificio, per essere concretamente idonei, dovrebbero determinare l'alterazione del prezzo; l'unica ipotesi in cui la condotta ingannevole non determini l'alterazione del prezzo e tuttavia sia concretamente idonea sarebbe quella in cui circostanze estrinseche rendano impossibile tale alterazione. Di conseguenza non si tratterebbe di pericolo concreto, o al più potrebbe trattarsi di un pericolo ove le ipotesi di mancata realizzazione dell'evento ma tuttavia riconducibili alla fattispecie sarebbero residuali. In base a tale ricostruzione, quindi, nelle ipotesi in cui l'evento di danno non si verifici si dovrebbe parlare

⁴³² Rischio tuttavia mitigato dalla considerazione che, di fatto, la magistratura tende ad occuparsi solamente di quelle condotte che determinano fenomeni macroscopici e *ictu oculi* individuabili, in rapporto alle quali, dunque, l'idoneità della condotta è più facilmente accertabile.

⁴³³ PREZIOSI, *La manipolazione di mercato*, cit., p. 209 ss.; ID., *Aggiotaggio*, cit., p. 469 ss.

un tentativo punito eccezionalmente dalla legge come reato consumato, a condizione che l'evento non si sia verificato per cause del tutto esterne alla condotta tipica. Una conferma della struttura della fattispecie in termini di danno viene ricavata anche dal fatto che raramente, nella prassi, vengono perseguiti fatti di manipolazione che non abbiano prodotto effetti sensibili sui mercati.

L'opinione citata prende le mosse dall'individuazione della stabilità dei prezzi (o assenza di turbativa o corretto funzionamento del mercato) come bene giuridico tutelato. L'Autore individua certamente un punto fondamentale della fattispecie in esame quando fa riferimento alla mancata verifica dell'alterazione e al tipo di giudizio che deve essere effettuato; come, del resto, è certamente vera la notazione secondo cui la quasi totalità delle manipolazioni del mercato penalmente rilevanti presenta un'alterazione dei prezzi.

Altro pregio di tale ricostruzione è la conseguente limitazione degli ambiti applicativi della fattispecie nel rispetto dei principi di *extrema ratio* ed offensività, con una selezione delle sole condotte concretamente offensive del bene tutelato.

Tuttavia, ci sembra che la configurazione in termini di danno, pur partendo da una diversa individuazione del bene giuridico rispetto a quella qui proposta, si fondi su un malinteso nella valutazione del giudizio di pericolo. Appare indubitabile che la diffusione di notizie o il compimento di operazioni simulate o di altri artifici debbano essere effettivamente compiuti; ma sembra che la formulazione della norma vada letta nel senso che l'azione, pur rispondente alla (sommara) descrizione legislativa, possa tuttavia non essere idonea a determinare l'alterazione dei prezzi, e ciò, come si è visto, non tanto per una intrinseca inidoneità dell'azione stessa, che la escluderebbe *a priori* dall'ambito di rilevanza della disposizione, ma per l'intervento di concause che ne limitino o annullino gli effetti. In altre parole, il richiamo ad una verifica dell'idoneità offensiva in base all'art. 49 c.p. non deve portare ad accertare la sussistenza di una condotta dannosa.

Anche volendo accettare l'interpretazione dell'art. 185 T.U.F. come reato di danno, ritenendo che l'alterazione dei prezzi vada qualificata come evento indefettibile, ci sono ulteriori aspetti che sollevano perplessità. Certamente sarebbe da condividere la verifica dell'idoneità offensiva effettuata ai sensi dell'art. 49 c.p.; tuttavia, in tale contesto, sembra che la punizione a titolo di reato consumato per il caso in cui l'evento non si verifichi per circostanze estranee alla condotta dell'agente rappresenti una discrasia. Se il reato è di danno, infatti, affinché si perfezioni è necessario che l'evento si verifichi; se, nonostante l'azione sia compiuta, l'evento non si verifica, essa potrà essere punita a titolo di tentativo qualora ne ricorrano i presupposti. Diversamente, si valorizzerebbe troppo il disvalore d'azione pur in

assenza di un disvalore di evento che, in un diritto penale del fatto, deve essere necessariamente presente per giustificare l'applicazione di una pena.

Per quanto riguarda l'osservazione circa la costante dell'alterazione dei prezzi nei casi oggetto dell'attenzione della giurisprudenza, sembra trattarsi più di una constatazione di un dato di fatto che non di una valutazione che possa incidere sull'interpretazione della fattispecie; peraltro, tale costante si potrebbe giustificare con il dato per cui sono le manipolazioni che determinano un'alterazione a destare un maggiore allarme sociale e, quindi, a meritare la sanzione penale⁴³⁴. Inoltre, certamente la prassi tende a filtrare quelle condotte che, pur essendo astrattamente sussumibili nella fattispecie, tuttavia non presentino una dannosità tale da meritare una sanzione penale, e peraltro dell'entità di quella *ex art. 185 T.U.F.*

La giurisprudenza sul tema

Quanto al tipo di pericolo sotteso alla fattispecie di cui all'art. 185 T.U.F., spunti interessanti sono venuti anche dalla giurisprudenza di merito.

In particolare, il Tribunale di Torino⁴³⁵ ha sostenuto che nella manipolazione del mercato il pericolo è da considerarsi quale evento, in quanto tale richiedente un accertamento in concreto, successivo alla condotta, circa la sussistenza dell'evento (di pericolo) che quella ha determinato nel mercato finanziario.

Nello specifico, la pronuncia richiamata riguarda un caso di manipolazione informativa, in cui la Ifil Investments S.p.A., su richiesta della Consob, aveva pubblicato un comunicato in cui affermava di non aver intrapreso né studiato iniziative in relazione alla scadenza di un particolare tipo di prestito, che prevedeva la conversione del debito che Fiat s.p.a. aveva contratto nei confronti di alcune banche in azioni della società stessa.

La sentenza merita attenzione perché si sofferma sul tipo di pericolo sotteso alla fattispecie di manipolazione del mercato e sul metodo di verifica della concreta idoneità ad alterare il prezzo.

Come accennato, i giudici di merito affermano che l'evento di pericolo sia un elemento indefettibile della manipolazione del mercato (in quanto reato di pericolo concreto) e che,

⁴³⁴ Anche SEMINARA, *L'aggiotaggio*, cit., p. 558 ha osservato come di fatto la difficoltà di accertamento della *price sensitivity* si riduca se si considera che l'esperienza giurisprudenziale ha dimostrato che, nei fatti oggetto di giudizio, l'alterazione del prezzo sia stata effettiva e notevole.

⁴³⁵ Tribunale di Torino, 18.3.2011 (caso Ifil), cit., p. 52, con nota di PREZIOSI, *Il pericolo come evento e l'abbandono dello schema di accertamento prognostico nei reati di pericolo concreto*, in *Giur. comm.*, 2012, 1. In relazione alla stessa sentenza cfr. anche CONSULICH, *Manipolazione del mercato e disorientamenti dogmatici*, cit.

sebbene non sia necessario che si verifichi l'alterazione dei prezzi degli strumenti finanziari, non sia nemmeno sufficiente valutare l'intrinseca idoneità alterativa della condotta. Di conseguenza, ad opinione dei giudici di merito non dovrebbe essere usato il criterio della prognosi postuma, che determina un accertamento *ex ante*, dal momento che essa si tradurrebbe in un semplice giudizio di pericolosità e non in un accertamento dell'effettiva messa in pericolo dell'interesse tutelato, cioè della verifica di un effettivo evento di pericolo; più opportuno sarebbe utilizzare il metodo dell'*event study*, che consiste nella valutazione di un dato evento sulla normale dinamica del titolo in un periodo di riferimento.

In particolare, il Tribunale ha affermato: «Il danno in senso giuridico e, cioè, la lesione dell'interesse giuridico tutelato è costituita proprio dal pericolo che tale alterazione potesse concretamente verificarsi e per accertare se siffatto danno si sia prodotto in concreto non è necessario presumere, ricostruire, prevedere operazioni analoghe, perché – come anticipato – non è necessaria alcuna prognosi. Occorre, al contrario, in sede di attenta diagnosi, effettuare la verifica corretta e oggettiva delle conseguenze prodotte sui mercati finanziari dalla diffusione del comunicato oggetto di contestazione, al fine di individuare gli elementi sintomatici del pericolo. Per la sussistenza del reato contestato, insomma, non è richiesto che si accerti l'avvenuta alterazione di strumenti finanziari, ma non è neppure sufficiente ipotizzare che il comunicato in parola avesse solo l'intrinseca capacità di provocare tale alterazione, perché occorre invece verificare se, in concreto, a seguito di tale comunicato, il pericolo per l'alterazione di strumenti finanziari si sia effettivamente prodotto. E, dunque, non sembra esservi altro modo per effettuare tale verifica, se non attraverso l'attenta analisi della reazione del mercato al comunicato in questione. Se, invero, si constatasse l'avvenuta alterazione dell'andamento di strumenti finanziari, ci si troverebbe non solo dinanzi al pericolo, bensì di fronte ad una piena e materiale lesione dell'interesse giuridico tutelato. Si è osservato, però, come tale conseguenza non sia richiesta, sempre che non si voglia trasformare il reato di pericolo in reato di danno. E tuttavia, ciò non vuol dire che la mancata verifica dell'alterazione sia da considerare indifferente per il giudizio che interessa in questa sede, perché – diversamente – si ritornerebbe a quella valutazione di pericolosità astratta ed intrinseca della condotta che – si è già detto – non è accertamento sufficiente per i reati di pericolo concreto»⁴³⁶. In conseguenza, «una volta appurato che l'alterazione del prezzo di strumenti finanziari non si è verificata, allora sono possibili due ipotesi: a) se la mancata verifica di tale alterazione è dipesa da fattori esterni e indipendenti dalla falsa notizia che, intervenuti autonomamente, hanno vanificato gli effetti dipendenti dalla sua diffusione, allora

⁴³⁶ Trib. Torino, sent. cit.

si può fondatamente pervenire alla conclusione di sussistenza del reato. In questo caso, in altri termini, il comunicato avrebbe prodotto la richiesta situazione di concreto pericolo e il danno sarebbe stato evitato solo per il concomitante sopravvenire di altri fattori estranei alla condotta; b) se, al contrario, l'alterazione del prezzo di strumenti finanziari non si è verificata pur in mancanza di qualsiasi altro elemento che possa aver annullato l'effetto sul mercato del falso comunicato di cui ci si occupa, allora vuol dire che la condotta degli imputati non ha prodotto, non solo il danno, ma neppure il concreto pericolo per il mercato finanziario ed occorre concludere per l'insussistenza del reato contestato»⁴³⁷.

Da quanto affermato appare che la pronuncia in commento non segue un *iter* argomentativo coerente, tendendo a confondere reato di condotta pericolosa e con evento di pericolo e dunque a oscillare tra due tipi di accertamento diversi. In apertura, infatti, sembra non accontentarsi di una mera condotta pericolosa, e sembra dunque voler accertare l'effettivo verificarsi di un evento di pericolo esterno e conseguente alla stessa, con un giudizio *ex post* su una situazione esterna alla condotta, che tenga conto di tutte le circostanze effettivamente venute ad esistenza. Nel prosieguo, però, i giudici di merito sembrano rendersi conto del fatto che un giudizio così strutturato è incoerente con il tipo di offesa previsto; in particolare, effettuando una diagnosi sull'avvenuta alterazione e non una prognosi, ci si avvicina allo schema del reato di danno e allo stesso tempo ci si discosta dalla lettera della legge, che invece delinea senza dubbio un reato di pericolo. La conseguenza è che il reato di perfezionerebbe solo in presenza di una effettiva alterazione dei prezzi, con una arbitraria limitazione dell'ambito applicativo rispetto a quanto previsto dal legislatore. Per sfuggire a questa conseguenza, il Tribunale cerca di riportarsi – anche se in un momento successivo alla realizzazione dell'azione – allo schema della prognosi postuma, con un'astrazione (proprio quella che in apertura affermava di volere evitare) dai “fattori esterni e indipendenti dalla falsa notizia che, intervenuti autonomamente, hanno vanificato gli effetti dipendenti dalla sua diffusione”. La (intricata) soluzione proposta, infatti, coincide con la valutazione della sola condotta in sé considerata e degli altri fattori esistenti al momento della sua realizzazione (dal momento che nell'opinione dei giudici non valgono a escludere la concreta idoneità i fattori sopravvenuti estranei alla condotta, mentre quelli precedenti o concomitanti sembrano poter avere rilevanza per il giudizio di idoneità)⁴³⁸.

⁴³⁷ Trib. Torino, sent. cit.

⁴³⁸ Critica nei confronti della pronuncia in esame anche FALCINELLI, *Il giudice, l'antifrasi e una "fata Morgana"*: se il tipo di pericolo concreto esprime un'offesa di danno (di un bene astratto), in www.penalecontemporaneo.it. L'Autrice prende atto del fatto che la sentenza si basa sulla concezione che richiede di accertare sempre la presenza di un'offesa al bene giuridico, in seguito al giudizio di tipicità, con l'esclusione di ogni presunzione. Una prima contraddizione starebbe nel fatto di escludere, con riguardo ai

Non stupisce che la sentenza commentata sia stata annullata con rinvio dalla Corte di Cassazione⁴³⁹, che ha qualificato la fattispecie di cui all'art. 185 T.U.F. come reato di mera condotta, ritenendo ingiustificato l'inserimento di un ulteriore presupposto (l'evento naturalistico) non espressamente previsto dal legislatore; la Corte ha, inoltre, ribadito la necessità di utilizzare, ai fini dell'accertamento, il criterio della prognosi postuma⁴⁴⁰.

La pronuncia della Suprema Corte appare particolarmente interessante nella parte in cui critica la partizione tra reati di pericolo astratto e concreto delineata dai giudici di prime cure. Essi, infatti, sulla base dell'immanenza all'intero sistema del principio di offensività avevano affermato che fosse necessario, in ogni caso, e quindi anche per i reati di pericolo astratto, accertare volta per volta l'effettiva messa in pericolo del bene tutelato. La Corte di Cassazione, invece, precisa⁴⁴¹ che con riguardo a tale categoria di reati esiste effettivamente una presunzione di pericolosità, che però non è operante *juris et de jure* ed è suscettibile di prova contraria, da ritenersi raggiunta quando l'azione si riveli inidonea *ex se* ad offendere il bene giuridico tutelato, secondo il generale principio di cui all'art. 49 co. 2 c.p.

Da ciò deriva l'erroneità anche del secondo passaggio seguito dai giudici di merito che, nel tentativo di individuare un elemento differenziale tra pericolo astratto e concreto

reati di pericolo, il giudizio di astratta pericolosità che invece verrebbe "recuperato" nell'accertamento dell'idoneità degli atti nel delitto tentato. In secondo luogo, la struttura dell'art. 185 T.U.F. come reato di evento pericoloso non sarebbe coerente con il tipo di accertamento effettuato che, di fatto, non determina alcuno spostamento in avanti nel tempo. Essa richiama, facendo riferimento all'attitudine espansiva del pregiudizio subito dal mercato in quanto destinato a coinvolgere un numero indeterminato di persone, la categoria del pericolo comune (su cui v., di recente, GARGANI, *Il danno qualificato dal pericolo*, cit.), per la forza diffusiva tale da produrre effetti che trascendono i singoli. Non è chiarissimo, però, il percorso argomentativo seguito dall'Autrice quando afferma: «Si apprezza allora il dato per cui la figura materiale che costituisce reato ai sensi dell'art. 185 T.U.F. è disegnata sulla falsariga di un comportamento tentato di entrare in comunicazione interpersonale con un pubblico qualificato di recettori, espressamente punito a mo' di illecito penale consumato. Ciò non significa, si badi, che ci si trovi al cospetto di una figura tipica di criminalità tentata: sebbene il legislatore abbia volutamente sganciato il perfezionamento del reato di manipolazione del mercato dalla visualizzazione di una "reale" modificazione dello stato dei prezzi degli strumenti finanziari, nemmeno ha preteso come necessaria la non-verificazione di un simile effetto...»; e poi, quasi in chiusura: «Vero è allora che l'idoneità della condotta (nel caso, di divulgazione) ad innescare un simile effetto distorsivo deve essere accertata in concreto ed *ex ante* al pari di quanto dedotto dal co. 1 dell'art. 56 c.p.; vero è, ancora, che la pericolosità della manipolazione del mercato – come capacità di effettiva distorsione dei prezzi di mercato – deve essere accertata in concreto ed *ex post*».

⁴³⁹ Cass. Pen., sez. V, 20.6.2012 n. 40393, in *Riv. trim. dir. pen. econ.*, 4/2012, p. 925 ss., con nota di LENZINI, *Manipolazione di mercato: inadeguatezza del metodo dell'event study nell'accertamento dell'offesa ed alterazione per stabilizzazione artificiosa del prezzo di uno strumento finanziario*. In particolare, l'Autore osserva – in maniera del tutto condivisibile – come lo strumento da utilizzare per valutare l'idoneità alterativa di una notizia sia il giudizio controfattuale, e non l'*event study* (metodo, invece, propugnato dall'impugnata sentenza di primo grado), che si limita a valutare le ripercussioni effettivamente prodotte. Adeguato sarebbe, invece, un giudizio controfattuale *ex ante* e in concreto che accerti se il prezzo del titolo avrebbe avuto il medesimo andamento in seguito alla diffusione della notizia vera in luogo di quella falsa (nello specifico, cfr. p. 940 ss.)

⁴⁴⁰ Nel senso della necessità di una prognosi postuma anche Tribunale di Milano, 28.5.2011 (caso Antonveneta), che ritiene, tuttavia, che i dati empirici relativi all'andamento del mercato di cui si disponga siano comunque utilizzabili quale elemento di riscontro materiale che consolida l'esito della verifica già effettuata. Sul punto cfr. SGUBBI, *La manipolazione del mercato*, cit., p. 99.

⁴⁴¹ Cfr. in particolare sent. cit., § 2 della parte in diritto.

(elemento che non poteva più risiedere nella necessità di accertare nel singolo caso l' idoneità offensiva) lo ricercavano nella necessaria presenza di un evento naturalistico - che, quindi, avrebbe anche fondato la distinzione con l' illecito amministrativo di cui all' art. 187-ter T.U.F. A parere della Suprema Corte, invece, il discrimine tra illecito penale e amministrativo emergerebbe già dalla sola condotta rilevante, dal momento che la sanzione più grave richiede la concreta idoneità della condotta a provocare una sensibile alterazione del prezzo.

Ancora, i giudici di legittimità chiariscono anche che, trattandosi di un reato di mera condotta, esso si consuma al compimento dell' azione e l' accertamento deve essere effettuato secondo il criterio della prognosi postuma.

Da ultimo appare meritevole di attenzione un ulteriore aspetto trattato dalla sentenza della Suprema Corte: essa, in particolare, critica la sentenza di primo grado nella parte in cui ha escluso la possibilità di un raffronto tra gli effetti del comunicato diffuso e quelli che sarebbero potuti derivare dalla diffusione di una notizia conforme al vero e ha negato l' utilità di una ricerca del contenuto che avrebbe dovuto caratterizzare la notizia vera, la quale potrebbe essere ricostruita in modo solo virtuale e, di conseguenza, del tutto soggettivo.

Altra questione di rilievo trattata dalla giurisprudenza è quella relativa al momento perfezionativo del reato in esame, strettamente collegato alla sua struttura.

Al riguardo, si contrappongono in giurisprudenza due tesi fondamentali.

Da un lato c' è chi⁴⁴² ritiene che, trattandosi di un reato di pericolo concreto, esso si consumi nel luogo e nel tempo in cui si concretizza la rilevante possibilità di verifica della sensibile alterazione del prezzo dello strumento finanziario, come conseguenza della condotta. L' evento di pericolo sarebbe, infatti, logicamente e giuridicamente distinguibile dalla condotta posta in essere dal soggetto attivo del reato, per cui il momento in cui il bene giuridico protetto venga effettivamente posto in pericolo potrebbe essere successivo rispetto a quello della realizzazione della condotta stessa.

Altra opinione⁴⁴³ esclude, invece, l' esistenza di un evento di pericolo esterno alla condotta che, così come l' alterazione del prezzo degli strumenti finanziari, non è un elemento costitutivo del reato. La circostanza che la fattispecie sia di pericolo concreto non avrebbe nessuna conseguenza in punto di consumazione, dal momento che - per orientamento pacifico di dottrina e giurisprudenza - momento e luogo di consumazione del reato sono quelli in cui si esaurisce la condotta dell' agente. La differenza tra reati di pericolo astratto e concreto rileva solo dal punto di vista dell' accertamento che deve essere operato dal giudice,

⁴⁴² GUP presso il Tribunale di Monza, 24.4.2006, cit. in SGUBBI, *La manipolazione del mercato*, cit., p. 102.

⁴⁴³ Procuratore generale della Corte di Cassazione, decreto del 7.6.2006, cit. in SGUBBI, *La manipolazione del mercato*, cit., p. 102.

ma non incide sulla consumazione del reato e, in particolare, sul luogo di consumazione, che è quello in cui la condotta è stata posta in essere e non quello nel quale, se il bene fosse stato leso, la lesione si sarebbe verificata.

È chiaro che la scelta per l'una o per l'altra opzione determina significative conseguenze dal punto di vista processuale, valendo a radicare la competenza per territorio del procedimento. In particolare, se si aderisce alla prima ricostruzione la competenza territoriale si radicherà nella circoscrizione di Milano poiché, trattandosi di titoli quotati in Borsa, la possibilità di alterazione del prezzo si concretizzerà a Milano, sede della Borsa Valori per l'intero territorio nazionale.

Aderendo alla seconda alternativa, invece, luogo di consumazione e quindi rilevante per la determinazione della competenza sarebbe quello ove è stato posto in essere l'ultimo atto della condotta.

Va precisato che con specifico riguardo alla manipolazione informativa la Corte di Cassazione⁴⁴⁴ ha rilevato che si tratta di un reato di mera condotta e di pericolo concreto e che l'illecito si consuma nel momento stesso in cui la notizia, idonea a determinare l'alterazione del prezzo, viene comunicata o diffusa, cioè esce dalla sfera del soggetto attivo. A parere della Corte il reato si consumerebbe sempre a Milano, sede del sistema informativo della Borsa Valori. Tuttavia anche tale conclusione dovrebbe venire meno, considerato che una modifica del Regolamento emittenti ha stabilito che le comunicazioni ex art. 114 T.U.F. possono avvenire "in proprio" o ricorrendo a un sistema di diffusione di informazioni regolamentate⁴⁴⁵. Peraltro, non sono solo le comunicazioni obbligatorie a norma del T.U.F. a poter rilevare ai fini della manipolazione informativa; quindi, sembra che tale conclusione non debba, in ogni caso, condividersi.

Con riguardo alla manipolazione operativa, dottrina e giurisprudenza maggioritarie affermano che la condotta tipica, nell'ipotesi di negoziazione delle azioni nel circuito telematico, deve considerarsi consumata nel momento in cui si incrociano le offerte di segno contrario e viene fissato il prezzo dello strumento finanziario; di conseguenza, il luogo di commissione del reato sarebbe quello in cui ha sede il sistema di gestione telematico in cui verifica l'abbinamento tra le proposte di acquisto e di vendita, cioè Milano⁴⁴⁶.

⁴⁴⁴ Cass. Pen., sez. V, 20.7.2011, cit., p. 24 ss. (caso Parmalat)

⁴⁴⁵ Sul punto diffusamente SGUBBI, *La manipolazione del mercato*, cit., p. 104.

⁴⁴⁶ CONSULICH, *La giustizia e il mercato*, cit., p. 342; SGUBBI, *La manipolazione del mercato*, cit., p. 105; Corte di Appello di Milano, 13.3-11.6.2012 (scalata Antonveneta). Sul tema, ancora problematico, cfr. MUCCIARELLI, *Il locus commissi delicti della manipolazione di mercato*, in www.penalecontemporaneo.it, 27 ottobre 2014; NISCO, *Manipolazione informativa del mercato e luogo di consumazione del reato*, in www.penalecontemporaneo.it, 14 marzo 2014; VIGANO', *La Cassazione chiude il caso della scalata Antonveneta (e perde una preziosa occasione per fare un po' di chiarezza sui delitti di aggio)*, in www.penalecontemporaneo.it;

La fattispecie soggettiva

Il delitto di manipolazione del mercato è punibile a titolo di dolo generico, a differenza dell'art. 501 c.p. – con il quale, pure, presenta spiccate analogie – che richiede, invece, il dolo specifico e in particolare la finalità di “turbare il mercato interno dei valori”.

In realtà, anche quello che originariamente veniva definito aggio finanziario era punibile a titolo di dolo specifico nella versione originaria dell'art. 5 l. n. 157/1991, mentre, a partire dalle modifiche introdotte con l'art. 138 d. lgs. n. 385/1993 e con l'art. 181 d. lgs. n. 58/1998, il legislatore ha ampliato lo spettro dell'elemento soggettivo rilevante.

Come è noto, inoltre, l'illecito amministrativo di manipolazione del mercato previsto dall'art. 187-ter T.U.F., è punibile indifferentemente a titolo di dolo o di colpa, in ossequio alla regola generale prevista dall'art. 3 l. n. 689/1981.

Per la configurabilità del dolo sono necessarie la coscienza e la volontà della condotta di diffusione di notizie false o della realizzazione di operazioni simulate o degli altri artifici, oltre alla consapevolezza che tali condotte siano concretamente idonee a provocare una sensibile alterazione dei prezzi⁴⁴⁷.

La previsione del dolo generico in luogo di quello specifico non è stata esente da critiche; in particolare, i timori si sono appuntati sul rischio che, essendo ipotizzabile anche il dolo eventuale, categoria da sempre problematica quanto a confini e accertamento, la fattispecie soggettiva finisse con il farsi vaga e sfumata, estendendo in maniera indiscriminata l'ambito della punibilità⁴⁴⁸.

In realtà, il problema circa l'ampiezza del dolo necessario per integrare la manipolazione del mercato era stato sollevato già, al momento della compilazione del codice,

VIZZARDI, *Manipolazione del mercato e competenza territoriale: una nuova tappa della vicenda Fonsai*, in www.penalecontemporaneo.it, 8 aprile 2014.

⁴⁴⁷ In tal senso ROSSI, *Le fattispecie*, cit., p. 2671; ZANNOTTI, *Il nuovo diritto penale*, cit., p. 440 ss. Non è necessaria, invece, la volontà di alterare il prezzo degli strumenti finanziari: così MUCCIARELLI, *Aggiotaggio*, cit., p. 438.

⁴⁴⁸ Paventano il rischio di un allargamento dell'area della punibilità LUNGHINI, *La manipolazione del mercato*, in *Dir. pen. proc.*, 2005, p. 1480; MAZZACUVA AMATI, *La manipolazione*, cit., p. 354, i quali evidenziano che, attraverso l'incerta figura del dolo eventuale, si finisce per punire a titolo di dolo condotte in realtà caratterizzate da colpa; MUSCO, *I nuovi reati*, cit., p. 284. La dottrina è comunque unanime sull'ammissibilità del dolo eventuale: tra gli altri v. ZANNOTTI, *Il nuovo diritto penale*, cit., p. 441. Sempre sul tema va sottolineato che PEDRAZZI, *Problemi del delitto*, cit., p. 110, quanto all'intensità del dolo, riteneva che normalmente le differenze tra le varie forme di dolo serviranno, poi, a individuare il *quantum* di pena. Nel caso specifico, però, poiché c'è il rischio che condotte in sé ineccepibili ‘scivolino’ nel reato, bisognerebbe pretendere la realizzazione del dolo nella sua massima intensità, cioè il dolo intenzionale. Il turbamento del mercato (che doveva necessariamente essere perseguito dall'agente, dal momento che il reato era a dolo specifico) avrebbe dovuto essere necessariamente preso di mira, non bastando che fosse previsto o accettato come possibile, e neppure come certo. La differenza, quanto a fattispecie soggettiva, tra la norma del 1959 e quella attuale non è certamente casuale, ma risponde a una precisa scelta del legislatore; tuttavia, le parole dell'illustre Autore obbligano a una riflessione sul punto.

con riguardo all'art. 501 c.p.: nella Relazione al Re del Ministro Guardasigilli si giustificava il dolo specifico richiesto dall'art. 501 c.p. in ragione dell'esigenza di «evitare che nella pratica applicazione della legge finiscano col cadere sotto le sanzioni del codice, come delitto di aggio, quei fatti di incauta diffusione di notizie non sufficientemente controllate, facili a verificarsi negli ambienti di borsa e dovute non già a dolo, ma a colpa, cioè a spirito di vaniloquio, a tendenze naturalmente pessimistiche, a scarso spirito di riflessione»⁴⁴⁹.

I timori espressi nella Relazione appaiono, forse, eccessivi, visto che in ogni caso non sembra che l'espressione di un punto di vista pessimistico o un discorso sconclusionato possano essere sorretti dal dolo in questione (oltre a essere carenti sotto il profilo della fattispecie oggettiva), mancando non solo la rappresentazione, ma anche la volontà dell'offesa; il problema sembra però maggiormente concreto se si pensa all'ambito del dolo eventuale che, includendo ipotesi in cui l'elemento volitivo risulta scolorito, potrebbe finire con il fondare anche la punibilità di situazioni riconducibili, al più, alla colpa⁴⁵⁰.

Non sono ammissibili presunzioni, per cui dalla consapevole diffusione di notizie false o dalla realizzazione di operazioni simulate o altri artifici non si può desumere automaticamente la presenza di una volontà fraudolenta o speculativa, secondo lo schema per cui “*dolus inest in re ipsa*”⁴⁵¹.

Parte della dottrina⁴⁵² ha evidenziato il pericolo che la tutela anticipata di interessi superindividuali e l'impossibilità di controllare le conseguenze di un rischio “innescato” con la propria condotta – soprattutto a causa dell'intervento di fattori ulteriori e imprevedibili, ma anche di una generale imponderabilità nella fenomenologia dei mercati – determini conseguenze negative sulla possibilità di un'effettiva rappresentazione degli elementi della fattispecie. L'operatore economico potrebbe infatti non essere in grado né di individuare, né di prevedere l'evoluzione di tutti i fattori che possono essere “messi in moto” dalla sua condotta iniziale. Ad opinione di quest'Autore, la costruzione della fattispecie in questi termini risponderebbe a una precisa scelta del legislatore nel senso di escludere dall'ambito dell'accertamento sia della fattispecie oggettiva che di quella soggettiva la valutazione degli effetti sul mercato, anticipando la consumazione del reato al compimento di una mera

⁴⁴⁹ *Relazione al Re del Ministro Guardasigilli*, Roma, 1930, n. 166, cit., in SEMINARA, *L'aggio*, cit., p. 563.

⁴⁵⁰ SEMINARA, *L'aggio*, cit., p. 565-566 ritiene che in un'ottica di questo tipo possano assumere rilievo condotte di giornalisti poco attenti o ansiosi di fare uno *scoop*; tuttavia sembra che queste ipotesi possano ricondursi, forse, all'illecito amministrativo – che, del resto, detta specifiche disposizioni per i giornalisti – dal momento che non è affatto scontato che un eventuale dubbio circa la verità della notizia possa essere sufficiente a fondare la necessaria rappresentazione, e comunque mancherebbe, in ogni caso, ogni traccia del momento volitivo.

⁴⁵¹ In tal senso MASUCCI, *Abusi di mercato*, cit., p. 276.

⁴⁵² CONSULICH, *La giustizia e il mercato*, cit., p. 282 ss.

condotta per evitare problemi di prova. Conseguenza di una siffatta configurazione sarebbe un livellamento dell'intensità del dolo, che tenderebbe ad attestarsi, per lo più, in un confine tra dolo eventuale e colpa cosciente, con le note conseguenze quanto all'impalpabilità dell'elemento soggettivo e del suo accertamento.

Inoltre, l'elevata conoscenza tecnica necessaria per potersi rappresentare il fatto, dal punto di vista sia dei presupposti che delle conseguenze della condotta, farebbe propendere nel senso di uno stretto rapporto tra tipo di precetto e qualifica soggettiva dell'autore, che, nonostante la formulazione in termini di reato comune, limiterebbe il suo ambito applicativo soltanto ad alcuni soggetti titolari delle necessarie competenze tecniche⁴⁵³. Questa notazione sembra condivisibile, ma non tende a "spostare" la fattispecie in esame nell'ambito del "diritto penale del rischio", interamente artificiale, ove il solo ruolo sociale rivestito o la competenza tecnica posseduta basterebbero a fondare una responsabilità penale. Sembra, piuttosto, che l'elevata complessità tecnica sottesa ai mercati finanziari serva ad operare una "scrematura" dei soggetti che possono realizzare i reati, sia dal punto di vista della fattispecie oggettiva che di quella soggettiva. Sotto il primo profilo, infatti, sembra difficile ipotizzare che un soggetto privo di qualunque ruolo o qualifica legati ai mercati, e privo anche di autorevolezza nel campo economico e finanziario, sia in grado di realizzare una manipolazione informativa o operativa (la diffusione di un comunicato falso da parte di un soggetto non noto o che non ha titolo per riferire di circostanze relative alle emittenti solo difficilmente potrà avere risonanza; lo stesso vale per la pubblicazione di una notizia da parte di un giornalista che normalmente si occupa di altri temi; con riguardo alle operazioni, esse richiedono, normalmente, l'investimento di capitali elevati –più o meno a seconda dello strumento finanziario in questione- che non sono a disposizione di tutti); ancor meno, poi, gli altri artifici, che, per come devono essere intesi, richiedono, comunque, l'organizzazione di condotte di una certa complessità e che presuppongono determinate conoscenze.

Con riguardo al profilo soggettivo, come già accennato, sembra difficile immaginare anche solo la stessa rappresentazione da parte di un soggetto che non conosca le dinamiche del mercato e non abbia cognizioni circa i possibili esiti delle sue azioni.

Chiarito che già la stessa possibilità di una rappresentazione richiede particolari competenze, notevole attenzione deve essere dedicata all'accertamento del momento volitivo del dolo⁴⁵⁴, che non dovrebbe apparire 'sbiadito' né potrebbe essere presunto con facili

⁴⁵³ CONSULICH, *La giustizia e il mercato*, cit., p. 287 ss., con una approfondita elaborazione e spunti critici.

⁴⁵⁴ Al riguardo CONSULICH, *La giustizia e il mercato*, cit., p. 284, paventa il rischio che nei reati di mera condotta «prima ancora della volontà lesiva, venga in effetti a mancare l'occasione per cogliere la contraddizione tra la condotta e l'interesse giuridicamente protetto dall'ordinamento, che si staglia solo tra

scorciatoie probatorie. Osservava, infatti, un illustre Autore che «anche nel caso di una previsione certa [della turbativa del mercato] riteniamo che il reato non sussista, in mancanza di intenzione. Perché si tratta di conseguenze spesso inevitabili. Perché è lecito al soggetto, per dirla brutalmente, fare i suoi affari anche a costo che il mercato resti turbato: non gli è lecito invece perseguire il turbamento del mercato, servirsene per i propri scopi»⁴⁵⁵. Il problema, infatti, è dato dall'incerto discrimine tra le ipotesi in cui il soggetto intenda approfittare dell'effetto di inganno o di disorientamento che la sua condotta è in grado di provocare e il caso in cui, invece, egli faccia affidamento sulle "componenti obiettive" del mercato, in cui la sua azione sia capace di inserirsi, determinando un nuovo equilibrio e un nuovo prezzo. Nel primo caso saremmo in presenza di un reato, mentre nel secondo no, avendo il soggetto semplicemente sfruttato, inserendovisi, le dinamiche del mercato. Arduo è, tuttavia, separare le due ipotesi nei casi concreti.

Sembra, in ogni caso, che il giudice debba effettuare un accertamento rigoroso della fattispecie soggettiva, cercando di discernere le componenti reali e di non accontentarsi di eventuali "indicatori"⁴⁵⁶. Appare dubbio che tale rigoroso accertamento possa sussistere in quelle ipotesi nelle quali il dolo viene "dissanguato"⁴⁵⁷ in forme di dolo eventuale ove si valorizza la sussistenza del momento rappresentativo a discapito di un reale accertamento di quello volitivo, che potrebbe essere, sostanzialmente, presunto sulla base del fine di lucro perseguito dall'agente. Ciò appare tanto più inaccettabile in presenza di una fattispecie in relazione alla quale, come si è già notato, è impossibile prevedere, anche solo con un margine di certezza relativa, quale sarà la reazione dei mercati a una certa operazione: non ogni

gli obiettivi finali della norma». Tale considerazione, tuttavia, sembra più riconducibile alla tutela penale di funzioni e alle ipotesi in cui il reato (di pura creazione legislativa) si fonda esclusivamente sulla violazione di una regolamentazione ulteriore; il disvalore della manipolazione del mercato, invece, dovrebbe essere ben percepibile anche nella "sfera laica", non coincidendo con la mera violazione di una regola di condotta. È vero che, come afferma l'Autore, «il grado di anticipazione della consumazione e l'oggetto materiale dell'azione orientano la significatività e lo spessore dell'elemento soggettivo»; ma sembra che sia ben possibile, comunque, percepire il disvalore del fatto. Del resto lo stesso Autore, svolte queste premesse, ricostruisce (p. 286 ss.) il reato di manipolazione del mercato come una fattispecie caratterizzata da un disvalore di azione "rafforzato", dal momento che lo stesso disvalore di azione concorrerebbe a determinare i contorni della tipicità.

⁴⁵⁵ PEDRAZZI, *Problemi del delitto*, cit., p. 112.

⁴⁵⁶ Auspicano un accertamento rigoroso AMATI, *Abusi di mercato*, cit., p. 256; ROSSI, *Le fattispecie*, cit., p. 2673; SEMINARA, *L'aggiotaggio*, cit., p. 565, che però ritengono debba essere valorizzata la natura dissimulativa e ingannatrice della condotta complessivamente considerata. Ciò può essere condivisibile nella misura in cui si fa riferimento alla necessità della conoscenza, da parte del soggetto, del significato complessivo della sua azione. Egli, in altre parole, deve essere consapevole e deve volere che la sua azione sia concretamente idonea ad alterare il prezzo; anche se le singole operazioni in sé considerate sono lecite, il soggetto agente deve rendersi conto della valenza fraudolenta che da esse promana. Non si deve, invece, trasfigurare il dolo richiesto in una sorta di dolo specifico con il fine di determinare una falsa rappresentazione, una frode a danno degli altri operatori.

⁴⁵⁷ L'espressione è di LUNGHINI, *La manipolazione del mercato*, cit., p. 1480.

previsione di possibili alterazioni del prezzo di strumenti finanziari potrà acquisire rilievo ai fini dell'indagine. L'imprevedibilità e l'incontrollabilità dei fenomeni relativi ai mercati finanziari impone di escludere, infatti, che il soggetto agente possa rispondere di manipolazione pur avendo agito in maniera lecita, per il solo fatto di aver previsto come possibile effetto (magari solo uno dei tanti possibili) l'alterazione dei prezzi.

D'altra parte si pone il problema della rilevanza dei motivi; si tratta del rischio, nel caso di compimento di operazioni in sé lecite, che esse, per le modalità e i tempi in cui sono eseguite e il modo in cui sono tra loro concatenate, vengano considerate illecite nel loro complesso solo in ragione del fine di turbativa perseguito dal soggetto. È chiaro che uno spostamento nel senso di una sorta di *Gesinnungsstrafrecht* esiste, soprattutto in relazione alla categoria degli altri artifici, che appare poco connotata dal punto di vista oggettivo. Si potrebbe finire, dunque, con un processo a ritroso, per attribuire rilevanza penale a una determinata azione valorizzando il fine perseguito dal soggetto e indipendentemente da una caratteristica intrinseca dell'azione stessa. Se è vero che l'illiceità del fine perseguito può servire da conferma e anche da indicatore di quanto accertato in sede di fattispecie oggettiva, d'altra parte non sembra possibile concentrare tutto il disvalore dell'illecito nella sola intenzione, senza considerare le caratteristiche oggettive dell'azione. Come già accennato, allora, un discrimine tra "altri artifici" leciti e illeciti potrà essere sì dato dal diverso fine perseguito, ma tale fine deve essere in qualche maniera già espresso anche dalle caratteristiche intrinseche dell'azione o operazione nel suo complesso, che, per rilevare in sede penale, dovrà essere caratterizzata da una spiccata valenza fraudolenta⁴⁵⁸. Diversamente, come si è detto, si valorizzerebbe una prospettiva soggettivistica dell'illecito, con conseguente allontanamento dal modello di un diritto penale del fatto. Certamente rileva il disvalore d'azione, ma soltanto nel caso in cui abbia provocato un'offesa e quindi abbia quanto meno messo in pericolo un bene giuridico meritevole di tutela.

Occorre, ancora, riflettere sulle eventuali conseguenze che possono derivare, in termini di oggetto del dolo, da una configurazione degli altri artifici come caratterizzati da una valenza fraudolenta "rafforzata". A questo riguardo sembra che non si possano creare, in via interpretativa, degli elementi che la fattispecie non prevede espressamente; è quindi possibile affermare che si debbano ricondurre all'area dell'illecito penale solo le condotte e le operazioni (intese nel loro complesso) che presentino una spiccata valenza fraudolenta; ma ciò non può

⁴⁵⁸ Giunge a una conclusione analoga, ma sulla base di un confronto con l'art. 187-ter co. 4, in tema di illecito amministrativo, LUNGHINI, *La manipolazione del mercato*, cit., p. 1480. L'Autore deduce, dalla previsione dell'esclusione della punibilità per l'illecito amministrativo di manipolazione in caso di perseguimento di motivi leciti l'estendibilità di tale criterio anche all'omologo delitto.

significare che debba essere accertato uno specifico scopo di frode nell'ambito della fattispecie soggettiva⁴⁵⁹. Oggetto della rappresentazione e della volizione è l'azione così come descritta dal legislatore, completa della sua concreta idoneità ad alterare il prezzo; non altro. È chiaro che una ricostruzione dell'illecito con una valorizzazione dell'attitudine fraudolenta, che solo con grandi difficoltà potrebbe essere concepita come involontaria, servirebbe a escludere già a livello di fattispecie oggettiva le condotte prive di tale attitudine, per cui l'insussistenza del dolo non farebbe altro che confermare la già verificata mancanza di tipicità. Né tale circostanza determinerebbe uno spostamento di rilevanza della frode dall'ambito della fattispecie oggettiva a quella soggettiva, non avendo rilievo, in sé, l'eventuale volontà di realizzare la frode, che non è richiesta dal legislatore e che comunque, in sé considerata, è irrilevante se non accompagnata da un'effettiva attitudine decettiva espressa dalla condotta stessa.

L'accertamento del dolo assumerà particolare rilievo nelle ipotesi di concorso di persone. In questi casi assumerà rilievo dirimente l'accertamento delle circostanze effettivamente rappresentate dai singoli soggetti agenti, nonché la consapevolezza circa il valore dell'operazione inteso nella sua unità.

A tale riguardo, sembra utile ritornare su un caso giurisprudenziale che è già stato analizzato con riguardo alla categoria degli "altri artifici".

Si tratta del caso Mensi, riguardante una ipotesi di *marking the close*, ove il Tribunale di Milano⁴⁶⁰ aveva condannato un soggetto il quale aveva posto in essere condotte in sé lecite (consistenti nell'effettivo acquisto di strumenti finanziari) che tuttavia, combinate tra loro e poste in essere in particolari circostanze di tempo (in prossimità della chiusura della seduta) avevano determinato una distorsione artificiosa del meccanismo di formazione dei prezzi, creando una falsa rappresentazione della situazione del mercato nel pubblico degli operatori.

Va sottolineato che erano stati rinviati a giudizio tanto un *broker*, poi effettivamente condannato, che era stato l'ideatore dell'intera operazione, quanto un altro soggetto, interno a una SIM, che aveva semplicemente eseguito l'ordine di acquisto, curando, però, di "far segnare l'ultimo prezzo".

In premessa, il Tribunale di Milano specifica che «una operazione di *marking the close* costituisce necessariamente un'ipotesi di manipolazione» e che «la struttura del reato in esame risulta costruita a titolo di dolo generico ed ammette pertanto la configurabilità del reato anche

⁴⁵⁹ MASUCCI, *Abusi di mercato*, cit., p. 276, ipotizzando, con riguardo alla categoria degli altri artifici, un *quid pluris* rispetto al mendacio, una caratterizzazione in termini di particolare artificiosità, che quindi richiederebbe un dolo rafforzato sul piano rappresentativo.

⁴⁶⁰ Tribunale di Milano, 11.11.2002, Mensi, cit.

a titolo di dolo eventuale»⁴⁶¹. Conseguenza della premessa sembra poter essere l'affermazione di responsabilità anche del coimputato, in considerazione dell'accertamento piuttosto blando di cui a prima vista il Tribunale sembra accontentarsi e del profilo professionale dell'imputato.

Il Tribunale, invece, ritiene il *broker* ideatore dell'intera vicenda responsabile e assolve il coimputato, ritenendo non provata la sua consapevolezza⁴⁶² del collocamento della singola operazione all'interno di un disegno più ampio, volto a creare un'alterazione del mercato. Il primo, infatti, era perfettamente consapevole del significato complessivo dell'operazione; non così il secondo, che aveva partecipato a un unico segmento della stessa.

Per quanto riguarda il soggetto condannato, dal momento che il Tribunale fa riferimento, in diversi passaggi, da una parte alla qualifica professionale e all'attività quotidianamente svolta, che avrebbero consentito di comprendere pienamente il significato della propria condotta, e dall'altra, alla valutazione, da parte dell'imputato, del rischio che la propria condotta provocasse delle oscillazioni (e addirittura il riferimento a una consapevole e volontaria assunzione del rischio di provocare una alterazione del mercato), ciò fa pensare a una punizione a titolo di dolo eventuale.

Il Tribunale ha ritenuto, invece, che il soggetto poi assolto non avesse consapevolezza del complessivo disegno volto ad alterare il mercato: il fatto che si fosse rappresentato una possibile turbativa del mercato, come conseguenza della singola operazione da lui posta in essere, non implica affatto che si fosse rappresentato e avesse voluto l'operazione complessiva, nella sua valenza fraudolenta.

⁴⁶¹ Sul punto FONDAROLI, *Aggiotaggio mediante "altri artifici"*, cit., p. 776, afferma che nella sentenza la "sensibile alterazione del mercato" da oggetto di dolo specifico *ex art. 5 co. 2* (ed "evento" aggravatore o circostanza aggravante *ex art. 5 co. 3*) l. 157/1991 viene trasformato in elemento costitutivo, di cui occorre accertare l'effettiva verifica, e per tale via, riportata ad oggetto di dolo generico che, come tale, consente la punibilità della condotta anche a titolo di dolo eventuale. Da ciò deriverebbero significative conseguenze in tema di successione delle leggi nel tempo e quindi anche in tema di punibilità: sembra, infatti, che l'imputato principale sia ritenuto responsabile sulla base di un dolo eventuale incompatibile con il contenuto del dolo specifico richiesto dalla disciplina del 1991, e riconducibile, semmai, alle incriminazioni vigenti a partire dal 1998 e dal 2002, che in questo senso configurerebbero una nuova incriminazione, in quanto tale non retroattiva (a norma degli artt. 25 Cost. e 2 c.p.) e quindi non applicabile a fatti verificatisi nel 1997. Va sottolineato che la pena applicata è stata di sei mesi, più le sanzioni accessorie, in ragione dell'applicazione della legge più favorevole, del 1991. Le conclusioni della sentenza di primo grado sono state confermate da Corte di Appello di Milano, 17.3.2004, in *Foro ambr.*, 2005, p. 5009 ss. e da Cass. Pen., sez. V, 7.12.2004 n. 2279.

⁴⁶² Critico nei confronti del risultato dell'accertamento nel caso di specie, anche se concorde sul criterio di fondo utilizzato per valutare la sussistenza del dolo di altri artifici (ma non sulla configurabilità del dolo eventuale) LUNGHINI, *La manipolazione del mercato*, cit., p. 1481; in senso critico v. pure FONDAROLI, *Aggiotaggio mediante "altri artifici"*, cit., p. 772 ss.

L'illecito amministrativo

In seguito al recepimento, per mezzo della cd. legge comunitaria 2004, della Direttiva 2003/6/CE (cd. Direttiva Market Abuse) il legislatore ha introdotto, accanto all'illecito penale di manipolazione del mercato, anche un omologo illecito amministrativo.

A causa della previsione contestuale di due sanzioni a carattere diverso si pone il problema di individuare l'ambito applicativo e i limiti di ciascuna di esse; altra questione dibattuta in dottrina è quella riguardante la possibilità di concorso formale tra l'illecito amministrativo e quello penale, problema acuito dall'*incipit* dell'art. 187-ter T.U.F., che recita «Salve le sanzioni penali quando il fatto costituisce reato, è punito con la sanzione amministrativa...».

Va precisato che l'illecito amministrativo appare come il prodotto delle disposizioni dettate in sede europea in tema di abusi di mercato⁴⁶³, dal momento che riproduce in larga parte le indicazioni contenute nell'art. 1 n. 2 della Direttiva 2003/6/CE, che fornisce un'indicazione molto specifica circa le situazioni riconducibili alla manipolazione del mercato⁴⁶⁴. Al riguardo va ricordato che la tutela ideata originariamente a livello sovranazionale

⁴⁶³ Sul punto cfr. FONDAROLI, *L'illecito amministrativo*, di manipolazione del mercato, in SGUBBI FONDAROLI TRIPODI, *Diritto penale del mercato finanziario. Lezioni*, Padova, 2013, p. 135; MAGRO, *Manipolazioni di mercato e strumenti derivati*, cit., p. 63 ss.

⁴⁶⁴ In particolare, l'art. 1 n. 2 riporta la definizione di "manipolazione del mercato": «2) "manipolazione del mercato":

a) operazioni o ordini di compravendita:

- che forniscano, o siano suscettibili di fornire, indicazioni false ovvero fuorvianti in merito all'offerta, alla domanda o al prezzo degli strumenti finanziari, ovvero

- che consentano, tramite l'azione di una o di più persone che agiscono in collaborazione, di fissare il prezzo di mercato di uno o più strumenti finanziari ad un livello anormale o artificiale,

a meno che la persona che ha compiuto le operazioni o che ha conferito gli ordini di compravendita dimostri che le sue motivazioni per compiere tali operazioni o ordini sono legittime e che dette operazioni o ordini sono conformi alle prassi di mercato ammesse sul mercato regolamentato in questione;

b) operazioni o ordini di compravendita che utilizzino artifici o ogni altro tipo di inganno o espediente;

c) la diffusione di informazioni tramite i mezzi di informazione, compreso Internet, o tramite ogni altro mezzo, che forniscano, o siano suscettibili di fornire, indicazioni false ovvero fuorvianti in merito agli strumenti finanziari, compresa la diffusione di notizie incontrollate o di informazioni false ovvero fuorvianti, se la persona che le ha diffuse sapeva o avrebbe dovuto sapere che le informazioni erano false o fuorvianti. Con riferimento ai giornalisti che operano nello svolgimento della loro attività professionale, tale diffusione di informazioni va valutata, fatto salvo l'articolo 11, tenendo conto delle norme deontologiche proprie di detta professione, a meno che dette persone traggano, direttamente o indirettamente, vantaggi o benefici dalla diffusione delle informazioni in questione.

In particolare dalle definizioni centrali riportate alle lettere a), b) e c) di cui sopra, derivano i seguenti esempi:

- il comportamento di una persona o di più persone che agiscono in collaborazione per acquisire una posizione dominante sulla offerta o sulla domanda di uno strumento finanziario che abbia l'effetto di fissare, direttamente o indirettamente, i prezzi di acquisto o di vendita o altre condizioni commerciali non corrette,

- l'acquisto o la vendita di strumenti finanziari alla chiusura del mercato con l'effetto di ingannare gli investitori che agiscono sulla base dei prezzi di chiusura,

si articolava secondo diversi livelli di intervento e di specificazione, in ossequio a quanto previsto dalla procedura Lamfalussy; la sanzione amministrativa dovrebbe rappresentare lo strumento di tutela più efficace, ampio, flessibile, guidato dalle autorità amministrative, che hanno una maggiore possibilità di vigilare e di incidere sull'andamento del mercato. Inoltre, le diverse autorità nazionali dovrebbero collaborare all'interno dell'ESMA (*European Securities and Markets Authorities*, che ha sostituito il CESR nel 2011) per garantire una tutela uniforme ed efficace a livello europeo.

L'illecito amministrativo, che appare il diretto precipitato dell'art. 1 n. 2 della direttiva citata, è strutturato in maniera molto analitica, tanto che è stato notato come sia dotato di una determinatezza e una individuabilità molto maggiori rispetto all'illecito penale⁴⁶⁵.

L'art. 187-ter prevede diverse classi di condotte, che per comodità possono essere ricondotte, in maniera schematica, alle tre figure dell'*information based manipulation*, *trade based manipulation* e *action based manipulation*⁴⁶⁶.

- l'avvantaggiarsi di un accesso occasionale o regolare ai mezzi di informazione tradizionali o elettronici diffondendo una valutazione su uno strumento finanziario (o indirettamente sul suo emittente) dopo aver precedentemente preso posizione su quello strumento finanziario, beneficiando di conseguenza dell'impatto della valutazione diffusa sul prezzo di detto strumento, senza aver allo stesso tempo comunicato al pubblico, in modo corretto ed efficace, l'esistenza di tale conflitto di interessi.

Le definizioni di manipolazione di mercato sono adattate in modo da garantire la possibilità di includere nuovi tipi di attività che in base alla prassi costituiscono manipolazioni di mercato». Va sottolineato che la medesima direttiva, in tema di sanzioni, disponeva all'articolo 14: «1. Fatto salvo il diritto degli Stati membri di imporre sanzioni penali, gli Stati membri sono tenuti a garantire, conformemente al loro ordinamento nazionale, che possano essere adottate le opportune misure amministrative o irrogate le opportune sanzioni amministrative a carico delle persone responsabili del mancato rispetto delle disposizioni adottate in attuazione della presente direttiva. Gli Stati membri sono tenuti a garantire che tali misure siano efficaci, proporzionate e dissuasive».

⁴⁶⁵ Così PALIERO, *Nuove prospettive degli abusi di mercato?*, in *La crisi finanziaria. Banche, regolatori, sanzioni, Atti del Convegno Adolfo Beria di Argentina*, Milano, 2010, p. 62 ss., che parla di un *Inversionsmethode* nel modo di agire del legislatore, che ha strutturato la fattispecie penale in maniera "aperta" e ha, invece, tipizzato in maniera "vincolata" l'illecito amministrativo. Conseguenza di una tale conformazione sarebbe che l'art. 185 T.U.F. «lungi dal selezionare – tra le (*molte*) forme di manipolazione già autonomamente repressi dalla sanzione amministrativa – le (*poche*) più aggressive, come tali degne di considerarsi le sole meritevoli di incriminazione alla stregua del principio dosimetrico della '*extrema ratio*', rovescia i termini dell'equazione sanzionatoria, aggiungendo specularmente alla sanzione amministrativa quella criminale, sulle vestigia di una concezione rozzamente sanzionatoria del diritto penale». In realtà, non è detto che il solo fatto che la disposizione amministrativa presenti una formulazione più analitica e dettagliata rispetto a quella penale significhi che il principio di *extrema ratio* venga violato: potrebbe ben darsi che la disposizione che prevede l'illecito penale, sebbene meno articolata, riesca a 'ritagliare' un ambito di rilevanza limitato alle sole (*poche*) condotte maggiormente offensive. Nemmeno ci sembra scontato che la fattispecie penale non sia in grado di esprimere un maggiore disvalore, tale per cui le condotte in essa sussumibili siano meritevoli di una sanzione penale. Infine, anche l'illecito amministrativo, nonostante la dettagliata esemplificazione delle condotte ad esso riconducibili, non è esente da obiezioni in tema di tassatività e determinatezza. L'elemento centrale che, invece, fa dubitare della razionalità del sistema del "doppio binario", così come è stato ideato dal legislatore, è la clausola di apertura dell'art. 187-ter, che rende quanto meno possibile l'interpretazione nel senso di una sovrapposizione tra illecito penale e amministrativo, il che appare del tutto irragionevole dal punto di vista sistematico, del *quantum* delle sanzioni e della legittima funzione del diritto penale.

I primi due commi disciplinano l'*information based manipulation*, cioè la manipolazione informativa. La disposizione, nello specifico, prevede che «salve le sanzioni penali quando il fatto costituisce reato, è punito con la sanzione amministrativa pecuniaria da euro ventimila a euro cinque milioni chiunque, tramite mezzi di informazione, compreso Internet o ogni altro mezzo, diffonde informazioni, voci o notizie false o fuorvianti che forniscano o siano suscettibili di fornire indicazioni false ovvero fuorvianti in merito agli strumenti finanziari. Per i giornalisti che operano nello svolgimento della loro attività professionale la diffusione delle informazioni va valutata tenendo conto delle norme di autoregolamentazione proprie di detta professione, salvo che tali soggetti traggano, direttamente o indirettamente, un vantaggio o un profitto dalla diffusione delle informazioni»⁴⁶⁷.

Come è evidente, questa ipotesi appare analoga alla manipolazione informativa punibile *ex art.* 185 T.U.F., pur con alcuni, significativi, elementi differenziali. In particolare, tratti caratteristici sono la specificazione dei mezzi di diffusione; l'ampliamento anche alle informazioni e alle voci, oltre che alle notizie; la rilevanza anche delle voci o notizie fuorvianti e della 'capacità' di fornire indicazioni false o fuorvianti.

Le informazioni, in particolare, sembrano ricomprendere tutte le comunicazioni che riguardano non fatti ma mere stime, previsioni o congetture, come per esempio il giudizio sulla solvibilità di una società espresso da un'agenzia di *rating*⁴⁶⁸. Alle voci, invece, sarebbero riconducibili i *rumors*, o indiscrezioni, ovvero notizie non presentate come ufficiali e delle quali non è indicata la fonte, che riguardano un fatto avvenuto o futuro⁴⁶⁹. Chiara dunque la differenza rispetto alla notizia, che deve presentare fatti individuati, realmente accaduti o che accadranno nel futuro.

Per quanto riguarda gli attributi "false e fuorvianti" appare dubbio se essi debbano essere riferiti alle voci e alle notizie o solamente a queste ultime⁴⁷⁰. In particolare, "fuorviante" è la notizia che non riporti fatti difformi dal vero, ma li presenti in maniera tale da fornire una rappresentazione distorta della realtà.

⁴⁶⁶ Cfr. VIZZARDI, *Manipolazione del mercato*, cit., p. 711; su questo tipo di partizione v. CONSULICH, *La giustizia e il mercato*, cit., p. 73 ss.

⁴⁶⁷ Sul punto cfr. D'ALESSANDRO, *L'aggiotaggio*, cit., p. 830 ss.; MAGRO, *Le manipolazioni di mercato tra illecito penale e illecito amministrativo*, cit., p. 66 ss. Al riguardo CERQUA, *Reati di aggiotaggio*, cit., p. 903, afferma che tale formula non sembra utile per delimitare l'area di rilevanza penale; gli illeciti resteranno separati l'uno dall'altro, lasciando fermo il problema circa la soluzione da adottare nel caso in cui una situazione concreta appaia riconducibile tanto all'uno quanto all'altro.

⁴⁶⁸ Così VIZZARDI, *Manipolazione del mercato*, cit., p. 712.

⁴⁶⁹ FONDAROLI, *L'illecito amministrativo*, cit., p. 138; VIZZARDI, *Manipolazione del mercato*, cit., p. 713.

⁴⁷⁰ FONDAROLI, *L'illecito amministrativo*, cit., p. 139. L'Autrice solleva il problema perché, mentre sarebbe possibile immaginare una voce fuorviante, più difficile sarebbe immaginare una voce falsa. In realtà, sembra che gli attributi siano riferibili a tutti i sostantivi elencati.

Tali comunicazioni acquistano rilievo solo ove «forniscano o siano suscettibili di fornire indicazioni false ovvero fuorvianti in merito agli strumenti finanziari». La particolarità, in questo caso, è che non si fa alcun riferimento all'attitudine ad incidere sul prezzo dello strumento finanziario, determinando una ulteriore anticipazione della tutela. Va tuttavia precisato che sembra necessario un accertamento da parte del giudice del merito, dal momento che, almeno per questa prima tipologia di illecito, non è sufficiente porre in essere una certa condotta per perfezionare la fattispecie, essendo comunque necessaria una valutazione circa la capacità di fornire indicazioni false o fuorvianti⁴⁷¹. Né si può presumere che, poiché il prezzo del titolo è influenzato dalle informazioni che circolano nel mercato, dalle indicazioni false o fuorvianti possa derivare quasi automaticamente una idoneità ad alterare il prezzo degli strumenti finanziari⁴⁷².

Il secondo comma dell'art. 187-ter, che riproduce l'art. 1 co. 1 n. 2 lett. c) della direttiva 2003/6/CE, prevede, nel caso in cui la diffusione delle informazioni sia opera di giornalisti nell'ambito della propria attività professionale, che la diligenza con la quale è avvenuta la divulgazione debba essere valutata tenendo conto delle norme di autoregolamentazione proprie della professione di giornalista⁴⁷³. È dunque necessario che la Consob valuti la responsabilità (colposa) di un giornalista per manipolazione del mercato tenendo conto delle regole deontologiche dettate in Italia dall'ordine dei giornalisti. In particolare, la Consob deve valutare se il giornalista abbia riportato informazioni sufficientemente verificate e in maniera tale da non fornire una visione distorta della realtà; inoltre, è necessario che egli abbia distinto chiaramente le notizie riguardanti fatti dalle interpretazioni, voci e opinioni personali.

L'idoneità decettiva deve essere valutata anche in considerazione del contesto in cui è stata diffusa la notizia: una cosa saranno, per esempio, le notizie sul *management* di una squadra di calcio diffuse nell'ambito di una trasmissione televisiva, altra cosa la pagina finanziaria di un giornale economico⁴⁷⁴. Nel caso in cui il giornalista che ha diffuso la notizia abbia tratto direttamente o indirettamente un profitto o un vantaggio dalla diffusione delle informazioni, la Consob può non tenere conto delle norme di autoregolamentazione proprie dell'attività giornalistica.

⁴⁷¹ Nel senso della necessità di un accertamento caso per caso LUNGHINI, *La manipolazione del mercato*, cit., p. 1475; *contra* FONDAROLI, *L'illecito amministrativo*, cit., p. 140; PALIERO, "Market abuse" e legislazione penale, cit., p. 811.

⁴⁷² È questa l'opinione di VIZZARDI, *Manipolazione del mercato*, cit., p. 714 ss.

⁴⁷³ Sul tema v. FONDAROLI, *L'illecito amministrativo*, cit., p. 140 ss.

⁴⁷⁴ LUNGHINI, *La manipolazione del mercato*, cit., p. 1477.

La seconda categoria di manipolazione è quella della *trade based manipulation*, cui sono riconducibili le ipotesi di cui all'art. 187-ter co. 3 lett. a), b) e c) T.U.F⁴⁷⁵.

⁴⁷⁵ La Consob, con il Regolamento Mercati adottato con delibera n. 16191 del 29 ottobre 2007 all'art. 43, rubricato "Elementi e circostanze da valutare per l'identificazione di manipolazioni del mercato", ha stabilito che:

1. Al fine di valutare se un comportamento sia idoneo a costituire manipolazione del mercato ai sensi dell'articolo 187-ter, comma 3, lettere a) e b) del Testo Unico, sono da prendere in considerazione i seguenti elementi e circostanze:

a) la misura in cui gli ordini di compravendita impartiti o le operazioni eseguite rappresentano una quota significativa del volume giornaliero degli scambi dello strumento finanziario pertinente nel mercato regolamentato interessato, in particolare quando tali ordini o operazioni conducono ad una significativa variazione del prezzo dello strumento finanziario;

b) la misura in cui gli ordini di compravendita impartiti o le operazioni eseguite da soggetti con una significativa posizione in acquisto o in vendita su uno strumento finanziario conducono a significative variazioni del prezzo dello strumento finanziario o dello strumento derivato collegato o dell'attività sottostante ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato;

c) se le operazioni eseguite non determinano alcuna variazione nella proprietà ovvero non comportano alcun trasferimento effettivo della proprietà di uno strumento finanziario ammesso alla negoziazione in un mercato regolamentato;

d) la misura in cui gli ordini di compravendita impartiti o le operazioni eseguite prevedono inversioni di posizione in acquisto o in vendita nel breve periodo e rappresentano una quota significativa del volume giornaliero di scambi dello strumento finanziario pertinente nel mercato regolamentato interessato e possono associarsi a significative variazioni del prezzo di uno strumento finanziario ammesso alla negoziazione in un mercato regolamentato;

e) la misura in cui gli ordini di compravendita impartiti o le operazioni eseguite sono concentrati in un breve lasso di tempo nel corso della sessione di negoziazione e conducono a una variazione del prezzo che successivamente si inverte;

f) la misura in cui gli ordini di compravendita impartiti modificano la rappresentazione dei migliori prezzi delle proposte di acquisto o di vendita di uno strumento finanziario ammesso alla negoziazione in un mercato regolamentato o, più in generale, la misura in cui essi modificano la rappresentazione del book di negoziazione a disposizione dei partecipanti al mercato, e sono revocati prima della loro esecuzione;

g) la misura in cui gli ordini vengono impartiti e le operazioni eseguite nei momenti o intorno ai momenti utili per il calcolo dei prezzi delle aste di apertura o di chiusura, dei prezzi di controllo, dei prezzi di riferimento, dei prezzi di regolamento o di valutazione di strumenti finanziari, conducendo a variazioni di tali prezzi.

2. Al fine di valutare se un comportamento sia idoneo a costituire manipolazione del mercato ai sensi dell'articolo 187-ter, comma 3, lettera c) del Testo Unico, sono da prendere in considerazione i seguenti elementi e circostanze:

a) se gli ordini di compravendita impartiti o le operazioni eseguite sono preceduti o seguiti dalla diffusione di informazioni false o fuorvianti da parte delle persone che hanno impartito gli ordini o eseguito le operazioni o da persone ad esse collegate;

b) se vengono impartiti ordini di compravendita o eseguite operazioni da parte di persone prima o dopo che le stesse persone o persone ad esse collegate abbiano elaborato o diffuso ricerche o raccomandazioni di investimento errate o tendenziose o manifestamente influenzate da interessi rilevanti.

3. Gli elementi e le circostanze indicati nei commi 1 e 2 non sono da considerare esaustivi e non costituiscono di per sé necessariamente una manipolazione del mercato ai sensi dell'articolo 187-ter, comma 3, del Testo Unico.

4. Costituiscono comportamenti idonei a configurare manipolazione di mercato gli esempi previsti dall'articolo 1 della Direttiva 2003/6/CE e contenuti nell'Allegato IV, sezione I.

La lett. a) assoggetta a sanzione amministrativa chi pone in essere «operazioni od ordini di compravendita che forniscano o siano idonei a fornire indicazioni false o fuorvianti in merito all'offerta, alla domanda o al prezzo di strumenti finanziari». La particolarità dell'illecito amministrativo è, come si è già più volte sottolineato, il fatto di essere integrata attraverso il rinvio a fonti secondarie. In tale ipotesi assumono rilievo le linee guida emanate dal CESR⁴⁷⁶ e le indicazioni contenute nella direttiva 2003/124/CE⁴⁷⁷, dalle quali si evince che rientrano in questa categoria le operazioni di *wash trades* e di *improper matched orders*. Come si è già avuto modo di sottolineare, tali condotte tendono a creare l'apparenza di un mercato attivo e dunque inducono in errore gli investitori circa il reale interesse del mercato per gli strumenti finanziari coinvolti dalle operazioni manipolative⁴⁷⁸.

La lett. b) della disposizione citata considera manipolative, invece, le «operazioni di compravendita che consentono, tramite l'azione di una o più persone che agiscono di concerto, di fissare il prezzo di mercato di uno o più strumenti finanziari ad un livello anomalo o artificiale». Come si vede, qui non si fa riferimento, come nell'illecito penale, a una (possibile) sensibile alterazione del prezzo, ma ad un livello “anomalo o artificiale” dello stesso. Tale espressione solleva delle perplessità in ragione della natura dei mercati finanziari e dei meccanismi di formazione dei prezzi degli strumenti scambiati, in ampia parte slegati dal valore intrinseco di beni o società e legati piuttosto a fenomeni speculativi, all'apparenza offerta dalle società e alle presunte prospettive di sviluppo. Se, dunque, è vero che il prezzo di uno strumento oggetto di manipolazione è definibile come “artificiale”, probabilmente si può dire lo stesso anche di prezzi che non sono manipolati⁴⁷⁹.

5. La valutazione dei comportamenti idonei a costituire manipolazione del mercato è effettuata prendendo anche in considerazione gli esempi elaborati a livello comunitario.

⁴⁷⁶ Il CESR (*Committee of European Securities Regulators*, ora sostituito dall'ESMA) ha diffuso un documento intitolato *Market Abuse Directive. Level 3 – First set of CESR Guidance and information on the common operation of the Directive*, contenente esempi di manipolazione del mercato e di operazioni comunque sospette. Tale documento è stato recepito dalla Consob, che lo ha tradotto e divulgato con la Comunicazione n. DME/5078692 del 29 novembre 2005.

⁴⁷⁷ Direttiva 2003/124/CE del 22 dicembre 2003 recante modalità di esecuzione della direttiva 2003/6/CE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda la definizione e la comunicazione al pubblico delle informazioni privilegiate e la definizione di manipolazione del mercato.

⁴⁷⁸ Sul punto MAGRO, *Le manipolazioni di mercato tra illecito penale e illecito amministrativo*, cit., p. 68, osserva come un aspetto problematico dell'agiotaggio/manipolazione del mercato sia stato, tradizionalmente, quello della punibilità di condotte prive di attitudine ingannatoria, ma tuttavia dannose per il mercato. L'introduzione, al co. 3 dell'art. 187-ter T.U.F., dell'espressa previsione di alcune delle ipotesi talvolta riconducibili alla clausola degli altri artifici, e in particolare del compimento di operazioni effettive e prive in sé di fraudolenza, potrebbe avere, secondo l'Autrice, la conseguenza di sancirne l'irrilevanza per il diritto penale e di renderle sanzionabili solo quali illeciti amministrativi.

⁴⁷⁹ Critica nei confronti di questa espressione MAGRO, *Le manipolazioni di mercato tra illecito penale e illecito amministrativo*, cit., p. 67.

Alla formulazione della lett. b) possono essere ricondotte le operazioni di cd. *price positioning*⁴⁸⁰, come per esempio il *marking the close* e l'*abusive squeeze*⁴⁸¹. Quest'ultimo consiste nell'acquisire – normalmente all'insaputa degli altri operatori – una posizione dominante sulla domanda o sull'offerta di uno strumento finanziario o sul prodotto ad esso sottostante, in modo da poterne fissare il prezzo in maniera conveniente. Si pensi, per esempio, a un operatore che acquisti contratti *future* relativi ad una determinata materia prima, di cui egli è praticamente monopolista; poco prima della scadenza dei contratti, l'operatore potrebbe fissare un prezzo elevato della materia prima, così i venditori dei medesimi *future*, per rispettare il contratto, saranno costretti ad acquistarla a quel prezzo⁴⁸².

Infine, la lett. c) minaccia di sanzione amministrativa chi pone in essere «operazioni o ordini di compravendita che utilizzano artifici od ogni altro tipo di inganno o espediente». Rientrano tra tali ipotesi, ad esempio, le operazioni di *pump and dump* e quelle di *opening a position and closing it immediately after its public disclosure*. La prima condotta consiste nell'aprire una posizione di lungo periodo su uno strumento finanziario e di produrre, successivamente, un aumento del prezzo tramite ulteriori acquisti a prezzi crescenti o la diffusione di informazioni positive sui titoli acquistati, approfittando poi delle elevate quotazioni raggiunte per vendere l'intero pacchetto di strumenti finanziari acquisiti. La seconda consiste, invece, nell'acquistare strumenti finanziari sul mercato, comunicare al mercato l'acquisto, mettendo in rilievo l'obiettivo di lungo termine dell'investimento, e poi chiudere, immediatamente dopo, la posizione. Le operazioni descritte hanno, come appare evidente, natura mista, dal momento che si compongono, oltre che di una operazione sul mercato, anche di un contenuto informativo.

In base alla classificazione tripartita di matrice angloamericana, la terza categoria di manipolazioni è quella della *action based manipulation*⁴⁸³. A tale categoria andrebbero ricondotte

⁴⁸⁰ Come esplicitato anche dalla Comunicazione n. DME/5078692 del 29.11.2005 della Consob che, enumerando gli esempi riconducibili alle diverse ipotesi di illecito amministrativo, con riferimento alla lett. b) cita proprio il *marking the close* e l'*abusive squeeze*. Sul punto cfr. TRIPODI, *Artt. 180-187 quaterdecies*, in PADOVANI (a cura di), *Leggi penali complementari*, Milano, 2007, p. 2550-2551.

⁴⁸¹ Su cui v. MAGRO, *Manipolazioni di mercato e strumenti derivati*, in *Dir. banc. merc. fin.*, 1/2007, p. 73 ss.; peraltro, la dottrina non è unanime circa la riconducibilità di tali operazioni all'area dell'illecito: cfr. MUSCO, *I nuovi reati*, cit., p. 280.

⁴⁸² Cfr. VIZZARDI, *Manipolazione del mercato*, cit., p. 717.

⁴⁸³ Al riguardo va sottolineato che la prevalente dottrina italiana riconduce a tale espressione le ipotesi di operazioni poste in essere nel mercato finanziario e caratterizzate da una nota di simulazione, come le *wash sales* e i *matched orders* (in tal senso MUSCO, *I nuovi reati societari*, cit., p. 279; FOFFANI, *Commento all'art. 185 T.U.F.*, cit., p. 725; MELCHIONDA, *Aggiotaggio*, cit., p. 266). *Contra* VIZZARDI, *Manipolazione del mercato*, cit., p. 717 ss. In particolare, la partizione proposta dalla dottrina italiana non sembra da accogliere, in primo luogo perché, pur usando la stessa nomenclatura, si differenzia, quanto a contenuti, dall'originaria partizione elaborata dalla dottrina angloamericana. Inoltre, non è in grado di ordinare le condotte in base alla fenomenologia della manipolazione, perché «crea due categorie diverse per inquadrare operazioni che

quelle operazioni che, pur non poste in essere nell'ambito del mercato finanziario, sarebbero comunque idonee ad alterare il prezzo di strumenti finanziari. Operazioni di questo tipo appaiono riconducibili all'illecito amministrativo di manipolazione del mercato tramite il ricorso al co. 3 lett. d) dell'art. 187-ter, che sanziona «gli altri artifici idonei a fornire indicazioni false o fuorvianti in merito all'offerta, alla domanda o al prezzo di strumenti finanziari». Come è evidente, tale formula rappresenta una clausola di chiusura alla quale saranno riconducibili tutte le condotte che non rientrino nelle altre tipizzazioni contenute nella disposizione, ma che appaiano comunque in qualche maniera dannose per il mercato⁴⁸⁴.

Conferma dell'intento repressivo ad ampio raggio è il co. 6 della disposizione in esame, che attribuisce al «Ministero dell'economia e delle finanze, sentita la Consob ovvero su proposta della medesima, la facoltà di individuare con proprio regolamento (...) le fattispecie, anche ulteriori rispetto a quelle previste nei commi precedenti, rilevanti ai fini dell'applicazione del presente articolo»; previsione che appare senz'altro inconsueta anche nell'ambito degli illeciti amministrativi, e che è ulteriore prova dell'intento di ampliare la portata della norma in maniera da ricomprendervi qualunque condotta che la Consob ritenga pericolosa.

Il discrimine tra illecito penale ed amministrativo

Così brevemente e schematicamente descritto l'illecito amministrativo, si pone il problema di individuare la distinzione dall'illecito penale.

Tale operazione appare indispensabile sia che si propenda per la tesi che considera possibile realizzare i due illeciti congiuntamente, sia che si ritengano applicabili i criteri di specialità o della consunzione, che consentirebbero di ritenere integrato un solo illecito per volta.

Confrontando le due ipotesi di illecito appare evidente come quella amministrativa sia molto più precisa e dettagliata rispetto a quella penale⁴⁸⁵, quasi di taglio casistico⁴⁸⁶. Un tale

possono pacificamente essere ricomprese nella *trade based manipulation* e – al contempo – trascura quelle condotte che, pur essendo parimenti manipolative, sono effettuate al di fuori del mercato finanziario.

⁴⁸⁴ In riferimento alla formulazione della disposizione in esame, FONDAROLI, *L'illecito amministrativo*, cit., p. 144 ss., condivide l'eliminazione del riferimento alla "sensibile" alterazione del prezzo, parametro che desta non poche perplessità; d'altra parte, però, l'Autrice ritiene che il collegamento ad un "artificio", contenuto nelle lett. c) e d), violi il principio di legalità, vincolante, sia pure in misura ridotta rispetto al diritto penale, anche per l'illecito amministrativo.

⁴⁸⁵ Lo sottolinea, tra gli altri, PREZIOSI, *La manipolazione*, cit., p. 194, che inoltre evidenzia come le tipologie manipolative relative all'illecito amministrativo siano ulteriormente specificate dalla normativa secondaria e, comunque, dai contenuti individuati dalle autorità regolatorie. Cfr. sul punto anche TERZI, *Rilievi critici in tema di manipolazione del mercato*, cit., p. 1103 ss. Sul tema dei rapporti tra illecito penale e

rapporto tra le due disposizioni può apparire irrazionale, se si considera che una formulazione più ampia può consentire di ricomprendere un maggior numero di casi concreti all'interno della fattispecie penale piuttosto che in quella amministrativa, determinando un'inversione del legittimo rapporto tra i due illeciti. In realtà, non ci sembra scontato che sia così. In primo luogo, infatti, non sembra auspicabile una formulazione delle fattispecie penali secondo la modalità casistica, per le conseguenze di carattere sistematico che una tale scelta comporta; in secondo luogo, non necessariamente una disposizione di taglio casistico dispone di un contenuto più pregnante e definito rispetto a una norma "aperta"; ancora, il maggior disvalore che necessariamente le condotte riconducibili alla fattispecie penale devono esprimere potrebbe ben essere descritto anche da una norma del tenore dell'art. 185 T.U.F. Infine, non necessariamente una norma analitica come l'art. 187-ter è solo per questo perfettamente definita nei suoi confini applicativi; basta considerare la clausola aperta degli altri artifici o l'uso di alcuni termini polisemici per capire come anche una norma così formulata possa sollevare molte incertezze.

Da tali considerazioni deriva che anche un sistema a "doppio binario" strutturato come quello descritto potrebbe, in astratto, essere perfettamente rispettoso dei principi di legalità e di *extrema ratio*; ciò dipende solo dalla bontà della tecnica legislativa adottata.

In concreto, però, nel caso che qui ci occupa, purtroppo i principi citati non sembrano rispettati, e ciò proprio in ragione di una scelta precisa del legislatore, che ha optato per una fattispecie penale molto ampia e dal contenuto incerto, da applicarsi, forse, in maniera congiunta rispetto all'illecito ed alla sanzione amministrativa.

Fatta questa breve premessa, occorre affrontare il 'punto dolente', cioè cercare di individuare un contenuto ultimo che caratterizzi l'illecito penale e quello amministrativo e che possa orientare nel ricondurre i casi concreti all'uno piuttosto che all'altro.

Al riguardo, dottrina e giurisprudenza hanno proposto soluzioni piuttosto variegate.

In primo luogo la giurisprudenza, facendo leva sulla dicotomia illecito amministrativo-pericolo astratto e illecito penale-pericolo concreto, ha ritenuto che l'art. 187-ter potesse trovare applicazione solo in mancanza di condotte dirette a compiere operazioni simulate o altri artifici, nonché quando tali condotte non siano idonee a cagionare una sensibile modifica

amministrativo cfr. anche PALIERO, "Market abuse" e legislazione penale, cit., p. 810 ss., ove l'Autore pone in rilievo anche la genesi della disposizione amministrativa.

⁴⁸⁶ La cui interpretazione è orientata anche dalla citata Comunicazione della Consob n. DME/5078692 del 29 novembre 2005.

del prezzo degli strumenti finanziari⁴⁸⁷. Elementi caratterizzanti dell'illecito penale ma non di quello amministrativo sarebbero la tipologia delle manipolazioni (cioè le modalità “artificiose” in senso stretto) e la concreta idoneità ad alterare il prezzo dello strumento finanziario. In tale prospettiva, all'illecito amministrativo dovrebbero essere ascritte le condotte che sotto il profilo della struttura, del contenuto di disvalore e dell'offensività non siano tali da essere ricondotte al pericolo concreto per il bene giuridico tutelato, che corrisponderebbe al buon funzionamento dei mercati finanziari sotto il profilo della trasparenza, dell'affidabilità e della corretta gestione degli investimenti.

Dunque, l'illecito penale sarebbe volto a tutelare il mercato da strategie manipolative concretamente idonee a porre in pericolo il normale meccanismo di formazione dei prezzi, mentre l'illecito amministrativo sarebbe di pericolo astratto e la soglia della punibilità sarebbe anticipata a condotte non artificiose, ma “astrattamente in grado di produrre un disturbo ai mercati finanziari”⁴⁸⁸. Sul punto va sottolineato, tuttavia, che i giudici di legittimità rilevano come si tratti di «due norme che, a diverso titolo, intervengono su fattispecie tendenzialmente omogenee, per cui si pone un problema di sovrapposizione normativa, che determina la necessità di individuare i diversi ambiti applicativi, eventualmente utilizzando il principio di specialità di cui alla legge 24 novembre 1981, n. 689, art. 9».

Pur non risolvendo tutti i problemi applicativi e pur senza entrare nel dettaglio dei rapporti tra i due illeciti, la sentenza in esame ha senza dubbio il merito di offrire un criterio discrezionale ragionevole, basato sul diverso valore e la diversa proiezione offensiva espressa dalle due ipotesi⁴⁸⁹.

Più originale è la posizione espressa dal Tribunale di Torino, sez. I penale, 21 dicembre 2010-18 marzo 2011 (cd. caso Ifil)⁴⁹⁰. Numerosi sono i profili di interesse di tale pronuncia⁴⁹¹;

⁴⁸⁷ Cass. Pen., sez. VI, 16 marzo-3 maggio 2006, n. 15199, Labella, con nota di MAGRO, *Le manipolazioni di mercato tra illecito penale e illecito amministrativo*, cit. p. 61 ss.; sul punto *amplius* AMATI, *Abusi di mercato*, cit., p. 294 ss.

⁴⁸⁸ MAGRO, *Le manipolazioni di mercato tra illecito penale e illecito amministrativo*, cit., p. 61. Sulla presunta differenza tra illecito amministrativo e penale, basata su una anticipazione della tutela nel primo rispetto al secondo, TERZI, *Rilievi critici in tema di manipolazione*, cit., p. 1104, osserva che la mancanza di ogni riferimento alla *price sensitivity* non è necessariamente significativo. Infatti, almeno con riguardo al co. 1, già di per sé una notizia falsa o fuorviante sarebbe idonea a fornire indicazioni false o fuorvianti su strumenti finanziari e dunque sarebbe in grado di influenzarne il prezzo.

⁴⁸⁹ Correttamente AMATI, *Abusi di mercato*, cit., p. 296 evidenzia come una distinzione così configurata rispetto i principi di proporzione e sussidiarietà.

⁴⁹⁰ In www.leggiditaliaprofessionale.it

⁴⁹¹ Su cui cfr. AMATI, *Abusi di mercato*, cit., p.298-299. In particolare il Tribunale si sofferma sulla questione, di indubbio rilievo, del *ne bis in idem* sostanziale. La difesa aveva, infatti, proposto due questioni di legittimità costituzionale. La prima era relativa all'art. 649 c.p.p., per contrasto con l'art. 117 co. 1 Cost., che impone all'Italia di rispettare i vincoli derivanti dall'ordinamento comunitario, dal momento che tale norma interna limiterebbe l'operatività del *ne bis in idem* sostanziale al solo caso di applicazione di più fattispecie di reato, e non all'applicazione congiunta di una sanzione penale e di una amministrativa. La seconda questione,

per quanto qui ci riguarda, la sentenza afferma che i fatti punibili *ex artt. 185 e 187-ter T.U.F.* sono “omogenei ma non sovrapponibili”. Diverse sarebbero, infatti, «le conseguenze delle rispettive condotte – che solo nell’ambito dell’illecito penale presuppongono la concreta idoneità del fatto “a provocare una sensibile alterazione del prezzo di strumenti finanziari” – sia il criterio di imputazione soggettiva, che nella fattispecie penale è esclusivamente il dolo»⁴⁹². Elementi differenziali, quindi, sarebbero la necessaria idoneità degli atti e l’elemento della (possibile) sensibile alterazione del prezzo nell’illecito penale, oltre al diverso criterio di imputazione soggettiva.

La sentenza, inoltre, precisa che la fattispecie incriminatrice di manipolazione del mercato costituisce un reato di pericolo concreto, ma ritiene che questo debba necessariamente incarnarsi in un evento naturalistico conseguente alla condotta, dalla quale deriva una qualificata probabilità di sensibile alterazione del prezzo di strumenti finanziari. L’illecito amministrativo, invece, sanzionerebbe un’ipotesi di pericolo astratto; nel caso di specie, il Tribunale conclude che per la sussistenza del reato contestato non è richiesto che si accerti l’avvenuta alterazione di strumenti finanziari, ma non è neppure sufficiente accontentarsi dell’intrinseca capacità di provocare tale alterazione, perché occorre invece verificare se, in concreto, a seguito della condotta (nel caso di specie si trattava dell’emissione di un comunicato) si sia effettivamente prodotto il pericolo per l’alterazione di strumenti finanziari. Tale verifica non andrebbe effettuata tramite il criterio della prognosi postuma, che sarebbe da riservare ai reati privi di evento, ma attraverso l’attenta analisi della reazione del mercato al comunicato in questione.

Tale lettura, come si è già notato, è però in contrasto con la lettera della norma, che si accontenta della mera idoneità (seppur “concreta”) della condotta a determinare una sensibile alterazione dei prezzi⁴⁹³, configurando un reato di condotta pericolosa.

L’impostazione del Tribunale sembra, invece, condivisibile quando individua un ulteriore elemento differenziale nel criterio di imputazione soggettiva, dal momento che nel reato, a differenza che nell’illecito amministrativo, rileva esclusivamente il dolo.

invece, riguardava direttamente gli artt. 185 e 187-*ter* T.U.F., che sanzionerebbero due volte lo stesso fatto; peraltro anche la sanzione amministrativa sarebbe caratterizzata da contenuti afflittivi analoghi a quelli di un illecito penale. Il Tribunale, però, ritiene di non dover sollevare la questione di fronte alla Corte costituzionale, dal momento che sarebbe possibile interpretare le disposizioni interne in maniera conforme all’art. 4 del protocollo n. 7 CEDU.

⁴⁹² Trib. Torino, 18 marzo 2011, cit., p. 40.

⁴⁹³ La sentenza, però, non ha superato il vaglio della Corte di Cassazione, la quale ha ritenuto che il requisito della idoneità, richiesto dall’art. 185 T.U.F., sia sufficiente a distinguere i due tipi di illecito, senza la necessità di individuare ulteriori elementi differenziali non richiesti dalla fattispecie, che è di mera condotta. Cfr. Cass. Pen., sez. V, 20.6-15.10.2012, n. 40393.

I giudici di merito colgono l'occasione anche per pronunciarsi sull'applicabilità del principio di specialità. In particolare, essi ritengono che tale principio non sia applicabile nel caso di specie e che la scelta del legislatore vada chiaramente nel senso di determinare un cumulo delle sanzioni, nel caso in cui entrambe le ipotesi di illecito dovessero venire ad esistenza. Conferme di ciò potrebbero essere rinvenute nell'espressione "salve le sanzioni penali quando il fatto costituisce reato" nell'*incipit* dell'art. 187-*ter* e le previsioni degli artt. 187-*duodecies* e 187-*terdecies*, che rispettivamente escludono i vincoli di pregiudizialità tra procedimento penale ed amministrativo, stabilendo un divieto di sospensione di quest'ultimo in pendenza del primo, e impediscono la duplicazione delle sanzioni in caso di condanna in entrambe le sedi.

Tali osservazioni circa il cumulo delle sanzioni non appaiono condivisibili. L'applicazione del principio di specialità, anche bilaterale, nel caso di specie, è in effetti discutibile; ma probabilmente è un altro il criterio in base al quale è possibile argomentare l'applicazione di una sola figura di illecito per volta. Sul punto si ritornerà nel prosieguo.

Appare degna di considerazione anche un'ulteriore opinione, che fa leva sulle differenze strutturali tra i due illeciti⁴⁹⁴; in particolare, peculiarità del delitto di manipolazione sarebbero la necessaria connessione fra la condotta decettiva e il pericolo di alterazione del prezzo; il riferimento a una sensibile alterazione del prezzo, che presenterebbe un maggiore contenuto selettivo rispetto al concetto di "prezzo anomalo o artificiale"; la necessaria presenza della condotta decettiva insieme al momento effettuale, rappresentato dalla sensibile alterazione del prezzo o, quanto meno, dal pericolo della sua verifica. Tali elementi, insieme a una valutazione delle tipologie di condotte elencate dall'art. 185 T.U.F., lascerebbero intravedere una differenza già nella struttura degli illeciti amministrativo e penale. In particolare, al primo sarebbero riconducibili condotte genericamente a carattere simulatorio e fraudolento; al secondo, invece, si potrebbe attribuire una struttura più spiccatamente fraudolenta.

Altro elemento rilevante sarebbe, secondo questa impostazione, la norma transitoria di cui all'art. 9 co. 6 l. n. 62/2005, secondo cui «Le disposizioni previste nella Parte V, Titolo I-*bis* di cui al decreto legislativo 28 febbraio 1998 n. 58 si applicano anche alle violazioni commesse anteriormente alla data di entrata in vigore della presente legge che le ha depenalizzate, quando il relativo procedimento penale non sia stato definito. Per ogni altro effetto si applica l'art. 2

⁴⁹⁴ PREZIOSI, *La manipolazione*, cit., p. 195 ss.; in senso analogo MASUCCI, *Abusi di mercato*, cit., p. 271 ss., che individua gli elementi costitutivi dell'illecito penale 'ritagliandoli', per difetto, da quelli dell'illecito amministrativo. In particolare, l'illecito penale potrebbe includere anche operazioni reali, purché complessivamente dotate di un'attitudine decettiva e dell'idoneità a determinare una sensibile alterazione del prezzo.

del codice penale». Sembra, dunque, che, per espressa previsione del legislatore, l'introduzione dell'illecito amministrativo abbia portato a una depenalizzazione, cioè che alcune condotte che prima rientravano nell'illecito penale possano, in ragione della nuova previsione, essere ora ricondotte all'illecito amministrativo; appare discutibile, però, la deroga introdotta con questa norma alla regola di cui all'art. 2 co. 2 c.p., in base al quale al venire meno della rilevanza penale di un fatto dovrebbero cessare anche la condanna e tutti i suoi effetti penali, dunque anche in seguito alla definizione del procedimento stesso.

In base a un'operazione interpretativa anche di carattere sistematico, la teoria qui riportata ritiene di poter dunque individuare il *discrimen* tra penale e amministrativo in una diversa valenza insita nelle condotte riconducibili ai due tipi di illecito. In particolare, le prime sarebbero assimilabili a una frode qualificata⁴⁹⁵, che mai potrebbe caratterizzare operazioni di per sé lecite⁴⁹⁶, seppure realizzate in violazione di regole di disciplina del mercato in ordine alle operazioni di negoziazione, non dovendosi confondere l'*effetto simulatorio* (che può derivare anche da operazioni lecite) con le *operazioni simulate*. «Una cosa, infatti, è l'effetto simulatorio o distorsivo, che consiste nell'indicazione fuorviante trasmessa al mercato mediante l'operazione realizzata; altro è il carattere frodatario (simulatorio o artificioso) della condotta in quanto tale». In ultima analisi, dunque, l'illecito amministrativo prenderebbe in considerazione l'effetto distorsivo o fuorviante che la condotta può avere sul flusso informativo destinato al mercato o sul prezzo degli strumenti negoziati, mentre l'illecito penale considererebbe la natura della condotta in quanto essa stessa artificiosa o simulatoria⁴⁹⁷.

A chi scrive sembra che questa teoria provi troppo. In sintesi, la distinzione starebbe in questo: da un lato starebbero gli effetti distorsivi e simulatori che dipendono esclusivamente

⁴⁹⁵ E, dunque, la condotta tipica dovrebbe presentare «il carattere della falsità, ovvero quello dell'artificiosità, intesa quale macchinazione, falsa rappresentazione di circostanze rilevanti, simulazione di qualità o dell'esistenza di elementi significativi o, ancora (ed eventualmente), silenzio maliziosamente serbato in relazione ad un obbligo di comunicazione». Così PREZIOSI, *La manipolazione*, cit., p. 201.

⁴⁹⁶ PREZIOSI, *L'aggiotaggio*, cit., p. 482 propende, infatti, per la necessaria "antidoverosità" dei comportamenti artificiosi.

⁴⁹⁷ Tale orientamento è stato fatto proprio anche da Cass. Pen., sez. VI, 3 maggio 2006 n. 15199, in *Cass. Pen.*, 2007, 1, p. 56 ss., con nota di MAGRO, *Le manipolazioni di mercato tra illecito penale e illecito amministrativo*, la cui massima afferma: «Le fattispecie previste dagli artt. 185 e 187 *ter* d.lgs. 24 febbraio 1998 n. 58, di natura rispettivamente penale e amministrativa, entrambe riferite a casi di manipolazione del mercato, presentano alcuni elementi differenziali. In particolare, fra tali elementi di differenziazione, oltre ad una più dettagliata previsione delle condotte punibili, vi è il riferimento al dato quantitativo dell'alterazione del prezzo degli strumenti finanziari causato dalle operazioni poste sul mercato, presente solo nella disposizione penale. Una linea distintiva ai fini dell'applicazione delle due disposizioni può individuarsi proprio nella presenza di condotte dirette a realizzare operazioni simulate o altri artifici, nonché nei casi in cui tali azioni siano idonee a concretizzare una sensibile modifica del prezzo degli strumenti finanziari. Solo quando non vi siano condotte così tipizzate e manchi siffatta idoneità alterativa potrà trovare applicazione l'illecito amministrativo di cui all'art. 187 *ter*, che si caratterizza appunto come fattispecie di pericolo astratto».

dalle modalità delle operazioni e che potrebbero essere più facilmente individuati e neutralizzati dalle autorità di vigilanza, proprio grazie alle regole di carattere tecnico che sottostanno all'illecito amministrativo e sono caratterizzate da una spiccata valenza preventiva. Le condotte che creano gli effetti distorsivi in esame consisterebbero in modi di operare scorretti; oggetto della tutela dell'illecito amministrativo sarebbe la corretta formazione dei prezzi.

Diverse sarebbero le considerazioni da svolgersi in relazione all'illecito penale. Qui, infatti, i danni conseguenti a complesse attività fraudolente potrebbero essere di entità molto maggiore e in ultima analisi oggetto della tutela sarebbe il bene giuridico dell'integrità del mercato, inteso come bene economico e non soltanto come efficiente allocazione delle risorse. I mercati finanziari, intesi come oggetto della tutela, non costituirebbero solo il veicolo di allocazione ottimale delle risorse, ma anche un "bene economico", costituito dal risparmio e dai capitali finanziari in essi investiti, cui deve essere assicurata, oltre ad un certo grado di efficienza allocativa (che è garantito da adeguate norme punitive di rango amministrativo), anche una tutela verso comportamenti a carattere "predatorio" che ne possono compromettere le stesse riserve economiche"⁴⁹⁸. Il reato, quindi, presenterebbe una diversa gravità e capacità lesiva: le condotte manipolative delittuose non lederebbero o metterebbero in pericolo soltanto l'affidamento degli investitori nei mercati e l'efficienza allocativa; esse offenderebbero il bene giuridico economico rappresentato dalle risorse delle quali il mercato si alimenta, cioè il capitale e il risparmio, costituzionalmente protetti.

La teoria in esame appare molto convincente nella parte in cui cerca di rinvenire il discrimine tra i due illeciti nella diversa proiezione offensiva. Tuttavia, il tentativo di individuare la differenza in una diversa qualificazione della frode sottostante sembra un po' forzato e non di sicura affidabilità. In particolare, non pare che il tratto distintivo possa essere l'intrinseca illiceità delle operazioni in sé considerate. In effetti, nella maggior parte delle ipotesi delittuose che abbiamo preso in considerazione (si pensi soprattutto alle operazioni simulate e agli altri artifici) è possibile che l'autore ponga in essere comportamenti in sé leciti. Inoltre, ciò non potrebbe essere un elemento differenziale tra un maggiore e un minore contenuto fraudolento (frode qualificata o semplice), dal momento che proprio la combinazione tra diverse operazioni lecite e il loro svolgersi in determinati tempi e in determinati luoghi potrebbe dar vita a un artificio con elevata potenzialità decettiva.

Rimane, inoltre, un elemento che continua a sollevare perplessità: quello dell'asserita depenalizzazione. I casi, infatti, sono due. Le condotte caratterizzate da una minore portata

⁴⁹⁸ Così PREZIOSI, *La manipolazione*, cit., p. 203.

offensiva e una limitata decettività, tali dunque da non soddisfare i requisiti richiesti per l'integrazione dell'illecito penale, non potevano essere punite ai sensi del delitto di manipolazione nemmeno prima della cd. depenalizzazione, non soddisfacendone i requisiti minimi. Tali condotte, dunque, erano e rimangono irrilevanti ai fini dell'illecito penale, che non ha mutato la sua estensione. Le condotte che, invece, presentano una maggiore offensività e dunque sono concretamente idonee a determinare una sensibile alterazione dei prezzi, erano e rimangono penalmente rilevanti. Non si vede, dunque, quali siano gli effetti di depenalizzazione introdotti dalla l. n. 62/2005, potendo essa al più avere esteso l'ambito di punibilità, seppure con sanzione amministrativa, delle condotte caratterizzate da una minore portata offensiva. Una interpretazione diversa, nel senso di limitare una interpretazione estensiva che, prima della l. n. 62/2005, cercasse di attirare nell'orbita dell'illecito penale anche condotte non caratterizzate da quella spiccata offensività che appare indefettibile per l'applicazione della sanzione più gravosa, non sembra trovi riscontro nella prassi né che sia sostenibile, alla luce della formulazione letterale della disposizione, che è rimasta sostanzialmente invariata.

In seguito a tutte le considerazioni svolte, sembra che il confine certo tra i due illeciti debba essere desunto in primo luogo dalla loro interpretazione letterale. Elementi differenziali, quindi, sono la maggiore attitudine lesiva e la maggiore prossimità all'offesa espresse dalle condotte riconducibili all'illecito penale⁴⁹⁹. Esse, infatti, in base alla lettera della norma, devono essere concretamente idonee a determinare un'alterazione del prezzo, evenienza che deve essere accertata caso per caso; devono necessariamente essere sorrette dal dolo; infine, in base all'interpretazione accolta degli altri artifici e dell'art. 185 T.U.F. nel suo complesso, devono presentare oggettivamente una spiccata attitudine decettiva (che probabilmente, ma non necessariamente si rispecchierà in una significativa attitudine alterativa), che può essere ricavata anche dal significato unitario espresso da diverse condotte tra loro collegate. Una singola condotta potrebbe, astrattamente, anche essere ricondotta a entrambi gli illeciti; sarà la verifica circa la sussistenza degli elementi menzionati a orientare l'individuazione del tipo di illecito.

⁴⁹⁹ Cfr. MASUCCI, *Abusi di mercato*, cit., p. 272 sui requisiti di carattere oggettivo e soggettivo atti a individuare una soglia minima di disvalore. Sul tema v. anche CONSULICH, *La giustizia e il mercato*, cit., p. 400 ss., che correttamente individua la differenza tra i due illeciti non tanto nella diversa anticipazione della tutela, dato che sarebbero entrambi di pericolo astratto, quanto nel "carattere dimensionale che deve possedere il pericolo nella fattispecie penale". Il momento distintivo starebbe, quindi, nell'intensità dell'alterazione che la condotta descritta dall'art. 185 T.U.F. è suscettibile di produrre.

L'ipotizzabilità di un concorso tra illecito penale e amministrativo

Come si è accennato, può darsi che una medesima condotta sia potenzialmente rilevante sia ai fini dell'illecito penale che di quello amministrativo. È molto discusso come ci si debba comportare in tali casi, soprattutto in considerazione della potenziale ambiguità dell'*incipit* dell'art. 187-ter, che afferma: «Salve le sanzioni penali quando il fatto costituisca reato...».

Sul punto, due tesi fondamentali si contendono il campo.

Una prima tesi ipotizza l'esistenza o di un rapporto di specialità bilaterale⁵⁰⁰ tra le fattispecie astratte, da regolarsi in base alla disciplina generale dell'art. 9 l. n. 689/1981⁵⁰¹ (relativo al caso in cui la norma amministrativa escluda, per riscontrata specialità, quella penale), o di un concorso formale tra le stesse. Nei casi in cui sia ipotizzabile un rapporto di specialità, ai fini dell'individuazione della norma applicabile, bisognerebbe tenere conto sia della clausola di apertura dell'art. 187-ter sia dell'art. 9 citato. In particolare, quest'ultimo consentirebbe di escludere l'applicazione della sanzione penale e di applicare la sola sanzione amministrativa nelle ipotesi in cui, in ragione della specialità⁵⁰², la norma amministrativa "escluda" quella penale; la formula di apertura, invece, dovrebbe regolare tutti i casi in cui non sia ipotizzabile una specialità tra le due norme, per cui si verrebbe a creare un concorso formale tra le due figure, che andrebbe risolto secondo il criterio della consunzione⁵⁰³, in base al quale il delitto, fattispecie più grave, consuma, inglobandone il disvalore, ed esclude la figura meno grave dell'illecito amministrativo⁵⁰⁴.

⁵⁰⁰ Così PALIERO, *"Market abuse" e legislazione penale*, cit., p. 811. Critico riguardo all'ipotizzabilità di un rapporto di specialità bilaterale D'ALESSANDRO, *Fattispecie di aggio e prassi di mercato*, cit., p. 1858. In particolare, l'Autore ritiene che il fenomeno della specialità bilaterale non possa essere ricondotto né all'art. 15 c.p. né all'art. 9 l. n. 689/1981, in quanto esse «postulano una relazione logico-strutturale tra norme di cui una sia (e non "resti", dopo che si scelga la norma da applicare) generale e l'altra sia (e non "divenga", con scelta di essa come sola da applicare) speciale». Il fenomeno della specialità bilaterale dovrebbe, dunque, essere ricondotto ai rapporti di interferenza tra norme, che come tale non consente, da sola, neppure di stabilire se vi sia un concorso apparente di norme o un concorso reale di norme e di reati. Sul tema della specialità bilaterale e reciproca cfr. CONSULICH, *La giustizia e il mercato*, cit., p. 386.

⁵⁰¹ L'art. 9 stabilisce che «Quando uno stesso fatto è punito da una disposizione penale e da una disposizione che prevede una sanzione amministrativa, ovvero da una pluralità di disposizioni che prevedono sanzioni amministrative, si applica la disposizione speciale».

⁵⁰² Sul punto cfr. D'ALESSANDRO, *Fattispecie di aggio e prassi di mercato ammesse*, cit., p. 1858, che critica il richiamo alla specialità bilaterale, che non potrebbe essere ricondotta né all'art. 15 c.p. né all'art. 9 l. 689/1981.

⁵⁰³ D'ALESSANDRO, *Fattispecie di aggio*, cit., p. 1859 ritiene che la clausola di apertura dell'art. 187-ter valga come deroga espressa al criterio della consunzione e non, invece, a quello di specialità, che non potrebbe trovare applicazione in ragione delle significative differenze riscontrabili tra i due illeciti.

⁵⁰⁴ Così PALIERO, *"Market abuse" e legislazione penale*, cit., p. 811. Nel senso dell'impossibilità del cumulo tra le due sanzioni anche DI AMATO, *Gli abusi di mercato*, cit., p. 2007; PREZIOSI, *La manipolazione*, cit., p. 208

Una seconda opzione, al contrario, interpreta la norma in commento come una deroga al principio di specialità⁵⁰⁵, condividendo la tesi del concorso formale di fattispecie, temperato dal divieto di duplicazione della sanzione pecuniaria stabilito dall'art. 187-*terdecies* T.U.F.⁵⁰⁶.

La prima soluzione – che ritiene i due illeciti sussistenti in via alternativa - è sostenuta anche da quanti ritengono, condivisibilmente, di poter graduare la rispettiva portata offensiva e di poterli differenziare già sul piano di una diversa artificiosità⁵⁰⁷.

Tuttavia, non sono mancate voci critiche nei confronti di una simile impostazione. Innanzitutto, il criterio basato su un differente grado di artificiosità nei due tipi di illeciti è stato considerato non praticabile, in quanto l'artificio non sarebbe declinabile per gradi di insidiosità all'interno del mercato finanziario⁵⁰⁸. Come già si evidenziato, tali critiche sono condivisibili ma non tali da intaccare la ragionevolezza di un tentativo di distinzione, che si può comunque fondare su criteri ulteriori e diversi, quali la diversa attitudine offensiva e prossimità della lesione.

Tuttavia, prendendo in considerazione la formula nel suo aspetto letterale, sembra di dover optare per la possibile applicazione congiunta della sanzione amministrativa e di quella penale. Questo, infatti, è il significato letterale della clausola di apertura; inoltre, quando il legislatore ha inteso stabilire un rapporto di specialità ha fatto ricorso ad altre formule, quali “salvo che il fatto costituisca reato” o, nel caso di rapporto tra più fattispecie penali, “salvo che il fatto costituisca più grave reato”.

ss.; MELCHIONDA, *Aggiotaggio*, cit., p. 264 sembra propendere per la tesi dell'alternatività tra i due illeciti e per l'applicabilità del principio della consunzione, anche se lascia aperta la questione. Sembra orientata nel medesimo senso anche Cass. Pen., sez. VI, 16.3.2006 (dep. 3.5.2006) n. 15199.

⁵⁰⁵ PREZIOSI, *La manipolazione*, cit., p. 208 ritiene che si tratti, effettivamente, di una deroga al principio di specialità, ma che essa vada intesa nel senso che, specialità o meno, in caso di interferenza e sussistendone i presupposti, dovrebbe prevalere l'illecito penale. Tale opzione consentirebbe di superare i problemi di razionalità derivanti da un concorso tra i due illeciti, ma *de jure condito* non sembra sostenibile, per le ragioni che si vedranno oltre.

⁵⁰⁶ CONSULICH, *La giustizia e il mercato*, cit., p. 399, che argomenta tale soluzione anche analizzando i rapporti tra i due illeciti e conclude nel senso che in presenza della sensibile alterazione del prezzo (chiaramente nei casi in cui il fatto sia riconducibile anche alla lettera dell'illecito amministrativo) verranno realizzati sia l'illecito penale che quello amministrativo. LUNGHINI, *La manipolazione del mercato*, cit., p. 1479; ROSSI, *Le fattispecie penali*, cit., p. 2644, che appare critica nei confronti delle scelte del legislatore.

⁵⁰⁷ PREZIOSI, *La manipolazione*, cit., p. 195 ss. ipotizza di poter graduare l'artificiosità. Con specifico riguardo agli “altri artifici”, rilevanti sia in sede penale che amministrativa, TRIPODI, *Artt. 180-187-*quaterdecies**, cit., p. 2551 ipotizza che un discrimine possa essere individuato – oltre che sulla diversa attitudine offensiva – sul diverso disvalore attribuibile alla condotta in sé, nel senso della rilevanza penale della sola artificiosità intrinseca e della rilevanza in sede amministrativa anche dell'artificiosità da contesto.

⁵⁰⁸ Cfr. CONSULICH, *La giustizia e il mercato*, cit., p. 395 ss., il quale sottolinea che «se l'insidiosità dell'artificio si misura, in una relazione tra individui, a partire dal grado di vulnerabilità della vittima all'inganno, in un contesto finanziario l'inganno appare standardizzato e monolitico e la sua gradazione appare impossibile, in considerazione del contesto spersonalizzato in cui avviene il fatto».

Non sembra, dunque, infondata la tesi di chi⁵⁰⁹ si ferma al dato letterale e ritiene possibile il cumulo tra le sanzioni. Una tale conclusione sarebbe, inoltre, avvalorata anche dalle previsioni di cui agli artt. 187-*duodecies* e 187-*terdecies* T.U.F.⁵¹⁰, che dettano disposizioni per il caso in cui sia il procedimento penale che quello amministrativo si instaurino e giungano a conclusione in relazione ai medesimi fatti⁵¹¹.

Quanto alla prima, essa non appare necessariamente un limite invalicabile per la tesi che ritiene necessario ritenere integrato un solo illecito per volta. Può ben darsi, infatti, che il procedimento penale e quello amministrativo abbiano luogo contemporaneamente per verificare la sussistenza dei presupposti dei relativi illeciti e che, al termine di entrambi, qualora dovessero ritenersi sussistenti gli elementi di entrambe le ipotesi di illecito (perché si tratta di un caso concreto riconducibile ad entrambi), si opti poi per l'applicazione della sola pena più grave, creando un coordinamento *ex post*.

L'art. 187-*terdecies*, invece, dovrebbe applicarsi nelle ipotesi in cui sia stata pronunciata condanna sia in sede penale che amministrativa: in questi casi, qualora il condannato abbia già provveduto al pagamento della sanzione pecuniaria amministrativa, dovrà versare soltanto la differenza rispetto alla (maggiore) sanzione pecuniaria penale e, in questo modo, finirà sostanzialmente per pagare una cifra pari alla multa applicata in sede penale. Nessuna menzione si fa dell'eventuale reclusione, che però, qualora prevista, dovrà rimanere senza dubbio ferma. Sebbene parte della dottrina abbia ritenuto tale disposizione espressione del principio della consunzione, non sembra che tale conclusione sia da condividere⁵¹². Se il legislatore regola il caso in cui vengano irrogate contemporaneamente una pena e una sanzione amministrativa, è evidente che ritiene possibile che lo stesso fatto sia rilevante per entrambi i tipi di illecito. Ferma restando la sussistenza di entrambi, dunque, interviene per limitare l'afflittività delle sanzioni, che diversamente raggiungerebbe soglie elevatissime. Se, dunque,

⁵⁰⁹ LUNGHINI, *La manipolazione del mercato*, cit., p. 1479.

⁵¹⁰ Art. 187-*duodecies* (Rapporti tra procedimento penale e procedimento amministrativo e di opposizione)

1. Il procedimento amministrativo di accertamento e il procedimento di opposizione di cui all'articolo 187-septies non possono essere sospesi per la pendenza del procedimento penale avente ad oggetto i medesimi fatti o fatti dal cui accertamento dipende la relativa definizione.

Art. 187-*terdecies* (Esecuzione delle pene pecuniarie e delle sanzioni pecuniarie nel processo penale)

1. Quando per lo stesso fatto è stata applicata a carico del reo o dell'ente una sanzione amministrativa pecuniaria ai sensi dell'articolo 187-septies, la esazione della pena pecuniaria e della sanzione pecuniaria dipendente da reato è limitata alla parte eccedente quella riscossa dall'Autorità amministrativa. Sull'interpretazione delle disposizioni in esame cfr. TERZI, *Rilevi critici in tema di manipolazione*, cit., p. 1107.

⁵¹¹ Sul punto cfr. D'ALESSANDRO, *Fattispecie di aggio e prassi di mercato ammesse*, cit., p. 1858.

⁵¹² Ipotizza che l'art. 187-*terdecies* possa rappresentare un'espressione del criterio della consunzione MELCHIONDA, *Aggio*, cit., p. 264, anche se sottolinea come gli aumenti sanzionatori introdotti dalla legge 262/2005 (raddoppio della sanzione penale e quintuplicazione di quella amministrativa) possano aver intaccato una tale lettura.

l'art. 187-*duodecies* e, forse, anche la clausola di apertura dell'art. 187-*ter* potrebbero essere interpretati nel senso di escludere un concorso tra i due illeciti, questa lettura sembra radicalmente esclusa dall'esistenza dell'art. 187-*terdecies*, che non si spiegherebbe se il legislatore non avesse considerato la possibilità di un concorso tra illecito penale ed amministrativo.

È chiaro che, indipendentemente dal livello sanzionatorio – che, come si è notato, è molto elevato anche con riferimento al solo illecito penale – un sistema così strutturato non può non destare perplessità.

L'applicazione congiunta di una sanzione amministrativa e una penale rappresenta un'eccezione all'interno del sistema ed è difficile da giustificare, dal momento che altera i normali rapporti tra i diversi tipi di illeciti. Se l'offesa arrecata, infatti, è tanto grave da richiedere l'intervento dello strumento più gravoso, in questo caso peraltro dotato di sanzioni già in sé molto temibili, non si vede quali ragioni diverse dalla prevenzione negativa possano giustificare il contestuale mantenimento della sanzione amministrativa.

Oltre che della legittimità, sembra di dover dubitare della ragionevolezza di un sistema così congegnato; forse il legislatore ha voluto fare ricorso ad entrambi gli strumenti in ragione di una “razionalità di scopo”⁵¹³: la sanzione amministrativa servirebbe a garantire l'effettività, mentre quella penale l'effetto stigmatizzante e simbolico. La minaccia di una doppia sanzione avrebbe, inoltre, l'effetto di intimorire i consociati e offrirebbe una maggiore probabilità che, dei due processi instaurati, almeno uno “vada a buon fine”⁵¹⁴; al costo, però, di una duplicazione delle spese e dell'impegno processuale non solo da parte delle autorità statali ma anche del soggetto indagato⁵¹⁵.

⁵¹³ V. PREZIOSI, *La manipolazione*, cit., p. 206

⁵¹⁴ Sul tema cfr. FLICK, *Cumulo tra sanzioni penali e amministrative: doppio binario o binario morto? (“Materia penale”, giusto processo e ne bis in idem nella sentenza della Corte EDU, 4 marzo 2014, sul market abuse)*, in *Riv. Soc.*, fasc. 5, 2014, p. 953, che definisce il sistema sanzionatorio delineato dal legislatore italiano “ipermuscolare ed efficientista”; a parere dell'Autore, «l'obiettivo è “garantire un risultato”: colpire prontamente i responsabili degli abusi di mercato con un robusto “pacchetto” di sanzioni, applicato con il più snello procedimento amministrativo (...) e connotate tendenzialmente da un maggior grado di indefettibilità (...), lasciando, poi, al processo penale il compito di “rincarare”, *lento pede*, la dose».

⁵¹⁵ Va evidenziato che i rapporti tra autorità giudiziaria e Consob devono essere costanti fin dalla notizia del possibile compimento di un illecito. Così stabilisce l'art. 187-*decies* (Rapporti con la magistratura):

«1. Quando ha notizia di uno dei reati previsti dal capo II il pubblico ministero ne informa senza ritardo il Presidente della Consob.

2. Il Presidente della Consob trasmette al pubblico ministero, con una relazione motivata, la documentazione raccolta nello svolgimento dell'attività di accertamento nel caso in cui emergano elementi che facciano presumere la esistenza di un reato. La trasmissione degli atti al pubblico ministero avviene al più tardi al termine dell'attività di accertamento delle violazioni delle disposizioni di cui al presente titolo, capo III.

3. La Consob e l'autorità giudiziaria collaborano tra loro, anche mediante scambio di informazioni, al fine di agevolare l'accertamento delle violazioni di cui al presente titolo anche quando queste non costituiscono reato. A tale fine la Consob può utilizzare i documenti, i dati e le notizie acquisiti dalla Guardia di finanza

La dottrina maggioritaria, in effetti, opta per la soluzione dell'applicazione congiunta delle due sanzioni⁵¹⁶. Tuttavia, anche chi conclude in tal senso non manca di criticare la scelta legislativa sotto i profili della ragionevolezza, sussidiarietà e proporzione. La disciplina in oggetto non sarebbe, però incostituzionale: essa contrasterebbe solo apparentemente con il principio del *ne bis in idem* sostanziale, dal momento che l'art. 187-terdecies impedirebbe, in ogni caso, l'effetto di duplicazione delle sanzioni⁵¹⁷.

È evidente, comunque, che la possibile applicazione congiunta dei due illeciti non significa che questa debba essere la regola: può ben darsi che una operazione astrattamente riconducibile sia all'illecito amministrativo che a quello penale (per esempio una manipolazione informativa) presenti, nel caso di specie, gli elementi di uno solo dei due illeciti. La rilevanza per uno dei due rami dell'ordinamento nulla direbbe, dunque, circa la rilevanza per l'altro.

Ciascuno dei due illeciti presenta, infatti, alcuni elementi specializzanti rispetto all'altro: si pensi alla necessaria idoneità alterativa per quello penale, o alla rilevanza anche delle informazioni o voci false o fuorvianti per quello amministrativo. Alcune condotte, invece,

nei modi e con le forme previsti dall'articolo 63, primo comma, del decreto del Presidente della Repubblica 26 ottobre 1972, n. 633, e dall'articolo 33, terzo comma, del decreto del Presidente della Repubblica 29 settembre 1973, n. 600».

Al riguardo non si può non sottolineare, tuttavia, come il ruolo svolto dalla Consob sia, forse, fin troppo ampio e di rilievo. Infatti, tale organo governa il procedimento amministrativo, svolgendo sia una funzione istruttoria che decisoria e interviene nel procedimento penale svolgendo funzioni diverse (in particolare, trasmette la notizia di reato al P.M. e si può costituire parte civile). Se tali previsioni sono utili perché garantiscono un coordinamento, un confronto e una coerenza tra i due procedimenti, che riguardano lo stesso fatto, d'altra parte c'è il rischio che l'individuazione dell'ambito di rilevanza, penale o amministrativo (o magari tutti e due) del fatto venga rimessa in concreto all'autorità amministrativa, che gode di conoscenze tecniche sicuramente più ampie rispetto all'autorità giudiziaria. Sul tema cfr. LUNGHINI, *L'aggiotaggio (uso e consumo) e il ruolo della Consob*, in *Riv. Soc.*, fasc. 2-3, 2007, p. 482; TERZI, *Rilievi critici*, cit., p. 1108; VIZZARDI, *Manipolazione del mercato*, cit., p. 709. Per un approfondimento sul ruolo della Consob v. CONSULICH, *Ex facto oritur ius criminale?*, cit., in particolare pp. 281-286; CRESPI, *Manipolazione del mercato e manipolazione di norme incriminatrici*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2009, I, p. 207 ss.; D'ALESSANDRO, *Regolatori del mercato, enforcement e sistema penale*, Torino, 2014, in particolare p. 255 ss.

⁵¹⁶ CERQUA, *Reati di aggiotaggio*, cit., p. 903; CONSULICH, *La giustizia e il mercato*, cit., p. 398; D'ALESSANDRO, *Fattispecie di aggiotaggio e prassi di mercato ammesse*, cit., p. 1859; LUNGHINI, *La manipolazione del mercato*, cit., p. 1479; ROSSI, *Le fattispecie*, cit., p. 1644; TERZI, *Rilievi critici in tema di manipolazione del mercato*, in *Riv. Pen.*, 2008, p. 1107 ss.; VIZZARDI, *Manipolazione del mercato*, cit., p. 709;

⁵¹⁷ D'ALESSANDRO, *Fattispecie di aggiotaggio e prassi di mercato ammesse*, cit., p. 1860. Tuttavia la CEDU, nella notissima sentenza Grande Stevens, ha ritenuto violato il principio del *ne bis in idem* sostanziale. Cfr. D'ALESSANDRO, *Regolatori del mercato, enforcement e sistema penale*, cit., p. 218 ss.; ALESSANDRI, *Prime riflessioni sulla decisione della Corte Europea dei Diritti dell'Uomo riguardo alla disciplina italiana degli abusi di mercato*, in *Giur. Comm.*, fasc. 5, 2014, p. 855 ss.; FLICK, *Cumulo tra sanzioni penali e amministrative*, cit., p. 953 ss.; FLICK NAPOLEONI, *A un anno di distanza dall'affaire Grande Stevens: dal bis in idem all'e pluribus unum?*, in *Riv. Soc.*, fasc. 5, 2015, p. 868 ss.; TRIPODI, *Uno più uno (a Strasburgo) fa due. L'Italia condannata per violazione del ne bis in idem in tema di manipolazione del mercato*, in www.penalecontemporaneo.it, 9 marzo 2014; VIGANO', *Ne bis in idem e contrasto agli abusi di mercato: una sfida per il legislatore e i giudici italiani*, in www.penalecontemporaneo.it, 8 febbraio 2016.

sono perfettamente coincidenti, come per esempio la diffusione di notizie false: in questo caso sembra che la sussistenza di tutti i presupposti necessari per integrare la fattispecie penale porti con sé automaticamente anche la sussistenza dell'illecito amministrativo.

In sede interpretativa il giudice dovrà valutare la sussistenza dei presupposti nella maniera più restrittiva possibile in maniera da limitare i casi di concorso; inoltre, la distinzione e la graduazione tra i due tipi di illecito dovrà essere fondata innanzitutto sulla loro diversa portata offensiva e prossimità rispetto alla possibile lesione.

I “motivi legittimi” e le prassi di mercato ammesse

In coerenza con quanto previsto in sede europea fin dalla Direttiva 2003/6/CE⁵¹⁸, il co. 4 dell'art. 187-ter afferma che non possa essere assoggettato a sanzione amministrativa in

⁵¹⁸ Riferimenti alle prassi ammesse sono contenuti in diversi articoli della Direttiva; per esempio l'art. 1 n. 5 afferma che "prassi di mercato ammesse" sono quelle di cui è ragionevole attendersi l'esistenza in uno o più mercati finanziari e ammesse dalla competente autorità in conformità delle linee direttrici adottate dalla Commissione secondo la procedura prevista dall'articolo 17, paragrafo 2. Importanti riferimenti sono contenuti, inoltre, nel Regolamento UE n. 596/2014 e in particolare al 42° Considerando: «Fatte salve la finalità del presente regolamento e le sue disposizioni direttamente applicabili, una persona che compie operazioni o inoltra ordini di compravendita che possano essere configurati come manipolazione del mercato può essere in grado di dimostrare che le sue motivazioni per compiere tali operazioni o inoltrare tali ordini erano legittime, e che dette operazioni e ordini erano conformi alle prassi ammesse sul mercato in questione. Una prassi di mercato ammessa può essere determinata solo dall'autorità competente responsabile della sorveglianza degli abusi di mercato per il mercato interessato. Una prassi ammessa in un determinato mercato non può essere considerata applicabile ad altri mercati, a meno che le autorità competenti di tali altri mercati non abbiano ufficialmente accettato tale prassi. Si può tuttavia reputare che si sia verificata una violazione qualora l'autorità competente stabilisca l'esistenza di un'altra motivazione, illegittima, alla base delle operazioni o degli ordini»; v. inoltre l'art. 13: «Prassi di mercato ammesse: 1. Il divieto di cui all'articolo 15 non si applica alle attività di cui all'articolo 12, paragrafo 1, lettera a), a condizione che la persona che avvia un'operazione, colloca un ordine di compravendita o s'impegna in qualsiasi altra condotta stabilisca che tale operazione, ordine o condotta sono giustificati da legittimi motivi e sono conformi a una pratica di mercato ammessa, come stabilito a norma del presente articolo. 2. Un'autorità competente ha la facoltà di istituire una prassi di mercato ammessa tenendo conto dei seguenti criteri: a) la prassi di mercato prevede o meno un notevole grado di trasparenza rispetto al mercato; b) la prassi di mercato assicura o meno un elevato livello di garanzie del gioco delle forze di mercato e della corretta interazione tra offerta e domanda; c) la prassi di mercato ha o meno un impatto positivo sulla liquidità e sull'efficienza del mercato; d) la prassi di mercato tiene conto o meno del meccanismo di negoziazione sul mercato interessato e permette ai partecipanti al mercato di reagire in modo tempestivo e adeguato alla nuova situazione di mercato creata da tale prassi; e) la prassi di mercato non crea o meno rischi per l'integrità dei mercati direttamente o indirettamente connessi, regolamentati o meno, su cui è negoziato lo stesso strumento finanziario in tutta l'Unione; f) l'esito di eventuali indagini sulla prassi di mercato in questione svolte da un'autorità competente o da altra autorità, in particolare inerenti al fatto che detta prassi abbia violato o meno norme o regole intese a prevenire gli abusi di mercato, ovvero codici di condotta, indipendentemente dal fatto che esse riguardino il mercato rilevante o mercati direttamente o indirettamente connessi nell'Unione; e g) le caratteristiche strutturali del mercato interessato, tra l'altro il carattere regolamentato o non regolamentato, il tipo di strumenti finanziari negoziati e il tipo di partecipanti

relazione agli illeciti indicati al co. 3, lett. a) e b)⁵¹⁹ chi dimostri di avere agito per motivi legittimi e in conformità alle prassi di mercato ammesse nel mercato interessato.

Tale previsione appare particolarmente controversa, dal momento che non è chiaro se sia estendibile anche all'ambito penale e, in questo caso, che natura abbia: è, infatti, discusso se si tratti di una causa di esclusione della tipicità, di una scusante, o di una causa di giustificazione, qualificazioni dalle quali derivano importanti conseguenze⁵²⁰.

Appare in primo luogo indispensabile individuare i casi di cui si tratta; in secondo luogo, si dovrà riflettere sulla qualificazione giuridica di tali ipotesi e sulla loro eventuale estendibilità all'illecito penale.

La legittimità dei motivi non è definita né dal legislatore interno⁵²¹ né da quello europeo; in generale, si può dire che il significato economico lecito e le motivazioni con esso coerenti escludono la illegittimità dei motivi, consentendo le fluttuazioni del mercato⁵²². Tuttavia, non appare chiarissimo il criterio discrezionale idoneo a distinguere le manovre lecite da quelle illecite: parte della dottrina ritiene, per esempio, che con riguardo agli altri artifici la verifica in concreto circa l'attitudine fraudolenta dei mezzi varrà a distinguere le operazioni lecite da quelle sanzionabili⁵²³. Tale opinione non sembra, però, condivisibile, dal momento che il criterio proposto sembra attenere già a monte alla distinzione tra fatto tipico e non tipico; inoltre, non bisogna dimenticare che i motivi legittimi valgono ad escludere la punibilità

al mercato, inclusa la quota di partecipazione al mercato dell'investitore al dettaglio. Una pratica di mercato che sia stata ammessa da un'autorità competente quale prassi di mercato ammessa in un dato mercato non è considerata applicabile ad altri mercati, salvo che le autorità competenti di tali altri mercati abbiano ammesso la prassi ai sensi del presente articolo».

⁵¹⁹ Si tratta delle: a) operazioni od ordini di compravendita che forniscano o siano idonei a fornire indicazioni false o fuorvianti in merito all'offerta, alla domanda o al prezzo di strumenti finanziari; b) operazioni od ordini di compravendita che consentono, tramite l'azione di una o di più persone che agiscono di concerto, di fissare il prezzo di mercato di uno o più strumenti finanziari ad un livello anomalo o artificiale.

⁵²⁰ Per esempio, in tema di necessità, per l'agente, di rappresentarsene i presupposti; di estendibilità a tutti i concorrenti; di rilevanza dell'erronea supposizione della sua esistenza, risarcibilità del danno, sopravvivenza delle pene accessorie e degli effetti penali. Sul punto cfr. CONSULICH, *Ex facto oritur ius criminale?*, cit., p. 286 ss. che sviluppa il proprio lavoro, incentrato principalmente sul tipo di qualifica da attribuire alla causa di non punibilità, a partire da "quella particolare forma di *vulnus* della legalità penale rappresentata dalla indeterminatezza della giustificazione". Il tema delle carenze sotto il profilo del principio di legalità in relazione alle cause di non punibilità appare di sicuro rilievo e viene sviluppato con un elevato livello di approfondimento; tuttavia non appare inoppugnabile la premessa su cui le considerazioni si fondano, e cioè quella della pacifica estendibilità dei "motivi legittimi" e delle prassi di mercato ammesse anche all'illecito penale.

⁵²¹ CONSULICH, *La giustizia e il mercato*, cit., p. 218 segnala la formalizzazione, in alcuni Paesi, dei motivi legittimi che valgono ad escludere la responsabilità dell'operatore.

⁵²² Così FONDAROLI, *L'illecito amministrativo*, cit., p. 152.

⁵²³ FONDAROLI, *L'illecito amministrativo*, cit., p. 152, che fa riferimento a PEDRAZZI, *Problemi del delitto di aggio*, cit., p. 95.

a titolo di illecito amministrativo, illecito, dunque, per il quale non è nemmeno richiesta la spiccata attitudine decettiva che appare indispensabile per quello penale.

La maggioranza degli Autori⁵²⁴ ritiene che il cd. aggio di difesa⁵²⁵ (orientato a contrastare altrui manovre illecite sui propri titoli) possa considerarsi legittimo, così come confermato dal 33° Considerando della direttiva 2003/6/CE, che esclude dall'area degli abusi di mercato la "stabilizzazione degli strumenti finanziari o il commercio in azioni proprie o in programmi di riacquisto".

Per quanto riguarda le prassi di mercato ammesse, esse devono essere individuate – e, si specifica, costantemente aggiornate - dalle autorità competenti dei singoli Stati secondo le indicazioni contenute prima nell'art. 2 della direttiva 2004/72/CE e poi nel Regolamento UE 596/2014 all'art. 13. Considerata l'integrazione tra i mercati e la transnazionalità degli scambi, si ritiene che la prassi riconosciuta dall'autorità di un altro Stato europeo debba considerarsi ammessa se la transazione debba avere efficacia sul mercato mobiliare di quel Paese⁵²⁶.

L'art. 180 T.U.F. alla lett. c) definisce le prassi di mercato ammesse come quelle "prassi di cui è ragionevole attendersi l'esistenza in uno o più mercati finanziari e ammesse o individuate dalla Consob in conformità alle disposizioni di attuazione della direttiva 2003/6/CE, del Parlamento europeo e del Consiglio, del 28 gennaio 2003".

L'introduzione delle prassi ammesse è volta ad evitare una sanzione per i comportamenti che, pur integrando astrattamente la manipolazione del mercato, in presenza di determinate condizioni devono considerarsi leciti, anche per non sortire l'effetto, negativo, di immobilizzare il mercato⁵²⁷.

Al fine di adeguarsi a quanto richiesto dalla Direttiva 2003/6/CE – poi specificato dal citato regolamento Regolamento UE 596/2014 - la Consob ha stabilito i criteri di ammissibilità ed individuazione delle prassi rilevanti negli artt. 40-42 del Regolamento Mercati⁵²⁸, da cui sembra di desumere che esse vengono ammesse in quanto non incidono

⁵²⁴ Per esempio FONDAROLI, *L'illecito amministrativo*, cit., p. 152; LUNGHINI, *La manipolazione*, cit., p. 1478; VIZZARDI, *Manipolazione del mercato*, cit., p. 719.

⁵²⁵ Sulla problematica qualificazione di questa ipotesi v. già PEDRAZZI, *Problemi del delitto*, cit., p. 71.

⁵²⁶ Così CONSULICH, *La giustizia e il mercato*, cit., p. 220 ss.

⁵²⁷ Sul tema VIZZARDI, *Manipolazione del mercato*, cit., p. 718-719; l'Autore sottolinea l'importanza di tale clausola in considerazione del fatto che il mercato finanziario conosce alcune operazioni speculative, normalmente accettate, che condividono tratti delle condotte manipolative vere e proprie: un esempio sarebbe quello dei *cross orders*, cioè ordini di segno opposto provenienti dallo stesso operatore, che sono leciti quando sono realizzati nel rispetto delle regole del mercato, ma che possono degenerare negli *improper matched orders*, dalla spiccata valenza ingannatoria.

⁵²⁸ Adottato con delibera n. 16191 del 29 ottobre 2007. In particolare, l'art. 40 indica i criteri per l'ammissione delle prassi: 1. Ai fini dell'applicazione degli articoli 181, comma 2, e 187-ter, comma 4, del Testo Unico la Consob nel valutare l'ammissibilità di una prassi di mercato di cui all'articolo 180, comma 1, lettera c) del Testo Unico tiene conto dei seguenti criteri non esaustivi: a) il grado di trasparenza della prassi

sulla corretta rappresentazione della situazione del mercato, non alterano il suo funzionamento e non ne limitano la liquidità.

Va osservato che dall'art. 187-ter co. 4 si deduce l'esistenza di un'inversione dell'onere della prova; di conseguenza spetterà all'interessato dimostrare non solo il fondamento della prassi, ma anche la legittimità dello scopo perseguito⁵²⁹. Dal 20° considerando della direttiva

rispetto all'intero mercato; b) la necessità di salvaguardare il regolare funzionamento del mercato e la regolare interazione fra la domanda e l'offerta; c) il livello di impatto della prassi sulla liquidità e sull'efficienza del mercato; d) il grado in cui la prassi tiene conto dei meccanismi di negoziazione dei mercati interessati e permette ai partecipanti al mercato di reagire prontamente e adeguatamente alla nuova situazione creata dalla prassi stessa; e) il rischio inerente alla prassi per l'integrità dei mercati direttamente o indirettamente connessi, regolamentati o no, su cui è negoziato lo stesso strumento finanziario in tutta la Comunità; f) l'esito di eventuali indagini sulla prassi di mercato, svolta da un'autorità competente o da altra autorità di cui all'articolo 12, paragrafo 1, della direttiva 2003/6/CE, con particolare riguardo alle ipotesi in cui la prassi abbia violato norme e regole dirette a prevenire gli abusi di mercato, ovvero codici di condotta, sul relativo mercato o su mercati direttamente o indirettamente connessi nella Comunità; g) le caratteristiche strutturali del mercato interessato, ivi compresa la circostanza che trattasi di mercato regolamentato o no, il tipo di strumenti finanziari negoziati e il tipo di operatori, con particolare riguardo alla quota di partecipazione al mercato degli investitori al dettaglio. 2. Nel tener conto della condizione prevista al comma 1, lettera b), la Consob analizza in particolare l'impatto della prassi rispetto ai principali parametri di mercato, quali le specifiche condizioni del mercato prima di porre in essere tale prassi, la formazione del prezzo medio ponderato di una singola sessione o del prezzo di chiusura giornaliero. 3. Non si considerano inammissibili le prassi di mercato ed in particolare le prassi nuove ed emergenti per il solo fatto che le stesse non sono state ancora ammesse. 4. La Consob riesamina regolarmente le prassi che ha ammesso, tenendo anche conto dei cambiamenti significativi del contesto del mercato interessato, quali modifiche delle regole di negoziazione o dell'infrastruttura del mercato.

L'art. 41, invece, indica le procedure per l'ammissione delle prassi: 1. Ai fini dell'ammissione di una prassi di mercato ovvero della valutazione del riesame dell'ammissibilità di una prassi precedentemente ammessa, la Consob avvia, anche su segnalazione dei soggetti interessati, una procedura di consultazione acquisendo il parere: a) degli organismi pertinenti, quali i rappresentanti degli emittenti, dei soggetti abilitati, dei consumatori, di altre autorità, delle società che gestiscono i mercati; b) di autorità competenti estere quando esistono mercati comparabili, ad esempio, per struttura, scambi e tipo di operazioni. 2. La Consob pubblica le decisioni adottate, corredate di una descrizione appropriata della prassi oggetto di valutazione. Tale pubblicazione include una descrizione dei criteri presi in considerazione per la decisione, in particolare qualora siano state raggiunte conclusioni diverse da quelle di altri Stati comunitari. 3. La Consob trasmette senza indugio le decisioni adottate al Committee of European Securities Regulators (Cesr). 4. La Consob pubblica, indicando il mercato di riferimento, l'elenco aggiornato delle prassi ammesse in Italia ai sensi dell'articolo 180, comma 1, lettera c), del Testo unico e delle prassi ammesse negli altri Stati comunitari individuate sulla base dell'elenco pubblicato dal Committee of European Securities Regulators (Cesr). L'elenco pubblicato dalla Consob contiene anche una sezione relativa alle prassi che la Consob ha ritenuto non ammissibili. 5. Qualora siano già state avviate indagini su ipotesi di violazione delle disposizioni indicate nel Titolo I-bis della Parte V del Testo Unico attinenti alla prassi in questione, la procedura di consultazione di cui al presente articolo può essere rinviata fino al termine delle indagini o delle eventuali relative sanzioni. 6. Una prassi ammessa a seguito della procedura di consultazione prevista dal presente articolo può essere modificata solo a seguito della stessa procedura di consultazione.

⁵²⁹ Su questo aspetto specifico cfr. AMATI, *La disciplina degli abusi di mercato*, cit., p. 221; LUNGHINI, *La manipolazione del mercato*, cit., p. 1478, che al riguardo parla di un requisito oggettivo e uno soggettivo.

2003/6/CE deriva che i due requisiti sono cumulativi, dal momento che “potrebbe tuttavia essere comminata una sanzione qualora l’autorità competente stabilisca l’esistenza di un’altra motivazione, illegittima, alla base delle operazioni o degli ordini di compravendita”.

Chiarito a grandi linee che cosa si intende per “motivi legittimi” e “prassi di mercato ammesse”, occorre ipotizzare una qualificazione giuridica per essi e valutare se siano estendibili alla fattispecie di reato.

Parte della dottrina⁵³⁰ ritiene, sulla base del generale principio di ragionevolezza, che imporrebbe l’estensione all’illecito più grave della maggior determinatezza che caratterizza quello meno grave, che l’esclusione non possa non avere efficacia anche in ordine ai reati⁵³¹. Secondo questa opinione sarebbe, infatti, irragionevole che un fatto sia irrilevante come manipolazione del mercato in sede amministrativa e rilevi, invece, per l’omologo delitto. Altro argomento in questo senso potrebbe essere attinto dalla premessa alla comunicazione del 29 novembre 2005 della Consob in tema di esempi di manipolazioni del mercato e operazioni sospette, la quale ammette che alcuni comportamenti, sebbene inclusi nelle esemplificazioni proposte, “possono risultare di fatto leciti se, ad esempio, determinati da motivazioni del tutto legittime” e “conformi a quanto previsto dalle leggi e dai regolamenti”.

Nel senso dell’estendibilità è orientato anche il Tribunale di Milano⁵³², che vi fa espresso riferimento salvo, poi, escludere, nel caso di specie, la ricorrenza dei relativi parametri.

⁵³⁰ CONSULICH, *La giustizia e il mercato*, cit., p. 223 ss.; AMATI, *La disciplina degli abusi di mercato*, cit., p. 222; LUNGHINI, *La manipolazione del mercato*, cit., p. 1478 ss.

⁵³¹ AMATI, *La disciplina degli abusi di mercato*, cit., p. 222; CONSULICH, *Ex facto oritur ius criminale?: le prassi di mercato ammesse, tra crisi della legge e legalità della giustificazione*, in *Riv. Soc.*, fasc. 2-3, 2011, p. 286 ss.; LUNGHINI, *La manipolazione del mercato*, cit., p. 1478, il quale nello specifico afferma che «da norma risulta interessante in quanto aiuta a definire quella linea estremamente labile di confine che separa l’area di rilevanza penale-amministrativa e quella di libera iniziativa economico-speculativa». Questa osservazione è pienamente condivisibile. Di fatto, in base alla attuale formulazione delle disposizioni, può accadere che risulti sussumibile nell’illecito penale anche una condotta che persegue semplicemente fini speculativi (e il problema sembra proprio quello di riuscire a distinguere una condotta sorretta da un fine speculativo lecito, che tuttavia può ben contenere un elemento ingannatorio, da quelle caratterizzate da un fine lecito); tuttavia sembra che, almeno in via interpretativa, sia possibile (e necessario) cercare di graduare il rilievo delle condotte come segue: per quelle più gravi, caratterizzate da una spiccata valenza fraudolenta e da un significativo disvalore, dovrebbe applicarsi l’illecito penale; per quelle meno pericolose per il bene tutelato ma che tuttavia determinano delle turbative a un “regolare” meccanismo degli scambi, l’illecito amministrativo; per quelle, tra queste ultime, che perseguono fini leciti o rientrano in una prassi ammessa, dovrebbe essere esclusa qualsiasi sanzione. Proprio il riferimento congiunto a un elemento oggettivo e a uno soggettivo fa pensare, infatti, all’elisione del disvalore di evento e di quello di azione. È evidente che una maggiore certezza nei rispettivi ambiti applicativi sarebbe indispensabile e per tale motivo si auspica un intervento legislativo chiarificatore. Nel senso che l’unico criterio utile per distinguere le operazioni “artificiali” sia quello della fraudolenza PEDRAZZI, *Problemi del delitto*, cit., p. 95.

⁵³² Cfr. sentenza 27.3.2006 dep. 24.6.2006, cit., in tema di obbligazioni *reverse convertible* e manipolazione attraverso altri artifici, su cui cfr. TRIPODI, *Artt. 180-187-quaterdecies*, che sottolinea come l’elemento motivazionale sia di difficile accertamento in sede processuale e come l’individuazione dei fatti speculativi

In senso contrario, però, depone la corretta applicazione del principio di legalità *sub specie* tassatività e determinatezza e divieto di analogia⁵³³. Inoltre, è chiara la scelta del legislatore nel senso di limitare l'ambito applicativo della norma in esame al solo illecito amministrativo: diversamente, sarebbe stato sufficiente inserire una previsione analoga anche all'interno dell'illecito penale, o comunque estenderne l'ambito in maniera espressa. Non sembra opportuno, quindi, cercare di trasportare, sulla base di un'analogia, una causa di esclusione della punibilità dettata in ambito amministrativo addirittura in relazione a un illecito penale. Ma, al di là di queste considerazioni, che già sarebbero sufficienti, ce n'è una che sembra dirimente per escludere l'estensione di tali cause di non punibilità alla fattispecie penale. Come si è avuto modo di approfondire, infatti, l'illecito amministrativo presenta un disvalore certamente "attenuato" rispetto a quello dell'illecito penale; per di più, il suo ambito applicativo è meno selettivo (sebbene la struttura della norma possa, a prima vista, dare l'impressione opposta) rispetto a quello della fattispecie, ed è punito anche nella forma colposa. Di conseguenza, appare possibile affermare che siano più frequenti le ipotesi in cui si potrebbero punire condotte lecite a titolo di illecito amministrativo rispetto ai casi in cui condotte lecite possano acquisire addirittura un rilievo penale. Inoltre, se la motivazione legittima o la coincidenza con una prassi ammessa può valere ad elidere il limitato disvalore dell'illecito amministrativo, ciò potrebbe non valere per la correlativa ipotesi penale⁵³⁴. Se il timore è che uno stesso fatto concreto possa essere sussumibile tanto nell'illecito penale quanto in quello amministrativo, e solo quest'ultimo venga "coperto" dalla causa di non punibilità, non sembra che questo sia un problema; l'interprete, infatti, dovrà scegliere quale dei due illeciti sia stato realizzando proprio tenendo conto delle caratteristiche del caso concreto e del disvalore espresso. Se il disvalore sarà attenuato, e quindi tale da limitare la rilevanza all'illecito amministrativo, se ne ricorrano i presupposti potrà essere esclusa la punibilità; diverso il caso in cui la carica ingannatoria sarà maggiore e il risparmio sarà quindi

penalmente rilevanti appaia rimessa largamente all'attività dell'interprete, influenzata dal ruolo determinante della Consob.

⁵³³ Cit. MOCCIA, *La promessa non mantenuta*, cit., p. 81 ss.

⁵³⁴ CONSULICH, *Ex facto oritur ius criminale?*, cit., p. 288 svolge una considerazione sostanzialmente capovolta quando afferma che «da un punto di vista di coerenza del sistema non sarebbe, infatti, possibile che una condotta fosse priva di conseguenze in relazione alla sanzione di minore contenuto afflittivo, perché non ritenuta meritevole di reazione, mentre continuasse ad esigere la punizione più grave». È certamente vero, come afferma l'Autore, che una condotta che non viene ritenuta meritevole di una sanzione meno severa *a fortiori* non potrebbe essere punita con una sanzione più severa; il problema è che sembra possibile, quanto meno in via interpretativa, cercare di graduare la gravità delle condotte sussumibili sotto i due tipi di illecito, per cui non sarà più vero che si verifichi la discrasia sanzionatoria. L'*extrema ratio* non dovrebbe essere raggiunta tramite l'applicazione (in via analogica) della causa di non punibilità, ma già sul piano della tipicità.

posto in pericolo in maniera più intensa: in tal caso il fatto assumerà rilievo penale e, anche se ne ricorressero i presupposti, non si potrà applicare la causa di non punibilità.

Se poi l'intenzione del legislatore era, in effetti, quella di dettare cause di esclusione della punibilità che valessero per entrambi i tipi di illecito, *de jure condendo* sarà senz'altro possibile chiarire i confini applicativi della clausola.

De jure condito, però, ci sono altre strade che potrebbero essere percorse. Innanzitutto, con riferimento ai motivi legittimi, se si pensa, per esempio, all'aggiotaggio difensivo, il nostro ordinamento già prevede degli strumenti che potrebbero venire in soccorso. Un soggetto che agisca per fini legittimi è, infatti, sicuramente privo del dolo d'illecito; di conseguenza, il fatto dovrà essere considerato, in radice, non-tipico. Inoltre, potrebbe venire in rilievo la scriminante dell'esercizio del diritto, chiaramente in presenza dei presupposti di cui all'art. 51 c.p. Si deve ricordare che il discrimine tra la categoria delle operazioni riconducibili all'illecito penale e di quelle riconducibili all'illecito amministrativo è stato individuato – nei limiti in cui la formulazione legislativa lo consente - in un maggiore disvalore, della condotta e di evento, espresso dalle prime, e in particolare da un'intrinseca attitudine decettiva. Ebbene: con riguardo alle operazioni, che il soggetto agente si sia rappresentate e abbia volute, caratterizzate da tale capacità fraudolenta non sembra possibile invocare l'applicazione di nessuna causa di non punibilità. Sembra, invece, che meritino di andare esenti da pena quelle situazioni in cui già la portata decettiva risulti attenuata o nulla; quei casi, cioè, che sarebbero comunque o privi del requisito della tipicità per mancanza dell'elemento della concreta idoneità ad alterare il prezzo, o comunque riconducibili all'illecito amministrativo, espressivo, come appena ricordato, di un disvalore e di una carica ingannatoria molto più blande. Restano, senza dubbio, delle condotte – riconducibili prevalentemente alla categoria degli "altri artifici" - che possiedono una valenza decettiva e caratteristiche tali da essere sussumibili all'interno della fattispecie *ex* art. 185 T.U.F.; ma sembra che, a operare una selezione preventiva delle condotte eventualmente meritevoli di una sanzione penale stia già provvedendo la magistratura – ovviamente con l'ausilio della Consob, che ha il compito di individuare le situazioni critiche e trasmettere la relativa notizia di reato.

Non sembra, dunque, né prioritario né possibile determinare la natura della causa di non punibilità in oggetto. Sul tema delle cause di esclusione della responsabilità l'art. 4 della legge 689/81 all'art. 4 afferma che «Non risponde delle violazioni amministrative chi ha commesso il fatto nell'adempimento di un dovere o nell'esercizio di una facoltà legittima ovvero in stato di necessità o di legittima difesa. Se la violazione è commessa per ordine

dell'autorità, della stessa risponde il pubblico ufficiale che ha dato l'ordine»⁵³⁵. Da tale disposizione sembra di potersi desumere che sono trasponibili nel diritto punitivo amministrativo almeno i principi base delle scriminanti; appare dubbio, però, che l'illecito amministrativo possa essere costruito sul modello di quello penale e che possano valere le medesime considerazioni in tema di cause di non punibilità.

Il trattamento sanzionatorio

Quanto al trattamento sanzionatorio, l'art. 185 T.U.F. prevede la pena della reclusione da uno a sei anni e con la multa da euro ventimila a euro cinque milioni.

Inoltre, il giudice può aumentare la multa fino al triplo o fino al maggiore importo di dieci volte il prodotto o il profitto conseguito dal reato quando, per la rilevante offensività del fatto, per le qualità personali del colpevole o per l'entità del prodotto o del profitto conseguito dal reato, essa appare inadeguata anche se applicata nel massimo.

Ancora, nel caso di operazioni relative agli strumenti finanziari di cui all'articolo 180, comma 1, lettera a), numero 2)⁵³⁶, la sanzione penale è quella dell'ammenda fino a euro centotremila e duecentonovantuno e dell'arresto fino a tre anni.

Va, tuttavia, considerato che la cd. legge sulla tutela del risparmio (l. n. 262/2005) prevede, al co. 1 dell'art. 39, una clausola che determina il raddoppio delle pene stabilite, "entro i limiti posti per ciascun tipo di pena dal libro I, titolo II, capo II, del codice penale"⁵³⁷.

Di fatto, quindi, la pena della reclusione va da due a dodici anni e la multa da euro quarantamila a euro dieci milioni; sanzioni analoghe sono previste anche per il delitto di *insider trading*, punito con la reclusione da due a dodici anni e con la multa da euro quarantamila a euro sei milioni.

Va sottolineato che l'art. 2637 c.c., dal quale è stato "scorporata", nel 2005, la fattispecie di manipolazione del mercato, prevede la pena della reclusione da uno a cinque anni. In precedenza, le pene erano addirittura inferiori: nel 1991 l'ipotesi base era punita con la

⁵³⁵ Sul tema delle cause di non punibilità con riferimento al diritto punitivo amministrativo v. MANTOVANI, *Diritto penale*, cit., p. 969.

⁵³⁶ Si tratta degli strumenti scambiati in sistemi di negoziazione multilaterali.

⁵³⁷ Al riguardo si è posto il problema se anche la pena della multa andasse raddoppiata, eccedendo i limiti previsti dal codice penale per tale sanzione. ZANNOTTI, *Il nuovo diritto penale*, cit., p. 377 ritiene che anche la multa debba essere raddoppiata, dal momento che già la previsione originaria superava i limiti codicistici; in senso contrario PALIERO, *La riforma della tutela penale del risparmio: continuità e fratture nella politica criminale in materia economica*, cit., p. 616, il quale ritiene che l'aumento non riguardi quelle pene che già si attestavano su limiti superiori a quelli previsti dal codice.

reclusione fino a sei mesi e con la multa da lire un milione a lire trenta milioni; nel 1998, con l'introduzione del T.U.F., la pena della reclusione è stata portata fino a tre anni e la multa da uno a cinquanta milioni di lire, sempre con riguardo all'ipotesi base.

A livello sistematico, va evidenziato come la pena prevista sia estremamente elevata: per fare solo due esempi, l'omicidio colposo (art. 589 c.p.) è punito, nell'ipotesi base, da sei mesi a cinque anni mentre il sequestro di persona (art. 605 c.p.) con la reclusione da sei mesi a otto anni. Anche la sanzione pecuniaria risulta estremamente gravosa.

Tali considerazioni sono rafforzate dal fatto che è stata prevista anche una circostanza aggravante speciale e facoltativa che consente di aumentare in maniera significativa la pena pecuniaria; tale circostanza appare criticabile in quanto si basa non solo su elementi piuttosto indefiniti, ma che, sembra, andrebbero comunque presi in considerazione in sede di individuazione della pena da applicare, essendo riconducibili all'art. 61 c.p. o all'art. 133 c.p.

Alla pena principale, poi, si affianca anche l'applicazione di pene accessorie⁵³⁸: l'interdizione dai pubblici uffici, l'interdizione da una professione o da un'arte, l'interdizione temporanea dagli uffici direttivi delle persone giuridiche e delle imprese e l'incapacità di contrattare con la pubblica amministrazione per una durata non inferiore a sei mesi e non superiore a due anni; è prevista, inoltre, la pubblicazione della sentenza su almeno due quotidiani, di cui uno economico, a diffusione nazionale.

Inoltre, in base all'art. 187 T.U.F. è prevista anche l'applicazione della confisca del prodotto o del profitto conseguito dal reato e dei beni utilizzati per commetterlo. Qualora non sia possibile eseguire la confisca del prodotto o del profitto, la stessa può avere ad oggetto una somma di denaro o beni di valore equivalente. La norma afferma, inoltre, che si applicano le disposizioni di cui all'art. 240 c.p.

Come è noto, nel nostro ordinamento esistono diversi tipi di confisca: una confisca come misura di sicurezza, come sanzione, come misura di prevenzione, declinate dalla giurisprudenza secondo varie modalità e nel rispetto di principi diversi a seconda del caso concreto.

Nel caso di specie sembra che la confisca si atteggi come una sanzione vera e propria, in quanto verrebbe a svolgere la funzione di una pena accessoria di particolare afflittività, soprattutto se si fa riferimento alla confisca di valore⁵³⁹. Essa, infatti, pone una deroga al

⁵³⁸ L'art. 186 T.U.F. stabilisce in proposito: 1. La condanna per taluno dei delitti previsti dal presente capo importa l'applicazione delle pene accessorie previste dagli articoli 28, 30, 32-bis e 32-ter del codice penale per una durata non inferiore a sei mesi e non superiore a due anni, nonché la pubblicazione della sentenza su almeno due quotidiani, di cui uno economico, a diffusione nazionale

⁵³⁹ Sul tema FONDAROLI, *Sanzioni amministrative accessorie e confisca*, in SGUBBI-FONDAROLI-TRIPODI, *Diritto penale del mercato finanziario*, Milano, 2013, p. 168 ss.

principio della correlazione tra reato e cosa oggetto di ablazione, sul quale si impernia, invece, la misura di sicurezza patrimoniale di cui all'art. 240 c.p. Ad opinione di parte della dottrina sarebbe, infatti, possibile apprendere qualsiasi bene, anche di provenienza lecita, che si trovi nella disponibilità del soggetto nei confronti del quale è predisposta la confisca, sebbene l'art. 240 c.p., richiamato, non consenta l'apprensione di beni appartenenti a persona estranea al reato. Il tema è discusso⁵⁴⁰.

Da ultimo, va notato che la manipolazione del mercato è stata inserita (con l. n. 62/2005, che ha introdotto l'art. 25-*sexies* d. lgs. 231/01) tra i reati presupposto della responsabilità dell'ente, a cui si applica la sanzione pecuniaria da quattrocento a mille quote.

L'ammissibilità del tentativo

La possibilità di configurare un tentativo di manipolazione del mercato è piuttosto controversa.

A livello europeo, la direttiva 2014/57/UE all'art. 6 impone agli Stati membri di adottare le misure necessarie affinché il tentativo di manipolazione del mercato sia punibile come reato, aspetto che viene richiamato anche nel 13° considerando e nel Regolamento UE 596/2014⁵⁴¹. Independentemente dalle pretese sanzionatorie europee, parte della dottrina riconosce che, in astratto, la complessità dell'*iter* criminoso renderebbe possibile la punibilità a tutolo di tentativo⁵⁴² – sembra, dunque, che si faccia riferimento al tentativo incompiuto.

⁵⁴⁰ FONDAROLI, *Sanzioni amministrative*, cit., p. 174.

⁵⁴¹ Art. 6 co. 2: Gli Stati membri adottano le misure necessarie affinché il tentativo di commettere uno dei reati di cui all'articolo 3, paragrafi da 2 a 5 e paragrafo 7, e all'articolo 5 sia punibile come reato.

Inoltre, riferimenti al tentativo sono inclusi anche nel 13° considerando, che recita: Poiché il tentativo di abuso di informazioni privilegiate o di manipolazione del mercato ha ripercussioni negative sui mercati finanziari e sulla fiducia degli investitori in tali mercati, è opportuno che anche tali condotte siano punibili come reati. Cfr. anche il Regolamento UE n. 596/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio del 16 aprile 2014 relativo agli abusi di mercato (regolamento sugli abusi di mercato) e che abroga la direttiva 2003/6/CE del Parlamento europeo e del Consiglio e le direttive 2003/124/CE, 2003/125/CE e 2004/72/CE della Commissione, che al 41° Considerando afferma: Per completare il divieto di manipolazione del mercato, il presente regolamento dovrebbe comprendere anche un divieto di tentare una manipolazione del mercato. Un tentativo di manipolazione del mercato dovrebbe essere distinto da una condotta suscettibile di risultare in una manipolazione del mercato, in quanto ambedue le attività sono vietate ai sensi del presente regolamento. A titolo di esempio di tentativi si possono citare le situazioni in cui l'azione è stata iniziata ma non completata, a seguito di un errore tecnologico o di istruzioni di negoziazione cui non è stato dato seguito. Il divieto dei tentativi di manipolazione del mercato è necessario per permettere alle autorità competenti di irrogare sanzioni per tali tentativi. Inoltre, l'art. 15 del medesimo Regolamento, rubricato "Divieto di manipolazione del mercato", stabilisce: Non è consentito effettuare manipolazioni di mercato o tentare di effettuare manipolazioni di mercato.

⁵⁴² SEMINARA, *L'aggrottaggio*, cit., p. 567, che ritiene il tentativo configurabile nei casi di frazionamento della condotta, in presenza di atti idonei, diretti in modo non equivoco ad alterare il prezzo degli strumenti

Tuttavia, poiché si tratta di un reato di pericolo, la dottrina maggioritaria, pur ritenendo il tentativo configurabile sul piano strutturale, tende ad escludere la sua punibilità per non determinare un'eccessiva anticipazione della tutela⁵⁴³.

Al riguardo va innanzitutto osservato che in linea generale il tentativo di un delitto di pericolo concreto non è ammissibile perché, da un lato, la condotta che determina l'insorgere di un pericolo di lesione è già di per sé sufficiente a perfezionare il reato mentre, dall'altro, atti che ancora non sono tali da mettere in pericolo il bene non hanno ancora rilevanza⁵⁴⁴. Diverso è il discorso per le fattispecie di pericolo astratto, quale quella che qui ci occupa, ove è ipotizzabile il compimento di atti idonei e diretti in modo non equivoco verso la situazione ritenuta pericolosa dal legislatore.

L'ipotizzabilità del tentativo deve essere necessariamente valutata in relazione al perfezionamento del reato. Per quanto riguarda la diffusione di notizie false, il reato viene considerato perfetto al momento in cui la notizia ha raggiunto un numero consistente di persone; nel caso delle operazioni simulate e degli altri artifici, il perfezionamento corrisponde al compimento dell'operazione complessiva⁵⁴⁵.

Per quanto riguarda la manipolazione informativa, essa si considera perfezionata con la diffusione della notizia presso un numero cospicuo di soggetti. Il tentativo potrebbe configurarsi, per esempio, nel caso in cui il soggetto compia atti idonei diretti in modo non equivoco a diffondere la notizia, ma questa non venga diffusa per cause esterne alla sua volontà: si pensi al caso in cui il comunicato falso, già pronto per la diffusione, non viene diramato per motivi tecnici.

In relazione alle operazioni simulate o agli altri artifici è più arduo immaginare un esempio; il problema è che non essendo compiutamente descritta dal legislatore la situazione dalla quale dovrebbe derivare il pericolo per il bene, risulta anche difficile valutare se gli atti siano idonei e diretti in modo non equivoco alla situazione stessa. Nella prima condotta tipica, infatti, è possibile individuare un substrato tipico al di là della valutazione circa la concreta idoneità ad alterare i prezzi; non si può dire lo stesso, invece, delle operazioni simulate o degli

finanziari, che tuttavia siano stati interrotti ovvero abbiano perduto la loro attitudine lesiva per cause indipendenti dalla volontà dell'agente. Riconosce che la questione è molto controversa.

⁵⁴³ MELCHIONDA, *Aggiotaggio*, cit., p. 283; MUCCIARELLI, *Aggiotaggio*, cit., p. 437. Peculiare la posizione di PREZIOSI, *L'aggiotaggio*, cit., p. 496 che, in coerenza con la sua posizione circa il tipo di offesa sotteso, esclude il tentativo perché la norma già incrimina come delitto consumato alcune ipotesi sostanzialmente corrispondenti al tentativo, nella forma del cd. tentativo eccettuato

⁵⁴⁴ Gli Autori che ammettono la punibilità del tentativo con riguardo alla manipolazione tuttavia ritengono in larga parte che si tratti di un reato di pericolo concreto; sembra che essi si accontentino della frazionabilità della condotta e che quindi pensino al tentativo incompiuto. Tale impostazione desta, però, delle perplessità perché, come anticipato, non sembra concepibile il tentativo di un delitto di pericolo concreto.

⁵⁴⁵ Sul tema cfr. MUCCIARELLI, *Aggiotaggio*, cit., p. 437.

altri artifici, ove appare difficile delimitare l'ambito di rilevanza senza fare riferimento alla concreta idoneità. Per l'accertamento della sussistenza del delitto tentato occorrerebbe, in pratica, verificare se gli atti siano idonei e diretti in modo non equivoco al compimento di operazioni simulate concretamente idonee a determinare una sensibile alterazione del prezzo. Un esempio potrebbe essere, sembra, quello del compimento di un solo segmento dell'operazione complessiva, che non venga completata per motivi esterni alla volontà dell'autore. Non rilevarebbe a titolo di delitto tentato ma consumato, invece, il caso del compimento dell'operazione nella sua interezza, quando tuttavia intervengano delle concause successive tali da annullare la potenzialità pericolosa della condotta: in questo caso, infatti, al momento in cui si colloca per l'accertamento del pericolo con prognosi postuma la condotta appariva, effettivamente, concretamente idonea a determinare un'alterazione; il fatto che poi tale idoneità sia stata "compensata" da altri fattori non vale a elidere la sua pericolosità.

È chiaro che, se l'accertamento circa la concreta idoneità ad alterare il prezzo (e quindi, al termine della concatenazione di interessi, circa l'astratta pericolosità a mettere in pericolo il risparmio) appare arduo e incerto in relazione al delitto consumato, esso sarà quasi impossibile con riferimento al delitto tentato.

Capitolo III

La manipolazione del mercato nell'Unione Europea

1. Diritto penale e Unione Europea
2. Le disposizioni europee in tema di abusi di mercato: la Direttiva 2003/6/CE
3. La Direttiva 2014/57/ UE e il Regolamento 596/2014

Diritto penale e Unione Europea

Come appare evidente dalle pagine che precedono, nell'ultimo decennio le fonti europee hanno contribuito a delineare la fisionomia della disciplina dei mercati finanziari.

Prima di procedere a una indagine più approfondita circa i contenuti delle fonti europee e le loro ripercussioni sul diritto interno, occorre riepilogare in maniera essenziale i principali snodi dei rapporti tra ordinamento italiano e fonti europee sotto il profilo del diritto penale.

Come è noto, l'Unione Europea è nata come un'unione prettamente economica e solo progressivamente e lentamente ha esteso il suo intervento ad altri settori, ampliando l'ambito delle sue competenze secondo il metodo funzionalista.

A partire dal Trattato di Maastricht e fino al Trattato di Lisbona, si dividevano le competenze dell'Unione europea in tre pilastri, caratterizzati da materie di competenza e atti normativi diversi. In particolare, diversi erano gli effetti degli atti di primo pilastro (inerenti alle materie più strettamente collegate alle originarie competenze dell'Unione, cioè alle comunità economiche e ai relativi aspetti) rispetto a quelli di secondo e terzo pilastro (riguardanti, rispettivamente, la Politica Estera e di Sicurezza Comune e la materia della Giustizia e Affari Interni); si consideri, però, che anche il novero delle materie comprese nel secondo e nel terzo pilastro è andato via via mutando con le successive versioni dei Trattati istitutivi (tanto che una parte delle materie che originariamente facevano parte del terzo pilastro in seguito al Trattato di Amsterdam vennero inserite nel primo, con la creazione dello Spazio di libertà, sicurezza e giustizia).

L'espansione delle competenze dell'Unione europea ha, inoltre, determinato il venire in rilievo di esigenze di tutela di interessi comuni e di beni giuridici di natura europea, legati alle stesse finalità, man mano sempre più vaste, perseguite dalle Comunità, e che per tale motivo sono stati ritenuti meritevoli di una tutela rafforzata e multilivello: non più, quindi, una tutela solo a livello interno, ma anche una tutela "centralizzata", europea.

La dottrina maggioritaria tende a distinguere⁵⁴⁶ tra beni giuridici comunitari in senso stretto⁵⁴⁷ e beni giuridici di rilevanza comunitaria⁵⁴⁸, a seconda che il bene giuridico da tutelare

⁵⁴⁶ Cfr. PICOTTI, *Prospettive di politica criminale*, in FOFFANI-CANESTRARI (a cura di), *Il diritto penale nella prospettiva europea: quale diritto penale per quale Europa?*, p. 332 ss., che ricorda le diverse distinzioni in precedenza operate in dottrina; sul tema v. anche SICURELLA, *Diritto penale e competenze dell'Unione europea: linee guida per la definizione di un sistema integrato di tutela penale dei beni giuridici sovranazionali e dei beni giuridici di interesse comune*, Milano, 2005, p. 304 e 318 ss.; SOTIS, *Il diritto senza codice. Uno studio sul sistema penale europeo vigente*, Milano 2007, p. 69-76.

⁵⁴⁷ SIRACUSA, *Verso la comunitarizzazione della potestà normativa penale: un nuovo "tassello" della corte di giustizia dell'Unione europea*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 2008, p. 254 ss. nell'ambito di un discorso sui meccanismi volti a

nascesse per la prima volta in seno alle Comunità (e poi all'Unione) oppure si trattasse di beni giuridici che, già rilevanti a livello dei singoli Stati membri, si fosse poi ritenuto necessario tutelare in maniera comune a livello europeo, in quanto aventi comunque rilevanza primaria.

I primi, beni giuridici comunitari⁵⁴⁹, sono beni propri dell'Unione in quanto autonomo soggetto giuridico e, infatti, sono strettamente funzionali all'esistenza della stessa e alla realizzazione degli obiettivi da essa perseguiti. Per esempio, si tratta di beni connessi all'esercizio delle funzioni comunitarie, come l'amministrazione della giustizia comunitaria: la tutela di questi beni deve essere analoga a quella prevista per la tutela degli stessi beni a livello nazionale, e corrisponde alla protezione del quadro istituzionale comunitario. L'esempio più rilevante è rappresentato dagli interessi finanziari, sia sotto il profilo della riscossione delle somme dovute, sia sotto quello della effettiva ripartizione delle risorse secondo le finalità cui erano destinate; oppure, ancora, dalla tutela della moneta unica.

I beni giuridici di rilevanza comunitaria sono, invece, rappresentati da quei beni che, aventi già rilievo a livello statale e quindi protetti dal diritto interno, sono stati poi inclusi nell'ambito della tutela comunitaria grazie alla progressiva rilevanza assunta a livello sovranazionale, dovuta anche all'ampliarsi delle aree di interesse e di intervento dell'Unione Europea. Possono essere ricondotti a questa categoria i beni strumentali alla realizzazione delle quattro libertà fondamentali, per esempio la tutela della concorrenza, lo sviluppo economico, la piena occupazione, ma anche l'ambiente.

L'individuazione degli oggetti della tutela a livello europeo è strettamente collegata con

circoscrivere l'intervento penale di matrice sovranazionale, teme che l'utilizzo del criterio della "trasversalità"(vedi *infra*), da solo insufficiente a garantire l'interrelazione tra sussidiarietà comunitaria e sussidiarietà penale, possa determinare l'ampliamento di quelli che sono considerati beni giuridici comunitari in senso stretto. Infatti, se l'estensione della potestà comunitaria di tipo penale dipende dalla "trasversalità" della materia in questione, tutti i beni comunitari potrebbero assurgere a beni europei in senso stretto, in quanto l'obiettivo perseguito tramite la loro tutela coincide con le finalità e le azioni concernenti gli obiettivi essenziali dell'Unione. SOTIS, *Il diritto senza codice*, cit., p. 75 ss. ritiene che tale categoria non possa svolgere una funzione critica e che d'altra parte sia inutile indugiare oltre su classificazioni che sono già state ampiamente sviscerate; sarebbe, piuttosto, maggiormente produttivo proporre una nuova classificazione, che si fondi sull'aspetto funzionale e strumentale delle categorie in questione.

⁵⁴⁸ Sul punto cfr. SICURELLA, *loc. ult. cit.*

⁵⁴⁹ SICURELLA, *Diritto penale e competenze dell'Unione europea*, cit., p. 325 ss.; v. anche ROMANO, *L'ambiente e la legge penale: obblighi comunitari e prospettive di riforma*, in *Riv. trim. dir. pen. econ.*, 2009, p. 725; SOTIS, *Il diritto senza codice*, cit., p. 70 ritiene che il concetto di bene giuridico comunitario sia «privo di qualsiasi capacità di legittimazione negativa dell'intervento penale, con la conseguenza che tale concetto non svolge nessuna significativa funzione di contenimento della politica criminale europea». Afferma l'Autore, infatti, che la categoria è andata incessantemente ampliandosi e che svolge una mera funzione di legittimazione positiva. «Da qui la convinzione che il cd. bene giuridico comunitario sia una metafora, poiché la traduzione in ambito comunitario del significante "bene giuridico" non comporta affatto il trasferimento anche del significato che esso svolge a livello nazionale. Di conseguenza, se il concetto "bene giuridico comunitario" di per sé non è idoneo a svolgere una funzione critica, la classificazione dei beni comunitari svolge una (utilissima) funzione cognitiva, ma non certo una funzione critica».

il problema dei limiti della competenza penale dell'Unione Europea e dei suoi rapporti con gli ordinamenti penali nazionali. Sembra, però, che le diverse classificazioni possano presentare una certa utilità finché si tratta di collegare gli interventi legislativi alle diverse sfere di competenza previste dal Trattato di Lisbona al fine di individuarne peculiarità e limiti; non appare possibile, invece, replicare in sede sovranazionale le medesime considerazioni svolte in tema di bene giuridico a livello nazionale.

Al riguardo, infatti, nonostante l'ottimismo dimostrato da parte della dottrina⁵⁵⁰, sembra difficile ritenere che a livello europeo possano valere gli stessi principi che vigono a livello interno in tema di bene giuridico, offensività e limiti alla tutela penale; principi che peraltro, come si è visto, anche in Italia sono visti sempre più come delle mere aspirazioni piuttosto che come vincolanti.

È evidente che a livello sovranazionale le scelte di tutela non si fondano su una previa, stringente selezione dei beni giuridici legittimamente tutelabili, né il principio di offensività viene considerato come vincolante: ciò si deduce, come già evidenziato, non solo da esempi di legislazione europea, ma anche dallo stesso Manifesto sulla politica criminale europea, che pure dovrebbe includere i principi di un modello "virtuoso" di legislazione sovranazionale.

Il tema dei rapporti tra ordinamento penale interno e sovranazionale appare particolarmente attuale e problematico ma non è possibile, in questa sede, approfondirlo. Ci si limiterà a ripercorrere brevemente i principali passaggi dei rapporti tra diritto interno ed europeo, al fine di contestualizzare gli interventi che hanno riguardato più da vicino la materia di interesse.

I principi che regolano e disciplinano i rapporti tra Stati membri e Unione Europea sono il principio di fedeltà comunitaria⁵⁵¹ (o di leale cooperazione), previsto nell'attuale art. 4 par. 3 del TUE, il principio della preminenza del diritto comunitario sul diritto nazionale ed il principio della diretta efficacia del diritto comunitario negli ordinamenti interni, questi ultimi due sanciti dalla giurisprudenza.

Di seguito ripercorreremo brevemente le tappe che hanno condotto al riconoscimento di tali principi; successivamente, analizzeremo i diversi tipi di atti che (prima del Trattato di

⁵⁵⁰ DONINI, *Il principio di offensività. Dalla penalistica italiana ai programmi europei*, cit., p. 31 ss., ove si afferma che "la concretizzazione dell'offensività in forme pregnanti appare oggi più facile in sede europea che nazionale"; SICURELLA, *Diritto penale e competenze dell'Unione Europea*, cit., p. 305. Diversa la posizione di BERNARDI, *La competenza penale accessoria dell'Unione Europea: problemi e prospettive*, in *www.penalecontemporaneo.it*, p. 51 ss.; SOTTIS, *Il Trattato di Lisbona e le competenze penali dell'Unione Europea*, in *Cass. Pen.*, 3/2010, p. 1155.

⁵⁵¹ Sulle conseguenze che sono derivate dall'applicazione di questo principio vedi BERNARDI, *Strategie per l'armonizzazione dei sistemi penali europei*, in FOFFANI-CANESTRARI (a cura di), *Quale politica criminale per quale Europa?*, Milano, 2005, p. 424.

Lisbona) esplicavano la loro (diversa) efficacia nei confronti del diritto interno; ancora, vedremo le più importanti vicende giurisprudenziali che hanno determinato l'evoluzione di tali profili e, per finire, le innovazioni introdotte con il Trattato di Lisbona.

In particolare, il riconoscimento del principio della preminenza del diritto comunitario⁵⁵², in base al quale tutto il diritto comunitario (indipendentemente dal carattere della diretta applicabilità e della diretta efficacia) è in posizione di primato rispetto al diritto interno, è passato attraverso diverse fasi⁵⁵³, tutte scandite dal dialogo tra la Corte costituzionale italiana e la Corte di Giustizia delle Comunità Europee.

In una prima fase, la Corte costituzionale si rifiutava di riconoscere la preminenza del diritto comunitario, affermando piuttosto una concezione pienamente dualistica (espressa nella sentenza *Costa c. Enel*⁵⁵⁴) dei rapporti tra l'ordinamento interno e quello comunitario, secondo cui il Trattato CEE spiegava l'efficacia ad esso conferito dalla legge di esecuzione, restando sottoposto al generale criterio della successione delle leggi nel tempo. L'art. 11 Cost., in questa fase, veniva letto come una disposizione che consentiva di assumere limitazioni di sovranità anche con legge ordinaria, ma che non era in grado di conferire alla legge ordinaria di esecuzione del Trattato un'efficacia superiore a quella normalmente attribuita a questa fonte.

Nell'ambito della medesima controversia, però, la Corte di Giustizia si pronunciò in via pregiudiziale (con sentenza 15 luglio 1964, *Costa c. Enel*, causa 6/64) avanzando una concezione monista e unitaria dei rapporti tra diritto comunitario e ordinamenti nazionali, secondo cui il primo si integra nei secondi e prevale in virtù di forza propria e non in conseguenza dei meccanismi di adattamento di ciascun ordinamento statale, per cui il diritto comunitario non potrebbe essere limitato da alcun atto interno e un atto interno che eventualmente fosse con esso incompatibile sarebbe «del tutto privo di efficacia».

A fronte di questa pronuncia, la Corte costituzionale modificò il proprio orientamento cercando di adeguarsi alla posizione della Corte di Giustizia, senza però rinunciare al tentativo di rendere la posizione della Corte compatibile con i principi costituzionali dell'ordinamento italiano. Nella sentenza *Frontini*⁵⁵⁵, infatti, la Corte costituzionale operò una diversa interpretazione dell'art. 11 Cost., ritenuto applicabile ai Trattati comunitari, considerati, secondo tale lettura, come strumento di integrazione fra gli Stati membri (che perseguivano fini di sviluppo economico e sociale e quindi anche fini di difesa della pace, secondo

⁵⁵² Sul punto cfr. ZANGHI, *Comunità europea (voce)*, in *Enc. Dir.*, IV agg., p. 315 ss.

⁵⁵³ Per una ricostruzione delle diverse fasi v. SOTIS, *Il diritto senza codice*, cit., p. 38 ss.; STROZZI-MASTROIANNI, *Diritto dell'Unione europea*, Torino, 2011, p. 411 ss.

⁵⁵⁴ 1° marzo 1964, in *Foro it.*, 1964, I, 465; STROZZI-MASTROIANNI, *Diritto dell'Unione europea*, Torino 2011, p. 413 ss.

⁵⁵⁵ Sentenza 27 dicembre 1973, n. 183.

l'argomentazione della Corte); l'art. 11 Cost., secondo questa pronuncia, avrebbe costituito "sicuro fondamento" delle limitazioni di sovranità e del trasferimento parziale agli organi comunitari dell'esercizio della funzione legislativa. Un atto normativo statale che riproducesse o integrasse regolamenti comunitari sarebbe stato, così, illegittimo per violazione indiretta dell'art. 11 Cost. La Corte costituzionale mantenne, tuttavia, delle divergenze rispetto a quanto enunciato dalla Corte di Giustizia, poiché continuò a individuare due sistemi autonomi e distinti, coordinati, però, secondo la ripartizione di competenze individuata dal Trattato. In questa sentenza, inoltre, la Corte costituzionale introdusse una riserva⁵⁵⁶, basata sulla "dottrina dei controlimiti"⁵⁵⁷, per cui le limitazioni di sovranità derivanti dall'art. 11 Cost. «non possono comunque comportare per gli organi della CEE un inammissibile potere di violare i principi fondamentali del nostro ordinamento costituzionale o i diritti inalienabili della persona umana»⁵⁵⁸, e qualora questo dovesse accadere la Corte costituzionale avrebbe la facoltà di operare una verifica della compatibilità del Trattato con i principi fondamentali in questione,

⁵⁵⁶ Si tratta della cd. teoria dei controlimiti, che sarà poi confermata anche in altre pronunce successive, per esempio nella sentenza 8 giugno 1984, n. 170 (*Granital*); cfr. STROZZI-MASTROIANNI, *Diritto dell'Unione europea*, Torino 2011, p. 413 ss.

⁵⁵⁷ Vedi SOTIS, *Il diritto senza codice*, cit., p. 15 ss. per l'opinione secondo cui il principio di riserva di legge rientra tra quei principi fondamentali che resistono alla preminenza del diritto comunitario. SOTIS, *Diritto comunitario e giudice penale*, in *Il corriere del merito*, Rassegne, 2008, p. 9 che pone in rilievo come l'elaborazione di questa teoria rappresenti un tentativo della Corte costituzionale di reagire alle limitazioni di sovranità imposte dall'ordinamento comunitario. Osserva l'Autore che questo meccanismo ha notevolmente accelerato l'evoluzione delle Comunità prima e dell'Unione poi verso il rispetto dei diritti fondamentali. «Quindi, il processo di 'integrazione critica' che ha trovato nella nostra Corte costituzionale un indiscusso protagonista ha prodotto, e produce, una preziosissima funzione di controllo e di 'civiltà giuridica' del diritto comunitario, avendo fomentato l'ingresso dei diritti fondamentali nell'Unione europea, che costituisce uno dei capitoli centrali del processo di "costituzionalizzazione dei Trattati" realizzato dalla Corte di giustizia, e che ha poi trovato l'esplicito riconoscimento di diritto positivo nell'art. 6 del TUE, sin dalla versione di Maastricht. All'art. 6 TUE si aggiunge poi la "Carta dei diritti fondamentali dell'Unione europea"....». Tramite il dialogo tra le Corti sono quindi notevolmente diminuite le differenze nel riconoscimento di principi come quello dell'irretroattività della norma penale o del divieto di analogia (ma profonde rimangono le disparità nell'interpretazione e applicazione dei principi: basti considerare il mancato riconoscimento da parte della Corte di giustizia dei principi di colpevolezza, offensività e, per motivi in parte diversi, di riserva di legge). Molto importante è però stata l'elaborazione del tema anche da parte della Corte costituzionale tedesca (*Bundesverfassungsgericht – BVerfG*), che con le sentenze *Solange I* e *II* e il cd. *Lissabon Urteil* (o *Solange III*, su cui cfr. BÖSE, *La sentenza della Corte costituzionale tedesca sul Trattato di Lisbona e il suo significato per la europeizzazione del diritto penale*, in *Criminalia*, 2009, p. 267 ss.) ha anch'essa contribuito a definire i limiti dell'incidenza del diritto comunitario sul diritto interno. Il dialogo tra il BVerfG e la Corte di giustizia ha talvolta anche (vedi per esempio il caso *Omega*, C-36/02 del 14 ottobre 2004, citato da SOTIS, *Diritto comunitario e giudice penale*, cit., p. 19 ss.) indotto la Corte a riconoscere che un determinato principio costituzionale (in questo caso il rispetto della dignità umana), pur non essendo anche un principio di diritto comunitario, e pur provocando un obiettivo contrasto con la normativa comunitaria, è prevalente rispetto a controinteressi comunitari quali la libertà di circolazione dei beni e dei servizi. SOTIS, loc. cit., circa le conseguenze da derivarne in ambito penalistico ritiene che i fondamentali principi penalistici di rango costituzionale non dovrebbero mai cedere il passo di fronte alla prevalenza della norma comunitaria.

⁵⁵⁸ In caso di contrasto della norma comunitaria con i "principi fondamentali" sarà dunque la norma comunitaria a non poter essere applicata e non si verificherà il fenomeno della preminenza del diritto comunitario su quello interno; tuttavia, come appare evidente, l'individuazione dei principi fondamentali e delle condizioni per opporli alle pretese sovranazionali non è univoca.

effettuata attraverso la legge di esecuzione del Trattato ed eventualmente foriera di gravi conseguenze.

Successivamente, la Corte costituzionale precisò alcuni aspetti, affermando che il trasferimento di competenze alla Comunità comunque non potesse determinare né la disapplicazione della norma interna da parte del giudice italiano, né la sua inefficacia, ma piuttosto la necessità di sollevare una questione di costituzionalità concernente le norme interne successive incompatibili con il diritto dell'Unione per violazione indiretta dell'art. 11 Cost.

In questo modo, la Corte costituzionale tendeva ad uniformarsi all'orientamento della Corte di Giustizia, ma prevedeva sempre la necessità di un suo proprio intervento; inoltre, non riconosceva l'esistenza di un unico ordinamento.

La Corte di Giustizia si espresse nuovamente sulla questione del rapporto tra i due ordinamenti nel caso *Simmenthal*⁵⁵⁹ (sent. 9 marzo 1978, causa 106/77) affermando che, in base al principio della prevalenza del diritto comunitario sul diritto nazionale, le disposizioni comunitarie direttamente applicabili rendessero automaticamente inapplicabile qualunque disposizione nazionale contrastante e impedissero la valida formazione di nuovi atti legislativi se incompatibili con il diritto comunitario. Di conseguenza, il giudice nazionale avrebbe dovuto disapplicare, all'occorrenza, di propria iniziativa il diritto interno confliggente con quello sovranazionale, senza dover sollevare la questione di legittimità costituzionale; diversamente, sarebbe stata ridotta l'efficacia del controllo giudiziario sul rispetto del diritto comunitario, fondato sulla cooperazione tra giudice comunitario e giudice interno, come disposto dall'art. 10 TCE (attuale art. 4 par. 3 TUE).

La terza fase dell'evoluzione della giurisprudenza della Corte costituzionale si è infine aperta con il caso *Granital* (sent. 8 giugno 1984, n. 170), che ha determinato un ulteriore avvicinamento della Corte costituzionale alle posizioni della Corte di Giustizia. In questa sede è stata nuovamente modificata l'interpretazione dell'art. 11 Cost., considerata ora la disposizione in forza della quale la legge di esecuzione del Trattato ha trasferito agli organi comunitari le competenze che esercitano secondo il principio di attribuzione. In questo modo le disposizioni comunitarie acquistano vigore nell'ordinamento italiano in piena autonomia, per effetto di una sorta di "ritrazione" delle norme interne a seguito del trasferimento di sovranità e dell'attribuzione di certe competenze alla Comunità. Secondo questo meccanismo, l'ordinamento interno non interferisce con la produzione normativa del (tuttora) distinto e autonomo ordinamento comunitario, e allo stesso tempo garantisce la diretta applicabilità del

⁵⁵⁹ STROZZI-MASTROIANNI, *Diritto dell'Unione europea*, cit., p. 416

diritto comunitario nel territorio nazionale. Le norme nazionali non sono invalide, ma semplicemente non venivano in rilievo (“si ritraggono”) nell’ambito di competenza del diritto comunitario; per tutti gli altri aspetti, mantengono intatta la loro validità.

In questo modo si realizza un “controllo diffuso”, in quanto il giudice interno dovrà applicare la normativa comunitaria senza tener conto dell’eventuale norma interna contrastante, che non viene in rilievo (l’eventuale questione di legittimità proposta sarà dunque irricevibile per difetto di rilevanza). Il giudice ordinario deve sollevare la questione davanti alla Corte costituzionale solo nel caso di conflitto della disposizione sovranazionale con i principi fondamentali dell’ordinamento costituzionale e con i diritti inalienabili della persona umana, secondo la dottrina dei controlimiti.

Restano ancora delle divergenze rispetto all’orientamento espresso dalla Corte di Giustizia, che non ritiene possibile in radice la valida formazione di norme interne confliggenti con il diritto comunitario.

In seguito alla legge costituzionale 18 ottobre 2001 n. 3 e alle modifiche introdotte nell’art. 117 Cost.⁵⁶⁰ è stato necessario precisare ancora il criterio di soluzione delle antinomie. Al riguardo, la Corte costituzionale ha chiarito⁵⁶¹ che il criterio fondato sull’interpretazione dell’art. 11 Cost. non può essere sostituito *in toto* dal ricorso all’art. 117 co. 1 Cost., in quanto il primo assicura il rango costituzionale delle fonti richiamate, mentre l’art. 117 si limita ad attribuire alle norme ivi elencate il valore di parametro interposto di costituzionalità, cioè un rango subcostituzionale (sebbene sempre sovraordinato rispetto alle leggi ordinarie).

Si rende necessaria ancora una notazione: se è chiaro, dunque, il ruolo del giudice nel caso di una norma comunitaria dotata di efficacia diretta, problemi si potrebbero porre nel caso di norme *non* dotate di efficacia diretta. In questo caso, realizzandosi comunque una situazione normativa non rispettosa degli obblighi comunitari, l’antinomia deve essere risolta con il necessario intervento della Corte costituzionale. Il giudice interno deve quindi sollevare questione di legittimità costituzionale della norma interna per violazione degli artt. 11 e 117 Cost. in riferimento alla norma dell’Unione che opera, dunque, quale parametro interposto di costituzionalità⁵⁶².

⁵⁶⁰ Art. 117 co. 1: «La potestà legislativa è esercitata dallo Stato e dalle Regioni nel rispetto della Costituzione, nonché dei vincoli derivanti dall’ordinamento comunitario e dagli obblighi internazionali».

⁵⁶¹ Sul punto il riferimento essenziale è dato dalle sentenze n. 348 e n. 349 del 2007

⁵⁶² Questa soluzione è stata chiarita e confermata dalla giurisprudenza più recente. In particolare, i casi che vengono in rilievo sono due (STROZZI-MASTROIANNI, *Diritto dell’Unione europea*, cit., p. 433): la sentenza 28/2010 relativa alla sopravvenuta incompatibilità tra legge interna e direttiva comunitaria in tema di definizione di “rifiuto” e la sentenza 227/2010, relativa al recepimento della decisione quadro sul Mandato d’arresto europeo, quindi un atto di terzo pilastro. In entrambi i casi la Corte costituzionale ha affermato che il contrasto non poteva essere sanato tramite la disapplicazione del giudice di merito, ma era

Chiarito che le fonti comunitarie, sia primarie che secondarie, risultano in una posizione di primato⁵⁶³ rispetto al diritto interno, è necessario spiegare come la Comunità europea, sebbene in linea di principio priva di competenza penale, abbia potuto progressivamente imporre obblighi di incriminazione agli Stati membri.

Questa possibilità è stata fondata inizialmente su singole norme dei Trattati, che attribuivano alla Comunità competenze ben precise e definite per materia e tipologia di sanzioni⁵⁶⁴, ma poi si è notevolmente ampliata ed è stata ricavata anche da principi più generali.

In particolare, dal principio di leale cooperazione⁵⁶⁵ (o di fedeltà comunitaria⁵⁶⁶) deriva l'obbligo per gli Stati di garantire l'efficacia delle disposizioni dei Trattati e l'esecuzione degli obblighi da esse derivanti. Questo non vuol dire solamente che gli Stati sono vincolati alle disposizioni contenute nei regolamenti, atti immediatamente obbligatori in tutti i loro elementi, ma anche che devono dare esecuzione alle direttive nel più breve tempo possibile e comunque non adottare atti che contrastino, anche solo potenzialmente, con il diritto dell'Unione; devono poi introdurre le misure più adeguate per dare effettività al diritto dell'Unione; in ogni caso, anche nel periodo antecedente alla esecuzione della direttiva, devono garantire il rispetto degli obblighi di *stand- still*, cioè si devono comunque astenere dal compiere atti contrari al diritto dell'Unione, e infine devono interpretare gli atti interni in conformità alle norme di diritto europeo (obbligo di interpretazione conforme).

È proprio dal principio di leale cooperazione (prima enunciato nell'art. 10 TCE) che la Corte di Giustizia ha fatto derivare l'obbligo, per gli Stati, di adottare sanzioni⁵⁶⁷ effettive,

necessario sollevare questione di costituzionalità per violazione degli artt. 11 e 117 Cost.

⁵⁶³ Cfr. BERNARDI, *L'uropeizzazione del diritto penale*, cit., p. 12 sulle conseguenze della preminenza delle fonti comunitarie (primarie e secondarie) sul diritto interno degli Stati membri.

⁵⁶⁴ Sul punto vedi BERNARDI, *Strategie per l'armonizzazione dei sistemi penali europei*, in FOFFANI-CANESTRARI (a cura di), *Quale politica criminale per quale Europa?*, Milano 2005, p. 406 ss., che ripercorre tutta l'evoluzione della potestà sanzionatoria comunitaria.

⁵⁶⁵ Espresso nell'art. 4 par. 3 TUE: «In virtù del principio di leale cooperazione, l'Unione e gli Stati membri si rispettano e si assistono reciprocamente nell'adempimento dei compiti derivanti dai Trattati. Gli Stati membri adottano ogni misura di carattere generale o particolare atta ad assicurare l'esecuzione degli obblighi derivanti dai trattati o conseguenti agli atti delle istituzioni dell'Unione. Gli Stati membri facilitano all'Unione l'adempimento dei suoi compiti e si astengono da qualsiasi misura che rischi di mettere in pericolo la realizzazione degli obiettivi dell'Unione».

Sul punto cfr. SOTIS, *Diritto comunitario e giudice penale*, cit., p. 38: «Tramite questa disposizione, quindi, l'effettività del diritto CE nel territorio degli Stati membri, malgrado il silenzio dei Trattati istitutivi sul punto, è stata posta al sicuro in tutti i suoi aspetti in quanto essa fa obbligo agli Stati membri di rispettare il diritto comunitario primario e derivato; obbligo a contenuto sia *negativo* che *positivo* e che si colora, in concreto, in base alla contingenza dei contenuti dei singoli atti di diritto comunitario derivato».

⁵⁶⁶ Sul punto vedi anche GRANDI, *Riserva di legge e legalità penale europea*, cit., p. 51, in particolare su come gli obblighi derivati da questo principio abbiano determinato un'influenza sempre più pregnante sugli ordinamenti penali nazionali. Cfr. BERNARDI, *L'uropeizzazione del diritto penale*, cit., p. 12

⁵⁶⁷ Sul tema delle sanzioni vedi BERNARDI, *Strategie per l'armonizzazione dei sistemi penali europei*, cit., p. 417

proporzionate e dissuasive, tali cioè da garantire l'effettività del diritto dell'Unione. Questa possibilità è stata espressa per la prima volta nella cd. sentenza del *mais greco*⁵⁶⁸, del 1989, nella quale la Corte di Giustizia ha appunto previsto la possibilità per gli Stati di introdurre obblighi di incriminazione qualora risultasse necessario in base al principio di fedeltà comunitaria.

In particolare, nella sentenza del *mais greco*⁵⁶⁹ dal principio di fedeltà comunitaria si sono fatti derivare due diversi sotto-principi:

1)il principio di proporzione, secondo cui in ogni caso la sanzione deve essere proporzionata alla natura dell'illecito, per cui risulterà illegittima non solo una sanzione troppo mite ma anche una sanzione troppo incisiva a fronte di un illecito di modesta gravità;

2)il principio di assimilazione, in base al quale ogni Stato membro dovrà adottare, in reazione a un certo illecito in violazione del diritto comunitario, una sanzione analoga a quella prevista per una violazione del diritto interno simile per natura e gravità.

L'ultimo principio che viene in rilievo, anch'esso elaborato in via giurisprudenziale, è quello della diretta efficacia degli atti dell'Unione. La diretta efficacia è stata enunciata per la prima volta dalla Corte di Giustizia nel caso *Van Gend en Loos*⁵⁷⁰, in cui ha affermato che le norme dei Trattati possono creare a favore dei singoli posizioni giuridiche soggettive direttamente tutelabili dinanzi ai giudici nazionali (inizialmente solo per obblighi di non fare,

ss. L'Autore ripercorre tutta l'evoluzione della potestà sanzionatoria della Comunità, dalle sanzioni comunitarie accentrate a quelle decentrate, evoluzione segnata dall'ampliamento delle materie di incidenza e delle tipologie. In particolare, poi, Bernardi si sofferma sull'armonizzazione delle scelte sanzionatorie nazionali attraverso lo strumento legislativo e giurisprudenziale.

⁵⁶⁸ Corte di giustizia, sent. 21 settembre 1989, causa 68/88 (*Commissione c. Grecia*). Sul punto v. PICOTTI, *Limiti garantistici alle incriminazioni penali e nuove competenze europee alla luce del Trattato di Lisbona*, in GRASSO-PICOTTI-SICURELLA (a cura di), *L'evoluzione del diritto penale nei settori d'interesse europeo alla luce del Trattato di Lisbona*, Milano, 2011, p. 214; BERNARDI, *L'europizzazione del diritto penale*, cit., p. 26; SATTA, *Gli obblighi comunitari di tutela penale ambientale alla luce della direttiva 2008/99/CE e del Trattato di Lisbona*, in *Riv. Pen.*, 12/2010, p. 1222; PANEBIANCO, *Il riparto della competenza penale tra i "pilastri" dell'Unione europea*, in *Dir. pen. proc.*, 3/2008, p. 404, molto chiara sul principio di assimilazione derivante dall'obbligo di fedeltà comunitaria, e sulle conseguenze scaturenti anche in termini di proporzione. (e sul seguito di questo caso, superato dalle sentenze *Zwartveld* e *Unilever*); cfr. anche GRANDI, *Riserva di legge e legalità penale europea*, cit., p. 49 ss.; SOTIS, *Diritto comunitario e giudice penale*, cit., p. 40. Per un *excursus* circa l'evoluzione giurisprudenziale che ha condotto a una sempre maggiore incidenza delle norme comunitarie sul diritto penale europeo cfr. BERNARDI, *Strategie per l'armonizzazione dei sistemi penali europei*, cit., p. 408 ss.; BERNARDI, *L'europizzazione del diritto penale*, cit., p. 20 ss.

⁵⁶⁹ Nella sentenza sul *mais greco* si afferma infatti che «Qualora una disciplina comunitaria non contenga una specifica norma sanzionatoria di una violazione o che rinvii in merito alle disposizioni legislative, regolamentari ed amministrative nazionali, l'art. 5 [oggi art. 10] del trattato impone agli Stati membri di adottare tutte le misure atte a garantire la portata e l'efficacia del diritto comunitario. A tal fine, pur conservando la scelta delle sanzioni, essi devono segnatamente vegliare a che le violazioni del diritto comunitario siano sanzionate, sotto il profilo sostanziale e procedurale, in termini analoghi a quelli previsti per le violazioni del diritto interno simili per natura e per importanza e che in ogni caso conferiscano alla sanzione stessa un carattere di effettività, di proporzionalità e di capacità dissuasiva. Inoltre, le autorità nazionali devono procedere nei confronti delle violazioni del diritto comunitario con la stessa diligenza usata nell'esecuzione delle rispettive legislazioni nazionali» (CGCE, 21 settembre 1989, C-68/88, *Commissione c. Grecia*, punti 2 e 3).

⁵⁷⁰ Sentenza 5 febbraio 1963, *Van Gend en Loos*, causa 26/62.

ma poi il principio è stato esteso) se chiare, precise e incondizionate⁵⁷¹.

In particolare, una notevole rilevanza ha avuto l'estensione del principio degli effetti diretti alle direttive, per cui l'effetto vincolante di una direttiva, riconosciuto dall'attuale art. 288 TFUE, sarebbe vanificato e il suo "effetto utile" compromesso se gli interessati non potessero farla valere dinanzi ai giudici nazionali che abbiano omesso di adottare le misure di attuazione. Dagli effetti diretti delle direttive derivano però vastissime conseguenze su cui in questa sede non è possibile dare conto, ma che hanno impegnato a lungo la giurisprudenza comunitaria.

Per cogliere appieno la novità di tali orientamenti e poter poi affrontare il tema dell'influenza degli atti comunitari sul diritto penale interno è necessario soffermarsi brevemente sui diversi tipi di atti che caratterizzavano il diritto comunitario e il diritto dell'Unione prima del Trattato di Lisbona.

In particolare, nell'ambito del primo pilastro, afferente agli interessi delle comunità economiche, gli atti utilizzati erano principalmente i regolamenti e le direttive⁵⁷².

I regolamenti, attualmente previsti dal secondo paragrafo dell'art. 288 TFUE, sono atti a portata generale, obbligatori in tutti i loro elementi e direttamente applicabili in ciascuno degli Stati membri. Rappresentano la modalità più incisiva di influenza del diritto comunitario sul diritto interno, proprio perché non lasciano alcuno spazio di discrezionalità agli Stati e non richiedono atti di recepimento.

Le direttive, al contrario, vincolano gli Stati membri quanto al risultato da raggiungere, lasciandoli tuttavia liberi riguardo la scelta della forma e dei mezzi necessari per conseguirlo (art. 288, co. 3 TFUE). Le direttive, a differenza dei regolamenti, non hanno portata generale e pongono obblighi di risultato nei confronti degli Stati, che dunque ne sono gli unici destinatari. Sono quindi uno strumento di legislazione indiretta, meno incisivo rispetto ai regolamenti, mediante cui non si vogliono porre regole perfettamente uniformi per tutti gli

⁵⁷¹ Sul punto vedi STROZZI-MASTROIANNI, *Diritto dell'Unione europea*, cit., p. 199 ss. sul significato della locuzione "chiare, precise e incondizionate"; p. 273 ss. per gli effetti diretti delle direttive e le loro vastissime implicazioni.

⁵⁷² Attualmente, con l'abolizione della divisione in pilastri effettuata con il Trattato di Lisbona, si è avuta una "comunitarizzazione" del secondo e del terzo pilastro, per cui restano in vita solo gli atti caratteristici del primo pilastro, come si nota dalla lettura dell'art. 288 TFUE (ex articolo 249 del TCE):

Per esercitare le competenze dell'Unione, le istituzioni adottano regolamenti, direttive, decisioni, raccomandazioni e pareri. Il regolamento ha portata generale. Esso è obbligatorio in tutti i suoi elementi e direttamente applicabile in ciascuno degli Stati membri.

La direttiva vincola lo Stato membro cui è rivolta per quanto riguarda il risultato da raggiungere, salva restando la competenza degli organi nazionali in merito alla forma e ai mezzi. La decisione è obbligatoria in tutti i suoi elementi. Se designa i destinatari è obbligatoria soltanto nei confronti di questi.

Le raccomandazioni e i pareri non sono vincolanti.

Stati, anche per le notevoli differenze che caratterizzano gli ordinamenti interni. Le direttive normalmente quindi non hanno carattere direttamente applicabile (ma diffuso è ormai il fenomeno delle direttive *self-executing*), ma devono necessariamente essere oggetto di un provvedimento di recepimento da parte degli ordinamenti nazionali, nel termine indicato nella direttiva stessa.

È importante sottolineare che, in una fase iniziale, il Parlamento europeo rivestiva un ruolo assolutamente marginale nell'esercizio del potere legislativo, potendo semplicemente esprimere un parere⁵⁷³ circa la proposta del Consiglio, il quale in definitiva poteva adottare un atto anche prescindendo dal parere favorevole del Parlamento. Nel corso degli anni però, prima con l'Atto Unico Europeo, poi sempre di più con il Trattato di Maastricht, il Parlamento è riuscito ad ottenere un ruolo più rilevante, fino alla totale parificazione con il Consiglio, riconosciuta anche dall'art. 294 TFUE introdotto dal Trattato di Lisbona, che disciplina la procedura legislativa ordinaria. Al momento, infatti, salvo particolari materie per cui si applicano procedure legislative speciali, i due organi rivestono la stessa importanza e procedono all'approvazione degli atti tramite un sistema complesso di letture e progressive modifiche della proposta della Commissione.

Diversa era invece la genesi e l'efficacia degli atti di secondo e terzo pilastro (venuti meno in seguito al Trattato di Lisbona che, con la cd. comunitarizzazione del secondo e del terzo pilastro, ha esteso la tipologia e l'efficacia degli atti di primo pilastro a tutte le materie), destinati a incidere nei settori della Politica Estera e di Sicurezza Comune, quelli di secondo pilastro, e della Giustizia e Affari Interni quelli di terzo pilastro, che più da vicino ci riguardano.

La particolarità di questi settori è data dalla preminente posizione del Consiglio, organo politico dell'Unione, che tramite i meccanismi della cooperazione internazionale consentiva il raggiungimento di accordi sostanzialmente politici ottenuti tramite delicati equilibri in seno al Consiglio stesso.

In particolare, gli atti che caratterizzavano il terzo pilastro⁵⁷⁴ erano le posizioni comuni,

⁵⁷³ Si trattava della procedura consultiva. La procedura di cooperazione, che fu introdotta solo con l'Atto Unico Europeo, ha rappresentato il primo tentativo di rafforzare i poteri del Parlamento nel processo normativo, ma la novità di maggior rilievo si è avuta con la procedura di codecisione, introdotta dal Trattato di Maastricht, che pose il Parlamento in una posizione di quasi parità con il Consiglio. Attualmente la procedura utilizzata nella maggior parte dei casi è la procedura legislativa ordinaria, prevista dall'art. 294 TFUE, che riprende nella sostanza la procedura di codecisione. Sul punto cfr. STROZZI-MASTROIANNI, *Diritto dell'Unione europea*, p. 167 ss.

⁵⁷⁴ Vedi SIRACUSA, *Tutela ambientale: Unione europea e diritto penale fra decisioni quadro e direttive*, in *Dir. pen. proc.* n. 6/2006, p. 779 ss., per osservazioni sulla capacità degli atti di terzo pilastro di garantire un equilibrio e una mediazione, grazie al metodo intergovernativo, tra le posizioni degli Stati membri, restii a cedere sovranità in settori particolarmente delicati, e le esigenze di armonizzazione della disciplina penale.

atti a contenuto programmatico che esprimevano in via preliminare l'orientamento dell'Unione su una determinata questione; le decisioni, che potevano essere adottate per qualunque scopo coerente con gli obiettivi prefissati, escluso il ravvicinamento delle disposizioni legislative e regolamentari degli Stati membri; le convenzioni, soggette alla ratifica degli Stati membri; infine, le *decisioni quadro*⁵⁷⁵ (chiamate fino al Trattato di Amsterdam "azioni comuni") per ravvicinare le disposizioni legislative e regolamentari degli Stati membri, cioè per l'armonizzazione.

La creazione di uno Spazio di libertà, sicurezza e giustizia⁵⁷⁶ all'interno dell'Unione europea faceva avvertire in maniera più pressante l'esigenza di comune prevenzione e repressione della criminalità, in particolare in determinati settori; d'altra parte, i testi di armonizzazione difficilmente avrebbero potuto essere espressi tramite convenzioni, per le particolari modalità di negoziazione e di ratifica che le caratterizzavano.

Veniva allora potenziato lo strumento delle decisioni quadro, vincolanti quanto al risultato da ottenere (analogamente alle direttive⁵⁷⁷), ma prive di efficacia diretta, che consentivano una sorta di equilibrio tra il metodo della cooperazione intergovernativa e il metodo comunitario, permettendo la deroga al principio della preminenza del diritto europeo su quello interno.

Le decisioni quadro perseguivano il fine di agevolare la cooperazione giudiziaria e il ravvicinamento normativo in materia penale dei Paesi membri. In alcune particolari materie

⁵⁷⁵ Sul ruolo delle decisioni quadro nella realizzazione di una effettiva politica criminale europea vedi BERNARDI, *L'europeizzazione del diritto penale*, cit., p. 37 ss e BERNARDI, *Strategie per l'armonizzazione dei sistemi penali europei*, cit., p. 417; vedi anche SICURELLA, *Diritto penale e competenze dell'Unione europea*, cit., p. 118

⁵⁷⁶ Vedi art. 29 del TFUE, così come da ultimo modificato dal Trattato di Nizza: Fatte salve le competenze della Comunità europea, l'obiettivo che l'Unione si prefigge è fornire ai cittadini un livello elevato di sicurezza in uno spazio di libertà, sicurezza e giustizia, sviluppando tra gli Stati membri un'azione in comune nel settore della cooperazione di polizia e giudiziaria in materia penale e prevenendo e reprimendo il razzismo e la xenofobia. Tale obiettivo è perseguito prevenendo e reprimendo la criminalità, organizzata o di altro tipo, in particolare il terrorismo, la tratta degli esseri umani ed i reati contro i minori, il traffico illecito di droga e di armi, la corruzione e la frode, mediante: — una più stretta cooperazione fra le forze di polizia, le autorità doganali e le altre autorità competenti degli Stati membri, sia direttamente che tramite l'Ufficio europeo di polizia (Europol), a norma degli articoli 30 e 32, — una più stretta cooperazione tra le autorità giudiziarie e altre autorità competenti degli Stati membri, anche tramite l'Unità europea di cooperazione giudiziaria (Eurojust), a norma degli articoli 31 e 32, — *il ravvicinamento, ove necessario, delle normative degli Stati membri in materia penale*, a norma dell'articolo 31, lettera e).

⁵⁷⁷ Cfr. BERNARDI, *L'europeizzazione del diritto penale*, cit., p. 40. Le decisioni quadro differivano dalle direttive per la mancanza di effetti diretti e perché la loro mancata attuazione non era sottoposta alla procedura di inadempimento. Questo strumento è stato ampiamente utilizzato per il ravvicinamento delle disposizioni normative in materia penale dei Paesi europei. L'Autore tuttavia avanza dubbi, da un lato circa il rischio di disparità di trattamento derivanti dalla residua discrezionalità attribuita agli Stati membri al momento dell'attuazione della decisione-quadro; dall'altro, relativi alla carenza di effettività, dovuta all'impossibilità di applicare la procedura di inadempimento.

(criminalità organizzata, terrorismo e traffico illecito di stupefacenti), poi, si prevedeva la possibilità della «progressiva adozione di misure per la fissazione di norme minime relative agli elementi costitutivi dei reati e delle sanzioni».

L'art. 34 TUE, al secondo paragrafo, enunciava le caratteristiche degli atti di terzo pilastro:

«2. Il Consiglio adotta misure e promuove, nella forma e secondo le procedure appropriate di cui al presente titolo, la cooperazione finalizzata al conseguimento degli obiettivi dell'Unione. A questo scopo, deliberando all'unanimità, su iniziativa di uno Stato membro o della Commissione, il Consiglio può:

a) adottare posizioni comuni che definiscono l'orientamento dell'Unione in merito a una questione specifica;

b) adottare decisioni-quadro per il ravvicinamento delle disposizioni legislative e regolamentari degli Stati membri. Le decisioni-quadro sono vincolanti per gli Stati membri quanto al risultato da ottenere, salva restando la competenza delle autorità nazionali in merito alla forma e ai mezzi. Esse non hanno efficacia diretta;

c) adottare decisioni aventi qualsiasi altro scopo coerente con gli obiettivi del presente titolo, escluso qualsiasi ravvicinamento delle disposizioni legislative e regolamentari degli Stati membri. Queste decisioni sono vincolanti e non hanno efficacia diretta. Il Consiglio, deliberando a maggioranza qualificata, adotta le misure necessarie per l'attuazione di tali decisioni a livello dell'Unione;

d) stabilire convenzioni di cui raccomanda l'adozione agli Stati membri secondo le rispettive norme costituzionali. Gli Stati membri avviano le procedure applicabili entro un termine stabilito dal Consiglio.

Salvo disposizioni contrarie da esse previste, le convenzioni, una volta adottate da almeno la metà degli Stati membri, entrano in vigore per detti Stati membri. Le relative misure di applicazione sono adottate in seno al Consiglio a maggioranza dei due terzi delle parti contraenti».

È evidente dalla lettura delle norme l'apparente assimilazione delle decisioni quadro alle direttive, sia sotto il profilo dell'obbligo di risultato rivolto agli Stati, sia per la possibilità (espressa dal successivo art. 35 TUE), per la Corte di Giustizia, di esprimersi in via pregiudiziale circa la validità e l'interpretazione delle decisioni quadro (nel caso, però, come specifica il par. 2 dello stesso art. 35 TUE, che lo Stato interessato abbia accettato la sua giurisdizione). Tuttavia, vi erano delle differenze estremamente rilevanti rispetto alle direttive, e cioè la mancanza di efficacia diretta e l'impossibilità di sottoporre gli Stati alla procedura di

inadempimento nel caso di mancato recepimento, che quindi avrebbero caratterizzato questi atti per una maggiore “libertà” lasciata agli Stati membri, proprio tenuto conto della particolare delicatezza delle materie che avevano ad oggetto.

Questi atti furono adottati con sempre maggiore frequenza: si possono ricordare l'azione comune del 24 febbraio 1997 per la lotta contro la tratta degli esseri umani e lo sfruttamento sessuale dei bambini, le azioni comuni in tema di riciclaggio e di confisca dei proventi di reato, di estensione della punibilità della corruzione al settore privato, di incriminazione della partecipazione ad una associazione criminale negli Stati membri dell'Unione europea.

Dopo il Trattato di Amsterdam, particolare rilievo ebbero le decisioni quadro del Consiglio del 29 maggio 2000 sul rafforzamento della tutela per mezzo delle sanzioni penali e

altre sanzioni contro la falsificazione di monete in relazione all'introduzione dell'euro, la decisione quadro 28 maggio 2001 sulla lotta contro le frodi e le falsificazioni di mezzi di pagamento diversi dai contanti e la decisione quadro 26 giugno 2001 concernente il riciclaggio di denaro, l'individuazione, il rintracciamento, il congelamento o sequestro e la confisca degli strumenti e dei proventi di reato. Queste ultime, infatti, prevedevano la necessaria adozione da parte degli Stati delle misure necessarie a far sì che i comportamenti ivi indicati fossero considerati reati e indicavano il tipo di sanzioni da applicare a tali fatti. Ancora successivamente, vennero adottate altre decisioni quadro di notevole importanza, concernenti la lotta contro lo sfruttamento sessuale dei bambini e la pornografia infantile, la fissazione di norme minime relative agli elementi costitutivi dei reati e alle sanzioni applicabili in materia di traffico illecito di stupefacenti e infine la lotta contro il terrorismo, atti che sottolineano il ruolo fondamentale da essi rivestito per la lotta alla criminalità organizzata avente carattere transnazionale e capace di suscitare un elevatissimo livello di allarme sociale.

L'efficacia delle decisioni quadro ha tuttavia subito un'innovazione fondamentale in seguito alla sentenza *Pupino*⁵⁷⁸, che ha risposto al quesito se una decisione quadro, peraltro non trasposta nell'ordinamento italiano, potesse godere di un effetto indiretto equivalente, cioè essere sottoposta a obbligo di interpretazione conforme analogamente alle direttive. A tale quesito la Corte di Giustizia ha risposto positivamente, affermando «che il principio di interpretazione conforme si impone riguardo alle decisioni quadro adottate nell'ambito del titolo VI del Trattato sull'Unione europea. Applicando il diritto nazionale, il giudice del rinvio

⁵⁷⁸ Sul punto vedi SOTIS, *Diritto comunitario e giudice penale*, cit., p. 13; VIGANO', *Recenti sviluppi in tema di rapporti tra diritto comunitario e diritto penale*, in *Dir. pen. proc.*, 11/2005, p. 1437, in particolare sull'obbligo di interpretazione conforme e i suoi limiti.

chiamato ad interpretare quest'ultimo è tenuto a farlo per quanto possibile alla luce della lettera e dello scopo della decisione quadro al fine di conseguire il risultato perseguito da questa e di conformarsi così all'art. 34, n. 2, lett. b), UE». Subito dopo, però, la Corte di Giustizia ha individuato due limiti (pur riconoscendo la possibilità, per le decisioni quadro, di esplicitare effetti diretti e di essere sottoposte all'obbligo di interpretazione conforme), e cioè il rispetto di due principi generali: quello di certezza del diritto e di non retroattività.

Già in questa sentenza si percepisce, quindi, il sempre maggior distacco dal metodo intergovernativo puro e il superamento della concezione originaria, verso una maggiore realizzazione degli obiettivi di cooperazione di polizia e giudiziaria in materia penale e di ravvicinamento normativo.

Questa stessa evoluzione apparirà maggiormente evidente laddove si considerino altre vicende che nello stesso periodo impegnavano la Corte di Giustizia, questa volta relative alla ripartizione di competenze a livello orizzontale tra istituzioni dell'Unione europea.

Fino al 2005, infatti, per le materie appartenenti al pilastro comunitario era prevista la procedura del "doppio atto", consistente nell'adozione di una direttiva, su iniziativa della Commissione, riguardante determinati aspetti delle politiche di primo pilastro, eventualmente accompagnata, quando necessario, da una decisione quadro contenente disposizioni di natura sanzionatoria a tutela del rispetto della politica stessa. Non bisogna dimenticare, tuttavia, che vi era una differenza rilevante tra atti di primo e di terzo pilastro per quanto riguarda la loro efficacia e legittimazione: si è infatti osservato come progressivamente il Parlamento, l'organo espressivo della sovranità popolare e quindi posto a garanzia della democraticità degli atti dell'Unione, abbia mano a mano assunto un ruolo paritario rispetto al Consiglio nell'approvazione degli atti di primo pilastro, processo che invece non si è verificato nell'adozione delle decisioni quadro, che restavano sottoposte all'approvazione da parte del solo organo politico. Inoltre, il controllo della Corte di Giustizia sulle decisioni quadro risultava in ogni caso più circoscritto.

La dicotomia tra direttive e decisioni quadro a contenuto sanzionatorio è stata però superata con la sentenza 13 settembre 2005, riguardante l'annullamento della decisione quadro 2003/80/GAI.

Questa è la vicenda: nonostante la Commissione avesse presentato una proposta⁵⁷⁹ di direttiva relativa alla protezione dell'ambiente attraverso il diritto penale già nel 2004,

⁵⁷⁹ Sulla prima proposta di direttiva della Commissione, del 2001, cfr. SIRACUSA, *Tutela ambientale: Unione europea e diritto penale fra decisioni quadro e direttive*, cit., p. 773 che proprio a partire dalle disposizioni degli artt. 29, 31 e 47 ricorda come la Commissione sostenesse che «Le competenze dell'Unione non devono pregiudicare quelle della comunità...».

individuandone la base giuridica nell'art. 175 par. 1 TCE, il Consiglio aveva comunque adottato una decisione quadro avente lo stesso oggetto, addirittura senza attendere, come di consueto, l'emanazione della direttiva almeno per quanto riguardava la definizione di alcuni aspetti di carattere sostanziale. Non solo la Commissione, ma anche il Parlamento nutriva perplessità circa la posizione assunta dal Consiglio⁵⁸⁰, tanto che lo aveva invitato ad adottare la decisione quadro solo a seguito dell'approvazione della direttiva ed a limitarne le disposizioni solo agli aspetti di cooperazione giudiziaria, senza che tuttavia l'organo politico mutasse avviso.

In seguito all'adozione della decisione quadro, la Commissione aveva allora proposto un ricorso presso la Corte di Giustizia contestando la base giuridica⁵⁸¹ della decisione

quadro sulla protezione dell'ambiente attraverso il diritto penale, e affermando che piuttosto la corretta base giuridica dovesse essere rinvenuta negli articoli 174, 175 e 176 TCE (quest'ultimo in ossequio al principio di sussidiarietà comunitaria).

La Commissione, pur non rivendicando una competenza penale generale in relazione alle materie di primo pilastro, sosteneva che la Comunità europea, qualora questo risulti necessario ai fini del raggiungimento degli obiettivi comunitari (tra i quali certamente rientra la tutela dell'ambiente) potesse obbligare gli Stati membri ad imporre sanzioni anche penali a presidio delle norme europee.

Il 13 settembre 2005 la Corte di Giustizia, riunita in Grande Sezione (dunque la composizione più rappresentativa dopo quella plenaria), ha annullato interamente la decisione quadro del Consiglio, affermando che «non si può impedire al legislatore comunitario, allorché l'applicazione di sanzioni penali effettive, proporzionate e dissuasive da parte delle competenti autorità nazionali costituisce una misura indispensabile di lotta contro violazioni ambientali

⁵⁸⁰ PANEBIANCO, *Il riparto della competenza penale tra i "pilastri" dell'Unione europea*, cit., p. 399.

⁵⁸¹ Vedi SIRACUSA, *Tutela ambientale: Unione europea e diritto penale fra decisioni quadro e direttive*, cit., p. 774, che ripercorre le argomentazioni svolte dalla Corte. In particolare, questa sostiene che la corretta base giuridica debba essere individuata (sulla scorta di un criterio elaborato nella sua precedente giurisprudenza) tenendo conto delle finalità e del contenuto dell'atto. In questo caso la finalità espressa nei primi tre Considerando della decisione quadro evidenziano che il fine perseguito è quello della tutela dell'ambiente, mentre con riguardo al contenuto, sostiene la Corte, questo consisterebbe nell'obbligo per gli Stati di introdurre sanzioni proporzionate, effettive e dissuasive, lasciando però discrezionalità quanto alla precisa definizione. Sulla base di questi criteri dunque l'atto dovrebbe essere adottato in base agli artt. 174 e 175 TCE, e quindi la decisione quadro del Consiglio appare viziata da incompetenza.

Tuttavia l'Autrice (p. 775 ss.) si mostra molto critica nei confronti delle conclusioni espresse dalla Corte, che a suo parere ha inteso aggirare la questione di fondo e non assumere una posizione definita. Siracusa ritiene infatti che il fine emergente dalle disposizioni della decisione quadro sia chiaramente quello dell'armonizzazione, e che lo stesso scopo sia quello dell'armonizzazione delle disposizioni penali (il fatto che l'armonizzazione rappresenti l'aspetto principale della decisione quadro in oggetto sarebbe confermato dal riferimento alle "pene", anche privative della libertà personale; la Corte avrebbe cercato di superare questo limite affermando che si trattasse di armonizzazione parziale). In questo modo la Corte di giustizia sancirebbe la competenza penale della Comunità senza chiarire su quali norme si fondi; questa conclusione quindi non potrebbe essere generalizzata, ma varrebbe solo nel singolo caso risolto dalla Corte.

gravi, di adottare provvedimenti⁵⁸² in relazione al diritto penale degli Stati membri e che esso ritiene necessario⁵⁸³ a garantire la piena efficacia delle norme che emana in materia di tutela dell'ambiente».

La Corte ha quindi affermato il principio secondo cui la Comunità, pur non avendo, in linea di principio, competenza in materia penale, è competente a emanare provvedimenti «in relazione al diritto penale degli Stati membri», qualora questo risulti necessario in vista dell'effettiva tutela dell'ambiente. Per la prima volta veniva quindi espresso un obbligo diretto comunitario di criminalizzazione, introducendo un principio del quale però non risultavano affatto chiari i limiti e che determinava gravi conseguenze sul principio della riserva di legge statale.

La questione, però, non era destinata a concludersi qui; continuava, infatti, il dialogo tra le istituzioni⁵⁸⁴, e la Commissione elaborava una nuova proposta di direttiva, modificata, che prevedeva una serie di fattispecie punibili a titolo di dolo o di colpa grave; l'introduzione della responsabilità degli enti (ma era specificato che gli Stati privi di un sistema di

⁵⁸² SIRACUSA, *Tutela ambientale: Unione europea e diritto penale fra decisioni quadro e direttive*, cit., p. 778 ritiene che le argomentazioni della Corte solo indirettamente legittimino una competenza penale "generale" della Comunità, e che quindi non possano valere in assoluto. Tuttavia riconosce che la sentenza introduce rilevanti margini di novità sotto due profili: in primo luogo perché è il primo caso avente ad oggetto un atto di terzo pilastro di contenuto esclusivamente penale, e inoltre perché riconosce, sebbene con tutti i limiti evidenziati dall'Autrice, la possibilità per il diritto comunitario di obbligare gli Stati a introdurre sanzioni penali.

In ogni caso SIRACUSA, *Verso la comunitarizzazione della potestà normativa penale: un nuovo "tassello" della corte di giustizia dell'Unione europea*, cit., p. 242 ritorna sul tema dopo un'altra importante presa di posizione della Corte di giustizia, e ribadisce che fino al 2007 mancava un definitivo riconoscimento della competenza penale comunitaria per tutte le materie rientranti nel primo pilastro.

SOTIS, *Diritto comunitario e giudice penale*, cit., p. 11, ritiene che già dalla sentenza in questione si potesse desumere una competenza generale della Comunità a stabilire obblighi di criminalizzazione

⁵⁸³ Parametro della necessità poi sostituito dall'indispensabilità nella sentenza 23 ottobre 2007 e poi nell' art. 83 par. 3 TFUE. Relativamente all'individuazione dei parametri: VAGLIASINDI, *Obblighi di penalizzazione di fonte europea e principi di politica criminale: le indicazioni promananti dalla materia ambientale*, in GRASSO-PICOTTI-SICURELLA (a cura di), *L'evoluzione del diritto penale nei settori d'interesse europeo alla luce del Trattato di Lisbona*, Milano, 2011, p. 136, in particolare p. 141, che però individua già nella sentenza 13 settembre 2005 due distinti criteri: quello dell'indispensabilità dell'applicazione di norme penali armonizzate nel contrasto di violazioni gravi e quello della necessità delle stesse per garantire la piena efficacia della legislazione ambientale comunitaria. Sulla necessità v. ABBADESSA, *Dal diritto penale comunitario al diritto penale della nuova Unione europea: problematiche dell'interregno*, in *Riv. trim. dir. pen. econ.*, 3, 2009, p. 478.

⁵⁸⁴ Sul punto vedi, tra gli altri, PANEBIANCO, *Il riparto della competenza penale tra i "pilastri" dell'Unione europea*, cit., p. 399. In particolare, la Commissione (cfr. la comunicazione del 23 novembre 2005 della Commissione al Parlamento europeo e al Consiglio in merito alle conseguenze della sentenza 13 settembre 2005) riteneva che dalla sentenza, definita "di principio", derivasse il superamento del meccanismo del doppio testo che in precedenza aveva caratterizzato l'armonizzazione penale; da questo derivava, a parere della Commissione, l'illegittimità degli altri atti adottati in precedenza secondo questo schema. Il Parlamento si mostrava invece più cauto, invitando la Commissione «a non estendere automaticamente le conclusioni della Corte di giustizia ad ogni altra possibile materia di primo pilastro» (risoluzione del 14 giugno 2006 del Parlamento europeo sulle conseguenze della sentenza 13 settembre 2005, punto 3). Entrambi gli organi però traevano dalla sentenza la conclusione della possibilità di determinare, già in sede di primo pilastro, non solo i tipi di comportamento da considerarsi reato ma anche il tipo ed il livello delle sanzioni penali. V. anche SIRACUSA, *Tutela ambientale: Unione europea e diritto penale fra decisioni quadro e direttive*, cit., p. 779

responsabilità penale per le persone giuridiche non sarebbero stati obbligati a modificare la legge nazionale); la possibilità, per la Commissione, di individuare la tipologia e il *quantum* di pena, con la statuizione di tre diverse cornici edittali.

Pochi anni dopo, la Corte è tornata sulla questione con la sentenza 23 ottobre 2007, che ha posto “un altro tassello” nella questione del conflitto interistituzionale, questa volta in tema di tutela penale dell’ambiente marino da inquinamento navale.

Il ricorso, già preannunciato dalla Commissione, verteva sempre sul tema del riparto orizzontale di competenze tra le istituzioni dell’Unione. In questo caso, la decisione quadro del Consiglio era stata adottata in combinazione con la direttiva 2005/35/CE relativa all’inquinamento provocato da navi, per cui la questione riguardava le particolareggiate norme penali contenute nell’atto di terzo pilastro, che questa volta si spingeva fino alla determinazione della cornice entro cui avrebbero dovuto inserirsi i massimi di pena previsti dagli Stati membri, e stabiliva anche sanzioni pecuniarie a carico delle persone giuridiche. Si era quindi fatto ricorso al sistema del doppio testo, riservando alla decisione quadro la definizione degli aspetti penalistici. La particolarità, rispetto ad altre situazioni, era data dal fatto che la decisione quadro fosse stata adottata con qualche mese di anticipo rispetto alla direttiva.

In questo caso, però, il problema che si poneva concerneva anche la ripartizione verticale di competenze; bisognava, cioè, stabilire se la sentenza del 2005 dovesse essere interpretata restrittivamente, così come proponeva il Consiglio, oppure se potesse costituire il fondamento per una potestà normativa comunitaria anche in merito al tipo e al livello delle sanzioni penali da predisporre a presidio delle discipline o delle politiche comunitarie.

Per quanto riguarda il problema preliminare, ovvero se la disciplina controversa rientrasse nella competenza⁵⁸⁵ del diritto comunitario, la Corte di Giustizia ha effettivamente riconosciuto la competenza del legislatore comunitario ad adottare (nell’ambito delle attribuzioni conferitegli dall’art. 80 n. 2 TCE) misure volte al miglioramento della sicurezza dei trasporti marittimi e a promuovere, anche nell’ambito della politica dei trasporti, la tutela dell’ambiente (riferimento che ha consentito alla Corte di ribadire la competenza del legislatore comunitario ad imporre l’armonizzazione in materia penale, laddove questa sia necessaria, anzi da ora “indispensabile”, a garantire l’efficacia di una politica comunitaria⁵⁸⁶), seppure con

⁵⁸⁵ Tuttavia osserva SIRACUSA, *Verso la comunitarizzazione della potestà normativa penale: un nuovo “tassello” della corte di giustizia dell’Unione europea*, cit., p. 250 che anche questa volta la Corte avrebbe perso l’occasione di pronunciarsi circa una competenza generale della Comunità in funzione del ravvicinamento delle legislazioni penali nazionali.

⁵⁸⁶ Sul punto cfr. GRANDI, *Riserva di legge e legalità penale europea*, Milano, 2010, p. 55; SIRACUSA, *Verso la comunitarizzazione della potestà normativa penale: un nuovo tassello della Corte di giustizia dell’Unione europea*, p. 241 ss.

l'individuazione di alcuni limiti. È bene sottolineare che in quest'occasione la Corte di Giustizia ha affermato che la decisione quadro in questione vertesse non solo e non tanto sul trasporto marittimo, ma anche sulla tutela dell'ambiente, e per questo, essendo la tutela dell'ambiente uno degli obiettivi essenziali della Comunità, ha riconosciuto la competenza penale del legislatore comunitario.

Per quanto riguarda invece la ripartizione verticale di competenze, la Corte ha affermato che non è possibile riconoscere in capo all'istituzione europea la facoltà di determinare il tipo e il livello delle sanzioni penali applicabili.

Il riconoscimento della (limitata) competenza penale della Comunità è stato superato con il Trattato di Lisbona, che ha abolito la struttura in pilastri e sistematizzato la competenza penale⁵⁸⁷ dell'Unione europea⁵⁸⁸.

L'analisi delle nuove norme introdotte dal Trattato di Lisbona non può prescindere dall'esame della loro collocazione sistematica nel testo dei Trattati, che fa luce sulla loro radice storica.

Il nucleo essenziale delle disposizioni può essere rinvenuto nel Titolo V, "Spazio di libertà, sicurezza e giustizia", della Parte Terza del Trattato sul Funzionamento dell'Unione Europea⁵⁸⁹. Innanzitutto bisogna osservare come il superamento della struttura in pilastri abbia determinato la riunificazione delle fonti normative europee in materia penale, con la generalizzazione della procedura legislativa ordinaria. Allo stesso tempo, è stata anche sancita la piena titolarità dell'Unione delle attribuzioni penali, esercitate attraverso il Parlamento e il Consiglio, con il superamento del metodo intergovernativo di terzo pilastro che, con la preminenza dell'organo politico, era diretto a preservare la sovranità e l'autonomia dei singoli Stati, cui la regola dell'unanimità garantiva una sorta di potere di veto; cambiamento, questo, di

sul fatto che la potestà di armonizzazione penale mediante direttive potesse esplicarsi anche in materie diverse da quella ambientale, purchè risultasse indispensabile alla realizzazione di politiche atte a perseguire scopo "trasversali". In particolare GRANDI, *Riserva di legge e legalità penale europea*, cit., p. 57 solleva perplessità circa la capacità del requisito della trasversalità di delimitare i confini tra primo e terzo pilastro, essendo piuttosto facile ricondurre tramite il suddetto criterio numerose materie alle competenze della Comunità.

⁵⁸⁷ Competenza penale per lo più indiretta, anche se parte della dottrina ipotizza la possibilità di una competenza diretta in materia di tutela degli interessi finanziari (art. 86 TFUE). Cfr. SOTIS, *Il trattato di Lisbona e le competenze penali dell'Unione europea*, cit., p. 1152 ss.

⁵⁸⁸ Sul mutamento di scenario e sull'ipotizzabilità di una politica criminale comune a livello europeo a seguito del Trattato di Lisbona cfr. GULLO, *Deflazione e obblighi di penalizzazione di fonte UE*, in www.penalecontemporaneo.it, p. 7 ss.

⁵⁸⁹ Sul punto vedi PICOTTI, *Limiti garantistici alle incriminazioni penali e nuove competenze europee alla luce del Trattato di Lisbona*, cit., p. 211 ss., che sottolinea come il Titolo IV, immediatamente antecedente a quello riguardante lo Spazio di libertà, sicurezza e giustizia, concerne la Libera circolazione delle persone, delle merci e dei capitali e i due titoli presentino forti nessi strutturali e funzionali; inoltre la collocazione nella Parte Terza del TFUE rende palese la piena "comunitarizzazione" delle competenze europee in materia penale, oltre che la loro importanza strategica nella costruzione dell'Unione.

non trascurabile significato⁵⁹⁰.

Tornando alle norme del Trattato, questo prevede espressamente tre ambiti⁵⁹¹ di competenze penali europee. Il primo ambito è quello contemplato dall'art. 83 par. 1⁵⁹² TFUE, che fa riferimento all'adozione di norme minime⁵⁹³ in particolari settori di criminalità particolarmente grave⁵⁹⁴ e transnazionale, espressamente indicati in numero di nove (con la possibilità però di ampliare l'elenco con l'adozione di regolamenti del Consiglio adottati all'unanimità).

L'art. 83 rappresenta un'importante novità politica perché sancisce il definitivo superamento della divisione in pilastri e, nello specifico, della dicotomia tra primo e terzo pilastro, e attribuisce una competenza penale esplicita, da esercitare mediante la procedura

⁵⁹⁰ Non è possibile, in questa sede, soffermarsi su tutte le problematiche e le implicazioni derivanti dalla previsione di tale competenza; per osservazioni critiche si rimanda a BERNARDI, *La competenza penale accessoria dell'Unione Europea: problemi e prospettive*, cit., p. 49 ss. Inoltre, per quanto concerne le modalità di adeguamento dell'ordinamento italiano alla normativa europea cfr. CUPELLI, *L'Italia si adegua al Trattato di Lisbona: pubblicata la nuova legge sulla partecipazione del nostro Paese alla formazione e all'attuazione della normativa e delle politiche dell'Unione Europea*, in www.penalecontemporaneo.it, 7 gennaio 2013.

⁵⁹¹ Sul tema vedi SIRACUSA, *Il transito del diritto penale di fonte europea dalla "vecchia" alla "nuova" Unione post-Lisbona. Considerazioni a partire dalla nuova direttiva in tema di inquinamento delle navi*, in *Riv. trim. dir. pen. econ.*, 4/2010, p. 790 ss. SOTTIS, *Il trattato di Lisbona e le competenze penali dell'Unione europea*, cit., p. 1146 ritiene che la competenza penale indiretta dell'Unione possa essere a sua volta distinta in due tipi: una connessa alle esigenze di realizzare lo Spazio di libertà, sicurezza e giustizia mediante la cooperazione giudiziaria di terzo pilastro (art. 82 TFUE), l'altra alle esigenze di tutelare penalmente gli interessi emergenti dalla legislazione comunitaria di primo pilastro (art. 83 TFUE).

⁵⁹² 1. Il Parlamento europeo e il Consiglio, deliberando mediante direttive secondo la procedura legislativa ordinaria, possono stabilire norme minime relative alla definizione dei reati e delle sanzioni in sfere di criminalità particolarmente grave che presentano una dimensione transnazionale derivante dal carattere o dalle implicazioni di tali reati o da una particolare necessità di combatterli su basi comuni. IT C 83/80 Gazzetta ufficiale dell'Unione europea 30.3.2010

Dette sfere di criminalità sono le seguenti: terrorismo, tratta degli esseri umani e sfruttamento sessuale delle donne e dei minori, traffico illecito di stupefacenti, traffico illecito di armi, riciclaggio di denaro, corruzione, contraffazione di mezzi di pagamento, criminalità informatica e criminalità organizzata.

In funzione dell'evoluzione della criminalità, il Consiglio può adottare una decisione che individua altre sfere di criminalità che rispondono ai criteri di cui al presente paragrafo. Esso delibera all'unanimità previa approvazione del Parlamento europeo.

⁵⁹³ Sul punto cfr. SATTA, *Gli obblighi comunitari di tutela penale ambientale alla luce della direttiva 2008/99/CE e del Trattato di Lisbona*, cit., p. 1225, che in particolare sottolinea che l'adozione avverrà tramite direttive, segnandosi in questo modo una decisa evoluzione nel senso indicato dalla sentenza 13 settembre 2005, estendendone in sostanza la portata a tutti i settori di tutela che appartenevano al Primo Pilastro. L'Autore, però, mostra perplessità circa il rispetto del principio di legalità perché, sebbene l'espressione "norme minime" sembri escludere la possibilità di incidenza dell'opera armonizzatrice su di una puntuale ed esaustiva definizione della norma incriminatrice e a maggior ragione sulle disposizioni di parte generale del diritto penale interno, in ogni caso l'incidenza apparirebbe eccessiva e inaccettabile per i Paesi al cui interno vige il principio di legalità, cioè la maggior parte. Un bilanciamento a questa influenza sarebbe dato dal meccanismo dell'*emergency brake*. Sul punto vedi anche MUSACCHIO, *Il trattato di Lisbona e le basi per un nuovo diritto penale europeo*, in *Riv. pen.*, 2008, 5, p. 473 (a pag. 472 l'Autore svolge considerazioni circa le misure a disposizione degli Stati membri per svolgere un importante ruolo in materia di libertà, sicurezza e giustizia: il controllo preventivo del rispetto del principio di sussidiarietà; la valutazione delle attività di Europol ed Eurojust; il meccanismo di valutazione reciproca gestito insieme alla Commissione).

⁵⁹⁴ Sul punto SOTTIS, *Il trattato di Lisbona e le competenze penali dell'Unione europea*, cit., p. 1154 ritiene che la particolare gravità non possa derivare da altro se non dal fatto che gli stessi illeciti abbiano già registrato un intervento di tipo penale anche a livello nazionale.

legislativa ordinaria e in particolare mediante direttive. Da tempo era apparso necessario il superamento di questa dicotomia, che in passato aveva condotto alla tecnica del “doppio testo”, utilizzata per affiancare alla disciplina extrapenale nelle materie di primo pilastro atti di terzo pilastro che contenessero invece le sanzioni a suo presidio (quindi tramite convenzioni o decisioni quadro, come nel caso della sentenza 13 settembre 2005).

In ogni caso, la previsione di cui all’art. 83 rappresenta un’innovazione perché non solo determina una semplificazione e sana un’aporìa, quella dei provvedimenti “bicefali”, ma supera anche le limitazioni⁸⁶⁹ contenute nella sentenza 23 ottobre 2007, la quale aveva affermato che il potere di stabilire quali violazioni dovessero essere penalmente sanzionate non si estendeva anche alla definizione della tipologia ed entità delle stesse sanzioni penali; cosa che invece la formulazione dell’art. 83 ora consente, prevedendo la possibilità di determinare anche tipologia ed entità delle sanzioni.

Bisogna però sottolineare che sia le competenze previste al par. 1 che quelle del par. 2 sono competenze concorrenti, in quanto presuppongono comunque un importante intervento di attuazione delle direttive da parte degli Stati membri. Tuttavia è possibile operare una distinzione tra i due paragrafi, e parte della dottrina addirittura definisce quelle di cui al par. 1 “dirette”⁵⁹⁵, in quanto inerenti direttamente le materie elencate. Il secondo ambito è previsto dall’art. 83 par. 2 TFUE⁵⁹⁶, e sembra in continuità con quanto previsto dalle sentenze della Corte di Giustizia del 2005 e del 2007 sull’esistenza di competenze penali “implicite” della Comunità, funzionali a garantire l’efficacia delle politiche previste dal Trattato, nei casi di specie in materia di tutela dell’ambiente e di trasporti marittimi⁵⁹⁷.

In questo caso non c’è un’elencazione esplicita delle materie oggetto della competenza penale, ma questa si esercita in tutti i settori in cui risulti “indispensabile” per garantire “l’attuazione efficace di una politica dell’Unione”, a condizione che si tratti di settori già

⁵⁹⁵ PICOTTI, *Limiti garantistici alle incriminazioni penali e nuove competenze europee alla luce del Trattato di Lisbona*, cit., p. 217, terminologia però non condivisa dalla maggior parte della dottrina: tra gli altri vedi SOTIS, *Il trattato di Lisbona e le competenze penali dell’Unione europea*, cit., p. 1151. GULLO, *Deflazione e obblighi di penalizzazione di fonte UE*, cit., p. 8 al riguardo parla di competenza “autonoma”, da distinguersi rispetto a quella “accessoria” del secondo paragrafo. Sempre PICOTTI, *loc. cit.*, riporta che la dottrina tedesca le definisce “originarie” per distinguerle da quelle “accessorie”, contenute al secondo paragrafo,

⁵⁹⁶ 2. Allorché il ravvicinamento delle disposizioni legislative e regolamentari degli Stati membri in materia penale si rivela indispensabile per garantire l’attuazione efficace di una politica dell’Unione in un settore che è stato oggetto di misure di armonizzazione, norme minime relative alla definizione dei reati e delle sanzioni nel settore in questione possono essere stabilite tramite direttive. Tali direttive sono adottate secondo la stessa procedura legislativa ordinaria o speciale utilizzata per l’adozione delle misure di armonizzazione in questione, fatto salvo l’articolo 76.

Sul tema specifico cfr. BERNARDI, *La competenza penale accessoria dell’Unione Europea: problemi e prospettive*, in *Diritto penale contemporaneo – rivista trimestrale*, 1/2012, p. 43 ss.

⁵⁹⁷ Sulle caratteristiche e sui presupposti per l’attivazione dei due tipi di competenze cfr. GULLO, *Deflazione e obblighi di penalizzazione di fonte UE*, cit., p. 8 ss.

oggetto di misure di armonizzazione.

Queste competenze, definite da parte della dottrina “accessorie”, vengono individuate in base a due criteri: la loro strumentalità rispetto al rafforzamento delle politiche dell’Unione, che deve presentarsi in termini di “indispensabilità”⁵⁹⁸; e l’inerenza, appunto, a settori che siano già stati oggetto di misure di armonizzazione. Qui la prospettiva è coerente con il riconoscimento, tramite le sentenze del 2005 e del 2007, di competenze penali implicite, volte a tutelare le politiche e le fonti extrapenali dell’Unione europea, e le competenze enucleabili sulla base di queste premesse appaiono ampie e numerose.

L’art. 83, al terzo paragrafo⁵⁹⁹, introduce però il meccanismo del freno di emergenza (*emergency brake*), che consente a ciascuno Stato membro, il quale ritenga che la direttiva da emanare «incida su aspetti fondamentali del proprio ordinamento giuridico penale», di far sospendere la procedura legislativa ordinaria e adire il Consiglio europeo. Se entro quattro mesi si riesce a trovare un accordo nell’ambito del Consiglio europeo, il progetto viene nuovamente inviato al Consiglio e continua la procedura legislativa ordinaria. Diversamente, se almeno nove stati membri abbiano comunque intenzione di instaurare una cooperazione rafforzata sulla base del progetto di direttiva in questione, ne informano il Parlamento europeo, il Consiglio e la Commissione, e l’autorizzazione si considera concessa.

Infine vi è un terzo settore⁶⁰⁰ di competenza, quello della tutela (non solo penale) degli

⁵⁹⁸ Riguardo questo requisito PICOTTI, *Limiti garantistici alle incriminazioni penali e nuove competenze europee alla luce del Trattato di Lisbona*, cit., p. 221 osserva come tale requisito abbia una base di discrezionalità politica, sebbene essa sia in parte vincolata e controllabile. Al di là dei principi di proporzionalità e di sussidiarietà europea, a parere dell’Autore viene in rilievo il principio di *extrema ratio*, che determinerebbe l’emergere di complesse valutazioni. SOTIS, *Il trattato di Lisbona e le competenze penali dell’Unione europea*, cit., ritiene che l’unico filtro selettivo dell’ambito dell’intervento penale sia determinato dall’indispensabilità, ma che nemmeno questo offra una selezione sufficiente. Il problema sarebbe infatti il termine di riferimento del requisito dell’indispensabilità, e cioè non la tutela del bene giuridico, ma l’attuazione efficace di una politica dell’Unione. In questo modo la norma penale potrebbe paradossalmente risultare idonea a garantire il rispetto della normativa comunitaria, ma inidonea a tutelare il bene giuridico (parla di diritto penale “normativista”). Le perplessità dell’Autore sono aumentate dalla previsione, all’ultimo paragrafo dell’art. 83, del meccanismo dell’*emergency brake*, che non potrebbe mai garantire l’attuazione efficace di una politica dell’Unione, con due possibili conseguenze: o si procederà ugualmente con una cooperazione rafforzata, senza poter raggiungere però l’obiettivo dell’efficace attuazione della politica; oppure si bloccherà la procedura, per tenere fermo il requisito dell’indispensabilità. Sul meccanismo dell’*emergency brake* cfr. MUSACCHIO, *Il trattato di Lisbona e le basi per un nuovo diritto penale europeo*, cit., p. 473

⁵⁹⁹ Qualora un membro del Consiglio ritenga che un progetto di direttiva di cui al paragrafo 1 o 2 incida su aspetti fondamentali del proprio ordinamento giuridico penale, può chiedere che il Consiglio europeo sia investito della questione. In tal caso la procedura legislativa ordinaria è sospesa. Previa discussione e in caso di consenso, il Consiglio europeo, entro quattro mesi da tale sospensione, rinvia il progetto al Consiglio, ponendo fine alla sospensione della procedura legislativa ordinaria. Entro il medesimo termine, in caso di disaccordo, e se almeno nove Stati membri desiderano instaurare una cooperazione rafforzata sulla base del progetto di direttiva in questione, essi ne informano il Parlamento europeo, il Consiglio e la Commissione. In tal caso l’autorizzazione a procedere alla cooperazione rafforzata di cui all’articolo 20, paragrafo 2 del trattato sull’Unione europea e all’articolo 329, paragrafo 1 del presente trattato si considera concessa e si applicano le disposizioni sulla cooperazione rafforzata.

⁶⁰⁰ SOTIS, *Il trattato di Lisbona e le competenze penali dell’Unione europea*, cit., p. 1157 parla al riguardo di una

interessi finanziari europei, che fin dagli anni '80 ha portato a riconoscere alla Comunità prima e all'Unione poi specifici poteri e doveri d'intervento, anche in materia penale⁶⁰¹.

Molto ampie sono le considerazioni che si potrebbero svolgere sull'argomento, perché, grazie alla possibilità di creare una Procura centrale europea, parte della dottrina ha ritenuto di poter parlare di competenza penale "diretta" dell'Unione; tuttavia, non è possibile in questa sede approfondire questo tema così controverso.

Le disposizioni europee in tema di manipolazione del mercato: la Direttiva 2003/6/CE

Ripercorsi i passaggi principali in tema di competenze dell'Unione Europea e caratteristiche generali delle fonti europee, occorre appuntare l'attenzione sul tema specifico delle fonti relative agli abusi di mercato e sul loro recepimento nell'ordinamento italiano.

Innanzitutto occorre valutare che posizione ricopra il mercato finanziario in una prospettiva sovranazionale. Al riguardo, appare condivisa⁶⁰² l'opinione per cui l'interesse al corretto e trasparente funzionamento del mercato sarebbe riconducibile alla categoria dei beni giuridici sovranazionali; ciò sarebbe testimoniato dai penetranti interventi posti in essere a livello europeo in tema di *insider trading* e riciclaggio, interventi che troverebbero la loro base giuridica nei fondamentali principi della libera circolazione dei capitali e delle persone e che attengono alla realizzazione di un mercato unico. Ugualmente sembra indubitabile la rilevanza

competenza penale "quasi-diretta.

⁶⁰¹ All'interno dell'attuale art. 86 confluiscono la previsione dell'art. 325 TFUE (formulazione precedente a Lisbona), già collocato nel primo pilastro; riferimenti agli artt. 29-31, di terzo pilastro; e poi una nuova previsione riguardante l'istituzione di una Procura europea, contemplata per la prima volta nell'attuale art. 86 TFUE.

⁶⁰² Cfr. SICURELLA, *Diritto penale e competenze dell'Unione Europea*, cit., p. 343 ss.; SOTIS, *Il diritto senza codice*, cit., p. 82 ss., che ascrive il corretto funzionamento del mercato ai beni strumentali al funzionamento dell'armonizzazione e dell'attività normativa comunitaria e svolge interessanti considerazioni sul tipo di tutela auspicato dal legislatore europeo. Sempre sul tema della rilevanza del mercato finanziario all'interno dell'Unione Europea cfr. anche CONSULICH, *La giustizia e il mercato*, cit., p. 159 ss., il quale sottolinea come il mercato finanziario rappresenti un aspetto fondamentale all'interno di un'economia moderna, economia che rappresenta il fulcro della costruzione europea che, si ricordi, nasce proprio in funzione di una integrazione economica anche se poi, seguendo il principio funzionalista, ha teso ad ampliare il suo raggio d'azione. Tale Autore critica l'opinione tradizionale secondo cui il mercato finanziario, pur rivestendo una primaria importanza nell'ambito dell'Unione Europea, sarebbe un bene di secondo livello, posto a un rango gerarchico inferiore rispetto agli interessi finanziari dell'Unione Europea; piuttosto, esso dovrebbe rientrare tra i beni di massima rilevanza perché la sua tutela sarebbe indispensabile sia per la legittimazione del progetto europeo che per la prosecuzione della costruzione comunitaria; si potrebbe, dunque, affermare che il mercato sia un interesse coesistente alle finalità politiche ultime dell'Unione Europea. Sebbene il mercato effettivamente sia un bene di particolare rilievo nell'ambito dell'Unione, soprattutto perché rientra tra le sue competenze originarie e, ancora ora, più solide, sembra fuorviante accomunarlo agli interessi finanziari dell'Unione, che attengono alle istituzioni europee in quanto tali e sono coesistenti alla loro esistenza.

a livello sovranazionale dell'economia pubblica, intesa come interesse all'allocazione ottimale delle risorse economiche (necessitante la trasparenza e la legalità delle attività finanziarie), che potrebbe, secondo parte della dottrina, giustificare una competenza dell'Unione quanto alle relative scelte sanzionatorie, incluse, a certe condizioni, quelle penali⁶⁰³.

Tuttavia, la terminologia usata non deve trarre in inganno; l'uso del termine bene giuridico è, in questa sede, improprio, dal momento che, come accennato, gli oggetti di tutela individuati nell'ambito dell'Unione Europea non necessariamente devono presentare i caratteri indispensabili per un bene giuridico a livello nazionale. Anzi: nel seguito apparirà evidente che l'interesse tutelato dal diritto dell'Unione Europea, per quanto rilevante, non corrisponde a un dato pre-positivo ma, piuttosto, sembra coincidere con l'insieme delle norme che regolano il mercato stesso⁶⁰⁴.

Indipendentemente dalla considerazione che un funzionamento del mercato esente da turbative ha avuto a livello europeo, è evidente che una strategia di contrasto agli abusi di mercato non può prescindere dal fatto che in quest'ambito i confini geografici non rilevano e, anzi, i mercati si presentano oggi come integrati e interdipendenti. Anche lo strumento in astratto più adeguato ed efficace, se posto in essere all'interno di un solo Paese, si rivelerà del tutto inutile, non ponendo nessun argine nei confronti delle operazioni poste in essere negli altri Paesi. Se ciò è vero in generale, per tutte le strategie di lotta alla criminalità, lo è però senza dubbio maggiormente in relazione agli abusi di mercato, ove un intervento congiunto appare assolutamente indispensabile.

I primi sintomi⁶⁰⁵ di una tale consapevolezza del legislatore europeo sono riscontrabili nel Piano di azione per i servizi finanziari della Commissione Europea del 1999 e nel Rapporto Lamfalussy del 2001, elaborato dalla Commissione Lamfalussy, ovvero dal Comitato dei saggi per la regolamentazione dei mercati europei dei valori mobiliari.

Tale Rapporto, che è stato approvato dal Consiglio europeo di Stoccolma del marzo 2001 e dal Parlamento europeo con la Risoluzione del 5 febbraio 2002, esponeva come i mercati finanziari europei rappresentassero una realtà piuttosto eterogenea e caratterizzata da una frammentazione dei poteri, da cui derivavano una inefficienza e una rigidità degli stessi. Appariva necessario, d'altra parte, costituire un mercato finanziario integrato, che avrebbe garantito una maggiore efficienza e omogeneità, nonché progressi di carattere economico.

⁶⁰³ In questo senso PEDRAZZI-ALESSANDRI-FOFFANI-SEMINARA-SPAGNOLO, *Manuale di diritto penale dell'impresa*, cit., p. 523.

⁶⁰⁴ Così CONSULICH, *La giustizia e il mercato*, cit., p. 161.

⁶⁰⁵ Sebbene un precedente, anche se più limitato, sia individuabile già nella Direttiva del Consiglio 1989/592/CEE del 13 novembre 1989 relativa al coordinamento delle normative concernenti le operazioni poste in essere da persone in possesso di informazioni privilegiate.

Scopi della normativa a contrasto degli abusi di mercato dovevano essere assicurare l'integrità dei mercati finanziari comunitari e accrescere la fiducia degli investitori negli stessi.

Per il raggiungimento di tali obiettivi, come già accennato, il Comitato ha delineato una strategia basata su quattro livelli di disciplina.

Il primo livello riguarda i principi politici fondamentali che devono indirizzare ogni atto normativo; l'individuazione di tali principi spetta, secondo la procedura di codecisione, al Parlamento e al Consiglio, che devono anche delineare gli aspetti fondamentali delle misure esecutive da delegare al livello 2.

Al livello 2 vengono in rilievo, invece, le competenze della Commissione, delle autorità nazionali di regolamentazione dei mercati e di un Comitato Europeo dei Valori Mobiliari, cui spetta il compito di definire e adottare le modalità di applicazione delle direttive e dei regolamenti quadro elaborati al livello 1. Allo stesso tempo, si auspica anche l'istituzione di un Comitato delle autorità europee di regolamentazione dei valori mobiliari, dotato di funzioni consultive.

Il terzo livello riguarda la cooperazione tra le autorità nazionali di regolamentazione, che devono provvedere alla coerente e uniforme attuazione delle disposizioni dettate nei primi due livelli di intervento.

Infine, al livello 4 interviene la Commissione europea nel suo ruolo di "guardiana dei Trattati"⁶⁰⁶, con la funzione di vigilare sull'applicazione delle norme europee.

Le indicazioni del Comitato Lamfalussy assumono particolare rilievo in quanto rappresentano l'immediato precedente sul quale è fondata la Direttiva 2003/6/CE del Parlamento e del Consiglio, che ha rappresentato il primo atto normativo europeo a interessarsi compiutamente alla tematica degli abusi di mercato.

Il tipo di fonte prescelta, cioè la direttiva, è indicativo del fatto che lo scopo fosse quello di armonizzare le discipline dei diversi Stati membri lasciando tuttavia agli stessi discrezionalità circa gli strumenti da utilizzare per il perseguimento del comune obiettivo di tutela; tuttavia va sottolineato come, pur essendo stata approvata in un momento in cui il Parlamento europeo rivestiva ancora un ruolo di secondo piano tra le istituzioni europee, sia stato utilizzato il metodo legislativo della codecisione, che quindi ha visto collaborare il Parlamento e il Consiglio allo stesso livello, ampliando la legittimazione della fonte europea⁶⁰⁷.

La direttiva nel 1° considerando afferma che «un autentico mercato unico dei servizi finanziari è cruciale per la crescita economica e la creazione di posti di lavoro nella Comunità»

⁶⁰⁶ Per un maggiore approfondimento circa il Rapporto Lamfalussy cfr. PREZIOSI, *La manipolazione di mercato*, cit., p. 21 ss.

⁶⁰⁷ Sottolinea questo aspetto PREZIOSI, *La manipolazione di mercato*, cit., p. 56.

e, nel 2°, che «un mercato finanziario integrato ed efficiente non può esistere senza che se ne tuteli l'integrità. Il regolare funzionamento dei mercati mobiliari e la fiducia del pubblico nei mercati costituiscono fattori essenziali di crescita e di benessere economico. Gli abusi di mercato ledono l'integrità dei mercati finanziari e compromettono la fiducia del pubblico nei valori mobiliari e negli strumenti derivati». Lo scopo del legislatore europeo sembra, quindi, in primo luogo la creazione di mercati finanziari efficienti⁶⁰⁸.

Nel seguito, il testo richiama la relazione finale del Comitato dei Saggi e il sistema di disciplina su quattro livelli, nonché i successivi atti delle istituzioni europee che l'hanno approvata.

Da una complessiva lettura dei considerando emerge che il problema principale a cui la Direttiva intende offrire una soluzione è quello della frammentarietà e della parzialità delle disposizioni volte a regolare gli abusi di mercato nei vari Stati membri, da cui deriva una situazione di incertezza per gli operatori economici.

Il contrasto agli abusi di mercato persegue l'obiettivo di assicurare l'integrità dei mercati finanziari e di accrescere la fiducia degli investitori negli stessi. Affinché il contrasto agli abusi sia efficace è necessaria una uniformità tra le discipline dei diversi Stati, nonché una cooperazione tra gli stessi. Elemento fondamentale, che viene sottolineato in diversi punti della normativa, è la trasparenza, considerata requisito essenziale perché tutti gli operatori economici siano in grado di operare su mercati finanziari integrati e, dunque, una corretta e completa informazione che consenta agli operatori di agire con consapevolezza. I moderni mezzi di comunicazione permettono di garantire una maggiore equità nell'accesso alle informazioni finanziarie tra i professionisti dei mercati finanziari e gli investitori individuali, ma aumentano anche il rischio che si diffondano informazioni false ovvero fuorvianti.

Non manca anche un accenno al rischio alle preoccupazioni degli Stati membri in seguito agli attacchi terroristici dell'11 settembre 2001 per quanto riguarda la lotta al finanziamento delle attività terroristiche, da cui sembra potersi desumere l'ipotizzabilità di un collegamento tra abusi di mercato e finanziamento delle attività terroristiche.

Un altro aspetto rilevante è quello che concerne le autorità di vigilanza nazionali. Al riguardo, i considerando 21 e 36 evidenziano l'importanza del contributo tecnico apportato dall'autorità amministrativa, che va collocato nell'ambito del sistema a quattro livelli già delineato. Vengono, inoltre, fornite delle indicazioni circa le caratteristiche che dovrebbe presentare l'autorità competente al fine di garantire la massima efficienza.

⁶⁰⁸ Sul punto cfr. CONSULICH, *La giustizia e il mercato*, cit., p. 168 ss., il quale ritiene che da ciò derivi che la manipolazione consista nella violazione degli obblighi di correttezza nell'agire nel mercato finanziario, violazione da cui deriverebbe l'inefficienza del mercato stesso.

Passando ad analizzare l'articolato vero e proprio, due sono i temi di maggiore rilievo.

In primo luogo la direttiva, come tipico nelle normative sovranazionali, propone delle definizioni di diversi termini che vanno riferite, innanzitutto, al testo della direttiva stessa. Tra le altre, viene data anche una definizione della manipolazione del mercato⁶⁰⁹, della quale vengono forniti anche degli esempi. In particolare, vengono individuate tre tipologie di manipolazione operativa (lett a e b del co. 1 n. 2), che consistono in operazioni o ordini di compravendita che forniscano o siano suscettibili di fornire indicazioni false o fuorvianti in relazione all'offerta, alla domanda o al prezzo di strumenti finanziari; che consentano, tramite l'azione di una o più persone che agiscono in collaborazione, di fissare il prezzo di mercato di uno o più strumenti finanziari ad un livello anormale o artificiale; che utilizzino artifici o ogni altro tipo di inganno o espediente. Segue una tipizzazione della manipolazione informativa (lettera c), che è integrata dalla diffusione di informazioni che forniscano, o siano suscettibili di fornire, indicazioni false ovvero fuorvianti in merito agli strumenti finanziari. Alla tipizzazione di carattere generale fanno seguito dei veri e propri esempi di condotte che possono essere

⁶⁰⁹ In particolare all'art. 1 co. 1 n. 2): manipolazione del mercato: a) operazioni o ordini di compravendita: - che forniscano, o siano suscettibili di fornire, indicazioni false ovvero fuorvianti in merito all'offerta, alla domanda o al prezzo degli strumenti finanziari, ovvero - che consentano, tramite l'azione di una o di più persone che agiscono in collaborazione, di fissare il prezzo di mercato di uno o più strumenti finanziari ad un livello anormale o artificiale, a meno che la persona che ha compiuto le operazioni o che ha conferito gli ordini di compravendita dimostri che le sue motivazioni per compiere tali operazioni o ordini sono legittime e che dette operazioni o ordini sono conformi alle prassi di mercato ammesse sul mercato regolamentato in questione; b) operazioni o ordini di compravendita che utilizzino artifici o ogni altro tipo di inganno o espediente; c) la diffusione di informazioni tramite i mezzi di informazione, compreso Internet, o tramite ogni altro mezzo, che forniscano, o siano suscettibili di fornire, indicazioni false ovvero fuorvianti in merito agli strumenti finanziari, compresa la diffusione di notizie incontrollate o di informazioni false ovvero fuorvianti, se la persona che le ha diffuse sapeva o avrebbe dovuto sapere che le informazioni erano false o fuorvianti. Con riferimento ai giornalisti che operano nello svolgimento della loro attività professionale, tale diffusione di informazioni va valutata, fatto salvo l'articolo 11, tenendo conto delle norme deontologiche proprie di detta professione, a meno che dette persone traggano, direttamente o indirettamente, vantaggi o benefici dalla diffusione delle informazioni in questione. In particolare dalle definizioni centrali riportate alle lettere a), b) e c) di cui sopra, derivano i seguenti esempi: - il comportamento di una persona o di più persone che agiscono in collaborazione per acquisire una posizione dominante sulla offerta o sulla domanda di uno strumento finanziario che abbia l'effetto di fissare, direttamente o indirettamente, i prezzi di acquisto o di vendita o altre condizioni commerciali non corrette, - l'acquisto o la vendita di strumenti finanziari alla chiusura del mercato con l'effetto di ingannare gli investitori che agiscono sulla base dei prezzi di chiusura, - l'avvantaggiarsi di un accesso occasionale o regolare ai mezzi di informazione tradizionali o elettronici diffondendo una valutazione su uno strumento finanziario (o indirettamente sul suo emittente) dopo aver precedentemente preso posizione su quello strumento finanziario, beneficiando di conseguenza dell'impatto della valutazione diffusa sul prezzo di detto strumento, senza aver allo stesso tempo comunicato al pubblico, in modo corretto ed efficace, l'esistenza di tale conflitto di interessi. Le definizioni di manipolazione di mercato sono adattate in modo da garantire la possibilità di includere nuovi tipi di attività che in base alla prassi costituiscono manipolazioni di mercato.

ricondotti alla manipolazione del mercato⁶¹⁰.

Dalla lettura della disposizione europea è evidente che essa copre un ambito più vasto di quello della fattispecie penale nazionale, ma non bisogna dimenticare che la definizione vale in generale, ricomprendendo anche possibili illeciti amministrativi.

Una particolare problematica derivante da una tale tipizzazione in sede sovranazionale è stata quella della pretesa possibilità di punire la manipolazione anche a titolo di colpa⁶¹¹; tale ipotesi si fonda sulla considerazione che la normativa comunitaria omette di specificare l'elemento soggettivo che deve sorreggere le condotte, limitandosi a descriverne la fattispecie oggettiva. Da ciò, parte della dottrina ha dedotto la possibilità di delineare una fattispecie colposa di manipolazione del mercato.

Tale conclusione non appare condivisibile per una serie di motivi.

In primo luogo, la direttiva europea dà una definizione di ciò che deve intendersi per manipolazione del mercato all'interno della direttiva stessa e, di conseguenza, che tale deve essere considerato negli ordinamenti nazionali. Tuttavia, non richiede di punire penalmente le condotte indicate e, soprattutto, non pretende che eventuali illeciti penali siano costruiti pedissequamente sulla base degli elementi indicati. Anzi: la regola, come si vedrà nel seguito, è quella della punibilità a titolo di illecito amministrativo. Sembra che la normativa europea si fermi agli aspetti oggettivi perché è da questi che emerge una possibile disfunzionalità per i mercati finanziari, come evidenziato dalle considerazioni di carattere tecnico che stanno alla base delle previsioni della direttiva⁶¹².

In secondo luogo, anche se la direttiva volutamente non specificasse l'elemento soggettivo necessario, proprio per lasciare al legislatore nazionale la libertà di punire le condotte anche a titolo di colpa, ciò non implicherebbe affatto un obbligo in tal senso ma, appunto, l'esistenza di una discrezionalità dei legislatori nazionali. Una fattispecie di manipolazione del mercato colposa è stata espressamente esclusa nel nostro ordinamento in base a considerazioni che appaiono assolutamente condivisibili; se anche il legislatore europeo lasciasse aperta questa possibilità, dunque, a livello interno essa sarebbe comunque respinta.

Ancora, proprio il fatto che per la direttiva la regola sia la punibilità a titolo di illecito amministrativo aiuta a risolvere il problema: sembra perfettamente coerente con le disposizioni sovranazionali che le ipotesi più gravi (in termini di offensività) e sorrette dal dolo

⁶¹⁰ Come nota SAPONARO, *Market Abuse: disciplina a tutela dei mercati finanziari*, cit., p. 769

⁶¹¹ Cfr. TISEO, *La direttiva 2003/6/CE relativa all'abuso di informazioni privilegiate e alla manipolazione del mercato (abusi di mercato)*, *Approfondimenti penali*, in *Dir. e Form.*, 11/2004, p. 1546; *contra* MEGLIANI, *La direttiva comunitaria sugli abusi di mercato e il nuovo sistema sanzionatorio*, in *Dir. del comm. int.*, 2, 2006, p. 75 ss.

⁶¹² PREZIOSI, *La manipolazione di mercato*, cit., p. 59 ss. sulle ragioni alla base del divieto di manipolazione del mercato.

siano punite a titolo di illecito penale, mentre quelle meno gravi possano rientrare nell'ambito dell'illecito amministrativo, punibile indifferentemente a titolo di dolo o di colpa. Se anche la direttiva europea lascia spazio alla colpa, dunque, non solo non è obbligatorio punire anche a titolo di colpa, trattandosi di una direttiva di armonizzazione, ma anche volendo seguire questa indicazione lo si potrà fare nell'ambito degli illeciti meno gravi.

Infine, un ultimo ordine di considerazioni. Dall'analisi delle condotte indicate nell'art. 1 della direttiva sembra che solo uno spazio molto limitato possa essere riservato a una punizione a titolo di colpa⁶¹³; in effetti, l'unica ipotesi che sembra compatibile con tale elemento soggettivo è la manipolazione informativa, ove si prevede espressamente la possibilità che la persona la quale ha diffuso le informazioni non sapesse ma (quanto meno) dovesse sapere che esse fossero false e fuorvianti. È evidente, quindi, che il problema riguarda una porzione molto limitata delle condotte descritte nella definizione. Del resto, in sede di recepimento, è stata mantenuta l'indicazione della punibilità a titolo di colpa, ma soltanto con sanzione amministrativa⁶¹⁴.

Inoltre, un ulteriore elemento può essere ricavato dalla direttiva 2003/124/CE, che contribuisce all'individuazione delle condotte di manipolazione del mercato. La direttiva indica dei modelli comportamentali⁶¹⁵ a cui sarebbe riconducibile una significativa attitudine

⁶¹³ Cfr. PREZIOSI, *La manipolazione di mercato*, cit., p. 90 ss. per un'analisi approfondita delle singole condotte descritte dal legislatore europeo e della loro compatibilità con l'elemento soggettivo della colpa.

⁶¹⁴ Per un confronto tra la manipolazione informativa colposa descritta in sede europea e il suo recepimento nell'ordinamento italiano cfr. PREZIOSI, *La manipolazione di mercato*, cit., p. 100.

⁶¹⁵ Il riferimento è all'Articolo 4:

Manipolazioni consistenti nel fornire indicazioni false o fuorvianti e nel fissare i prezzi

Ai fini dell'applicazione dell'articolo 1, punto 2, lettera a), della direttiva 2003/6/CE, fatti salvi gli esempi di cui all'articolo 1, punto 2, secondo comma, gli Stati membri assicurano che i partecipanti al mercato e le autorità competenti, al momento di esaminare le operazioni o gli ordini di compravendita, tengano conto delle indicazioni di cui al successivo elenco non esaustivo, le quali non devono essere considerate come costituenti di per sé una manipolazione di mercato:

- a) la misura in cui gli ordini di compravendita impartiti o le operazioni eseguite rappresentano una quota significativa del volume giornaliero di scambi dello strumento finanziario pertinente nel mercato regolamentato interessato, in particolare quando tali attività determinano una significativa variazione del prezzo dello strumento finanziario;
- b) la misura in cui gli ordini di compravendita impartiti o le operazioni eseguite da soggetti con una significativa posizione di acquisto o di vendita su uno strumento finanziario determinano significative variazioni del prezzo dello strumento finanziario o dello strumento derivato collegato o dell'attività sottostante ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato;
- c) se le operazioni eseguite non determinano alcuna variazione nella proprietà beneficiaria di uno strumento finanziario ammesso alla negoziazione in un mercato regolamentato;
- d) la misura in cui gli ordini di compravendita impartiti o le operazioni eseguite prevedono inversioni di posizione nel breve periodo e rappresentano una quota significativa del volume giornaliero di scambi dello strumento finanziario pertinente nel mercato regolamentato interessato e possono associarsi a significative variazioni del prezzo di uno strumento finanziario ammesso alla negoziazione in un mercato regolamentato;
- e) la misura in cui gli ordini di compravendita impartiti o le operazioni eseguite sono concentrati in un breve lasso di tempo nel corso della sessione di negoziazione e determinano una variazione del prezzo che successivamente si inverte;

manipolativa; tali modelli sono descritti senza alcun riferimento a elementi soggettivi o di scopo, ma soltanto rappresentando connotati modali della condotta, situazioni circostanziali ad essa o effetti determinati dall'operazione finanziaria⁶¹⁶. Tuttavia, anche tali esempi dovrebbero essere interpretati nel senso che non possa sussistere manipolazione, a meno che l'unica ragione d'essere dell'operazione stia nella sua capacità di alterare il prezzo di uno strumento finanziario.

L'argomento più significativo in questo senso sembra consistere nella previsione delle prassi di mercato e dei motivi legittimi come cause di esclusione della punibilità; come si è già sottolineato, tali elementi fanno optare per la necessità di un disvalore di azione (che tuttavia nell'illecito amministrativo sarà attenuato) e l'insufficienza del solo elemento oggettivo.

Il secondo tema di rilievo contenuto nella direttiva è quello concernente le sanzioni; sul punto, il 38° considerando afferma che «ogni violazione dei divieti o degli obblighi fissati dalla presente direttiva dovrà essere tempestivamente scoperta e sanzionata. A tal fine le sanzioni dovrebbero essere sufficientemente dissuasive, proporzionate alla gravità della violazione e agli utili realizzati e dovrebbero essere applicate coerentemente»; inoltre, «al momento di definire le misure e le sanzioni amministrative, gli Stati membri dovrebbero tener presente la necessità di garantire una certa omogeneità di regolamentazione da uno Stato membro all'altro». All'art. 5, poi, si statuisce che «gli Stati membri vietano a qualsiasi persona fisica o giuridica di porre in essere manipolazioni del mercato».

Al riguardo, tuttavia, la disposizione più rilevante è quella dell'art. 14, che afferma: «Fatto salvo il diritto degli Stati membri di imporre sanzioni penali, gli Stati membri sono

f) la misura in cui gli ordini di compravendita impartiti modificano la rappresentazione dei migliori prezzi delle proposte in denaro e lettera di uno strumento finanziario ammesso alla negoziazione in un mercato regolamentato o, più in generale, la misura in cui essi modificano la rappresentazione del prospetto degli ordini a disposizione dei partecipanti al mercato, e sono revocati prima della loro esecuzione;

g) la misura in cui gli ordini vengono impartiti e le operazioni eseguite al momento o intorno al momento in cui vengono calcolati i prezzi di riferimento, i prezzi di regolamento e i prezzi di valutazione, determinando variazioni nei prezzi che hanno effetti su detti prezzi di riferimento, di regolamento o di valutazione.

e all'articolo 5:

Manipolazioni consistenti nell'utilizzazione di artifici o di ogni altro tipo di inganno o espediente

Ai fini dell'applicazione dell'articolo 1, punto 2, lettera b), della direttiva 2003/6/CE, fatti salvi gli esempi di cui all'articolo 1, punto 2, secondo comma, gli Stati membri assicurano che i partecipanti al mercato e le autorità competenti, al momento di esaminare le operazioni o gli ordini di compravendita, tengano conto delle indicazioni di cui al successivo elenco non esaustivo, le quali non devono essere considerate come costituenti di per sé una manipolazione di mercato:

a) se gli ordini di compravendita impartiti o le operazioni eseguite da persone sono preceduti o seguiti dalla diffusione di informazioni false o fuorvianti da parte delle stesse persone o da persone ad esse collegate;

b) se vengono impartiti ordini di compravendita o eseguite operazioni da parte di persone, prima o dopo che le stesse persone o persone ad esse collegate abbiano elaborato o diffuso ricerche o raccomandazioni di investimento errate o tendenziose o manifestamente influenzate da interessi rilevanti.

⁶¹⁶ Cfr. CONSULICH, *La giustizia e il mercato*, cit., p. 169.

tenuti a garantire, conformemente al loro ordinamento nazionale, che possano essere adottate le opportune misure amministrative o irrogate le opportune sanzioni amministrative a carico delle persone responsabili del mancato rispetto delle disposizioni adottate in attuazione della presente direttiva. Gli Stati membri sono tenuti a garantire che tali misure siano efficaci, proporzionate e dissuasive.

2. La Commissione stila, in conformità della procedura di cui all'articolo 17, paragrafo 2, un elenco indicativo delle misure e delle sanzioni amministrative di cui al paragrafo 1.

3. Gli Stati membri fissano le sanzioni da applicare per l'omessa collaborazione alle indagini di cui all'articolo 12.

4. Gli Stati membri provvedono affinché l'autorità competente possa divulgare al pubblico le misure o sanzioni applicate per il mancato rispetto delle disposizioni adottate in attuazione della presente direttiva, salvo il caso in cui la divulgazione possa mettere gravemente a rischio i mercati finanziari o possa arrecare un danno sproporzionato alle parti coinvolte».

Come è evidente, dunque, la direttiva in esame non contiene alcun obbligo di incriminazione, dal momento che non solo non fornisce indicazioni circa i caratteri minimi dell'illecito penale, ma, soprattutto, non richiede di sanzionare penalmente i divieti, rimettendo tale scelta alla discrezionalità dei singoli Stati membri.

Si tratta, come già evidenziato, di una tipica direttiva di armonizzazione che mira all'avvicinamento delle normative dei diversi Stati membri, pur senza imporre l'introduzione di sanzioni particolari; l'unico obbligo sembra essere quello di introdurre misure o sanzioni amministrative, anche se, proprio nell'ottica descritta, non ne vengono precisate caratteristiche e quantità⁶¹⁷. L'uso dello strumento penale è, invece, rimesso alla discrezionalità degli Stati membri.

Parte della dottrina⁶¹⁸ ha visto in questa scelta una sorta di "irrigidimento" del legislatore europeo, che si porrebbe a metà strada tra la piena discrezionalità normalmente lasciata agli Stati membri nell'ambito delle direttive di armonizzazione e quello che sarà, poi, il contenuto della Direttiva 2008/99/CE del 19 novembre 2008 sulla tutela dell'ambiente, ove verrà richiesto espressamente che le violazioni di determinate disposizioni vengano punite con

⁶¹⁷ Al riguardo MEGLIANI, *La direttiva comunitaria sugli abusi di mercato*, cit., ritiene che la preferenza in sede sovranazionale per la sanzione amministrativa derivi da tre considerazioni: in primo luogo, dal fatto che tale scelta consentirebbe più facilmente un'armonizzazione tra le discipline degli Stati membri, il che contribuirebbe a garantire la credibilità del sistema; in secondo luogo, si tratterebbe di un meccanismo sanzionatorio più "immediato", che sarebbe in grado di meglio tutelare il funzionamento dei mercati finanziari; infine, sarebbe possibile l'applicazione uniforme delle sanzioni mediante la cooperazione tra le autorità amministrative.

⁶¹⁸ CONSULICH, *La giustizia e il mercato*, cit., p. 176 ss.

sanzioni penali efficaci, proporzionate e dissuasive. L'obbligo di previsione di misure e sanzioni amministrative limiterebbe, quindi, l'assoluta discrezionalità dei legislatori nazionali ed escluderebbe la possibilità di introdurre altre sanzioni a carattere extrapenale: l'unico spazio di manovra lasciato agli Stati concernerebbe la possibilità di introdurre, oltre alla sanzione amministrativa, anche una penale; oltre, naturalmente, alla possibilità di depenalizzare l'illecito di manipolazione del mercato.

Al riguardo si è ipotizzato⁶¹⁹ che, nonostante l'apparente ampiezza della libertà concessa, il legislatore italiano fosse sottoposto a due condizionamenti⁶²⁰: uno di carattere relativo e uno assoluto. In particolare, quello relativo si fonderebbe sulla necessità di una "simmetria" del sistema punitivo relativo ai mercati: al momento dell'entrata in vigore della direttiva esistevano, nell'ordinamento italiano, diverse ipotesi di reato riconducibili all'aggiotaggio. Se il legislatore italiano avesse deciso, in sede di recepimento, di optare per il ricorso esclusivo alla sanzione amministrativa per condotte manipolative aventi ad oggetto strumenti quotati, ciò avrebbe determinato un'irragionevole disparità di trattamento per condotte analoghe, sanzionando in maniera più lieve i comportamenti maggiormente pericolosi per il pubblico risparmio, cioè quelli aventi ad oggetto strumenti quotati.

Esisterebbe, inoltre, un condizionamento assoluto che porterebbe a ritenere che l'obbligo di tutela adeguata di cui all'art. 14 della direttiva rappresenterebbe, per l'ordinamento italiano, un obbligo di tutela penale. Secondo questa teoria, infatti, la sanzione amministrativa, per come è strutturata, nel nostro ordinamento, in relazione ai mercati finanziari, non sarebbe caratterizzata da quell'effettività che sarebbe indispensabile per considerarla efficace,

⁶¹⁹ Le considerazioni sono di CONSULICH, *La giustizia e il mercato*, cit., p. 180 ss. L'Autore richiama, tra gli argomenti a sostegno del condizionamento relativo, l'obbligo di una tutela per assimilazione, sul quale si fonderebbe l'esigenza, al momento di dover presidiare un interesse protetto da un precetto comunitario, di apprestare non solo una sanzione analoga a quella prevista per la tutela di un bene analogo nella legislazione nazionale, ma anche ugualmente efficace. Tale argomento non appare però del tutto coerente con il tema in esame, dal momento che qui non si tratta di tutelare una sorta di mercato finanziario europeo in aggiunta al mercato finanziario interno, ma di garantire una tutela uniforme ed efficace tra tutti i Paesi membri, per cui il richiamo alla tutela per assimilazione non è del tutto appropriato. Allo stesso modo, non appaiono condivisibili le ragioni della critica all'introduzione, all'interno del T.U.F., di una fattispecie *ad hoc* in tema di manipolazione del mercato. Come è noto, al momento del recepimento della direttiva tutte le ipotesi di aggiotaggio "speciale" erano contenute nell'art. 2637 c.c. Il legislatore, successivamente, ha (nuovamente) "scorporato" l'aggiotaggio su strumenti finanziari dalla disposizione dell'art. 2637 e l'ha inserito nell'art. 185 T.U.F. Il problema non è tanto (o almeno non solo) il fatto che il legislatore non abbia voluto discostarsi dalle scelte sanzionatorie operate nel passato e abbia applicato la strategia del "*more of the same*" replicando opzioni già seguite, quanto che abbia moltiplicato le fattispecie. Se la scelta doveva rimanere nel senso della sanzione penale, essa era già inclusa nell'art. 2637 c.c. Tale soluzione potrebbe, d'altra parte, essere giustificata dalla necessità di riunire tutte le sanzioni, penali e amministrative, a presidio dei mercati finanziari in un unico testo normativo, per ragioni di coerenza, completezza e chiarezza.

⁶²⁰ Analizzati i criteri distintivi tra illecito penale ed amministrativo e soffermatosi in particolare sul principio di proporzione anche GALLI, *La disciplina italiana in tema di abusi*, cit., p. 67 sembra ipotizzare che la scelta del legislatore italiano fosse fortemente condizionata nel senso di un mantenimento della sanzione penale.

proporzionata e dissuasiva, ovvero adeguata in relazione alle pretese sanzionatorie dell'Unione Europea. I controlli e l'*enforcement* di carattere extrapenale sarebbero, secondo questa opinione, carenti in ragione di una strutturale inefficienza degli apparati preposti all'applicazione delle sanzioni amministrative in tema di illeciti finanziari. Dal momento che «il giudizio sull'idoneità ed efficacia della sanzione attiene all'adeguatezza funzionale della sanzione amministrativa, per come strutturalmente conformata entro un concreto ordinamento e sulla base dei dati relativi all'effettiva operatività in un dato momento storico»⁶²¹, e dal momento che la sanzione amministrativa nel nostro ordinamento non era, almeno al momento del recepimento della direttiva, adeguata, essa non è sufficiente per rispettare i seppur limitati vincoli imposti dalla normativa sovranazionale. Di conseguenza, la scelta verso una sanzione (anche) penale sarebbe obbligata.

In realtà, non sembra che questa sia l'unica soluzione; innanzitutto non è affatto provato che l'uso della sanzione penale in quest'ambito presenti una maggiore effettività rispetto alla sanzione amministrativa. Anzi, dal momento che presentano entrambe una carenza di effettività sembra più probabile che il risultato sperato venga raggiunto attraverso un miglioramento dei meccanismi di controllo amministrativi, piuttosto che attraverso lo strumento più gravoso. Nulla sembra vietare, infatti, che una soluzione possa essere cercata in una messa a punto e in un adattamento del sistema esistente, non solo dal punto di vista sanzionatorio ma anche del controllo preventivo, che consenta di meglio verificare la correttezza delle operazioni finanziarie.

Dal punto di vista delle conseguenze effettive sull'ordinamento italiano, esse appaiono piuttosto limitate, almeno sotto il profilo del diritto penale⁶²².

Come è noto, il nostro ordinamento già prevedeva, infatti, una sanzione penale per determinate condotte è difficile immaginare una completa depenalizzazione in ragione del fatto che la normativa europea "si accontentasse" di misure e sanzioni amministrative; come l'esperienza insegna, è più facile introdurre nuove sanzioni penali che eliminarle. Inoltre, non sembrerebbe nemmeno ragionevole una depenalizzazione fondata su valutazioni molto elastiche svolte a livello europeo, soprattutto in un ambito dove, sembra, la sanzione penale comunque può svolgere un ruolo importante.

L'impatto maggiore sembra aversi, dunque – almeno in Italia – sotto il profilo del diritto amministrativo.

Come già precisato, infatti, con la cd. Legge comunitaria 2004 è stato introdotto nel

⁶²¹ CONSULICH, *La giustizia e il mercato*, cit., p. 185.

⁶²² Sugli elementi che il legislatore italiano ha dovuto tenere in considerazione al momento del recepimento della direttiva cfr. GALLI, *La disciplina italiana in tema di abusi di mercato*, cit., p. 59.

nostro ordinamento, all'art. 187-ter T.U.F., l'illecito amministrativo di manipolazione del mercato; inoltre, è stata modificata la struttura del Testo Unico, con l'introduzione di un titolo ad hoc (l'I-bis) dedicato agli illeciti di abuso di informazioni privilegiate e manipolazione del mercato, all'interno del quale è stato inserito anche un novellato art. 185 T.U.F. contenente la fattispecie di manipolazione del mercato, "scorporata" dall'art. 2637 c.c. L'effetto, quindi, è stato quello di introdurre una doppia sanzione, penale ed amministrativa, aventi ambiti di applicazione parzialmente coincidenti⁶²³ e incluse in uno specifico testo normativo.

Alla Direttiva Market Abuse hanno fatto seguito ulteriori atti normativi volti a regolare specifiche questioni: innanzitutto la Direttiva 2003/124/CE della Commissione del 22 dicembre 2003, volta a chiarire il contenuto delle definizioni di "informazione privilegiata" e "manipolazione del mercato". In secondo luogo è stata emanata la Direttiva 2003/125/CE della Commissione del 22 dicembre 2003, che riguarda aspetti tecnici relativi alla diffusione di ricerche e altre informazioni e la corretta presentazione delle raccomandazioni di investimento e la comunicazione al pubblico di conflitti di interesse. Ancora, sono stati emanati il Regolamento CE n. 2273/2003 della Commissione, relativo alla negoziazione di azioni proprie e alle operazioni di stabilizzazione degli strumenti finanziari e la Direttiva 2004/72/CE della Commissione del 29 aprile 2004, che include diversi temi, tra cui le prassi ammesse, la definizione di informazione privilegiata in relazione agli strumenti finanziari su merci e l'istituzione di un registro delle persone aventi accesso a informazioni privilegiate.

Tali atti sono tutti riconducibili al livello 2 della struttura elaborata dal Comitato Lamfalussy e sono volti a specificare aspetti già contenuti nella Direttiva 2003/6/CE⁶²⁴.

La Direttiva 2014/57/ UE e il Regolamento 596/2014

La situazione degli obblighi di tutela imposti a livello sovranazionale è completamente mutata con l'introduzione, nel 2014 della direttiva 2014/57/UE del Parlamento europeo e del Consiglio e del regolamento UE 596/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio, entrambi datati 16 aprile 2014.

Prima di analizzare nel dettaglio le novità introdotte da tali fonti occorre, tuttavia,

⁶²³ Sui problemi di coordinamento tra sanzione penale ed amministrativa e per un confronto con altri Stati membri che hanno adottato la medesima strategia cfr. GALLI, *La disciplina italiana in tema di abusi di mercato*, cit., p. 64 ss. Lo stesso Autore si mostra (p. 71) critico nei confronti di questa scelta, se non altro per la difficoltà di distinguere tra condotte meritevoli della sanzione penale.

⁶²⁴ Su tali misure di attuazione cfr. PREZIOSI, *La manipolazione di mercato*, cit., p. 33 ss.

inquadrare brevemente il processo che ne ha determinato la venuta alla luce.

Come si è visto, la direttiva 2003/6/CE forniva indicazioni piuttosto elastiche quanto alle sanzioni da porre contro gli abusi di mercato; l'unico dato inequivoco era la necessità di introdurre sanzioni o misure amministrative.

Ebbene, alcuni anni dopo l'emanazione della direttiva, in seguito alla crisi finanziaria mondiale, la Commissione europea ha incaricato un gruppo di esperti di alto livello, con a capo Jacques de Larosière, di individuare il modo in cui rafforzare i meccanismi europei di vigilanza al fine di garantire una migliore tutela dei cittadini e di ristabilire la fiducia nel sistema finanziario.

Tale gruppo di lavoro ha prodotto, nel 2009, un *report*⁶²⁵ in cui vengono analizzate le cause della crisi finanziaria e individuate alcune soluzioni in grado di migliorare il funzionamento del mercato finanziario. Il gruppo di lavoro pone l'attenzione su diversi aspetti di carattere tecnico, relativi alla vigilanza e alla gestione delle banche, alla contabilità, ai mercati dei derivati e ai fondi di investimento. Tra l'altro, si raccomanda l'istituzione di un organismo europeo con l'incarico di sorvegliare il rischio nell'intero sistema finanziario, organismo che è poi venuto ad esistenza con il nome di Comitato Europeo per il Rischio Sistemico (CERS), istituito con Regolamento (UE) n. 1092/2010 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 24 novembre 2010.

Sotto il profilo che qui più nello specifico interessa, il Gruppo de Larosière prende atto del fatto che nell'Unione Europea manca un insieme coerente e omogeneo di norme che regolino i mercati finanziari⁶²⁶, caratteristica che presenta delle ricadute in termini di inefficienza sul mercato unico⁶²⁷, e auspica che “nel futuro gli Stati membri e il Parlamento

⁶²⁵ Che si può consultare all'indirizzo:

https://www.esrb.europa.eu/shared/pdf/de_larosiere_report_it.pdf?90d9f38cf9fd238687aed65fb8eaab94

⁶²⁶ Cfr., in particolare, p. 30 del rapporto, dove si afferma: «100) Per essere efficiente, il mercato unico dovrebbe disporre di un insieme armonizzato di norme di base. 101) Le ragioni sono almeno quattro:

- un mercato finanziario unico, che è una delle caratteristiche principali dell'Unione, non può funzionare correttamente se le normative nazionali differiscono in misura significativa da un paese all'altro;
- una tale diversità crea necessariamente distorsioni della concorrenza tra istituti finanziari e incita all'arbitraggio regolamentare;
- per i gruppi transfrontalieri, la diversità normativa ostacola l'efficacia e si scontra con il normale approccio dei gruppi in materia di gestione del rischio e di allocazione dei capitali;
- in caso di carenze istituzionali, la gestione delle crisi da parte degli istituti transfrontalieri è ancora più difficile.

102) Il quadro normativo in vigore in Europa manca di coesione. La causa principale di questa situazione è nella facoltà concessa agli Stati membri dell'UE di scegliere fra diverse opzioni nell'attuazione delle direttive comunitarie. Queste opzioni generano una grande diversità nel recepimento negli ordinamenti nazionali, in funzione delle tradizioni, della legislazione e delle pratiche locali».

⁶²⁷ Si afferma infatti nel *report*: «104) Come è stato sottolineato in precedenza, più che la crisi, la maggior parte dei problemi riguarda l'efficienza del mercato finanziario unico. In questa sede vanno formulate tre osservazioni: in primo luogo, il mandato del presente gruppo non si limita alle raccomandazioni direttamente legate ai problemi emersi nel contesto della crisi; in secondo luogo, un certo numero di

europeo evitino di ricorrere ad atti normativi che permettono un recepimento e un'attuazione non uniformi»⁶²⁸.

Sebbene i lavori del gruppo si focalizzino principalmente sull'attività di vigilanza e sulla necessità dell'istituzione di un'autorità di vigilanza europea e della cooperazione tra le autorità nazionali ⁶²⁹, si fa cenno, dunque, anche alla pressante necessità di uniformare le regolamentazione dei diversi Stati membri.

In risposta alle carenze evidenziate dopo l'entrata in vigore della Direttiva 2003/6/CE e data la generale insoddisfazione circa i risultati derivanti dalla stessa sono stati emanati la Direttiva 2014/57/UE del Parlamento europeo e del Consiglio del 16 aprile 2014 e il Regolamento (UE) n. 596/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio, anch'esso datato 16 aprile 2014, che ha abrogato la direttiva 2003/6/CE del Parlamento europeo e del Consiglio e le direttive 2003/124/CE, 2003/125/CE e 2004/72/CE della Commissione. Tali atti normativi – l'uno dedicato principalmente alle sanzioni penali, l'altro alle misure e sanzioni amministrative – hanno, sostanzialmente, capovolto i criteri adottati dalla direttiva del 2003.

In particolare, la Direttiva 2014/57/UE prende atto della situazione descritta dal gruppo di lavoro (3° considerando) e inoltre pone in rilievo come non solo non tutte le autorità amministrative nazionali siano dotate dei poteri necessari a prevenire gli abusi di mercato ma come, anche negli Stati ove sono previste misure e sanzioni amministrative a presidio del corretto funzionamento del mercato, esse siano insufficienti e si siano dimostrate inidonee a garantire il rispetto delle norme intese a prevenire gli abusi di mercato.

Da ciò si fa derivare la necessità di adottare sanzioni che siano più incisive ma, soprattutto, che presentino un maggiore grado di omogeneità all'interno dell'Unione Europea, al fine di garantire un'uniformità nelle condizioni applicative dei diversi Stati membri e di evitare che vengano posti in essere abusi di mercato negli Stati che li sanzionano in maniera più mite⁶³⁰.

differenze importanti tra Stati membri (diverse normative in materia fallimentare, diversi obblighi di informazione, diverse definizioni di capitale economico, ecc.) hanno reso più acuti i problemi di prevenzione e di gestione della crisi; in terzo luogo, la crisi ha dimostrato che le misure di politica finanziaria adottate in un dato paese possono avere effetti pregiudizievoli in altri. Per evitare per quanto possibile ripercussioni negative e creare la fiducia necessaria, sono necessari alcuni accordi istituzionalizzati e vincolanti».

⁶²⁸ Si tratta della 10° Raccomandazione contenuta nel *report*.

⁶²⁹ Sul contenuto e sulle conseguenze derivanti dal *report* del gruppo de Larosière sulle autorità di vigilanza nazionali cfr. anche l'audizione del Presidente della Consob Lamberto Cardia alla Camera dei Deputati: www.consob.it/documenti/.../Audizioni/audizione_cardia_20090916.pdf

⁶³⁰5° considerando: L'adozione di sanzioni amministrative da parte degli Stati membri si è finora rivelata insufficiente a garantire il rispetto delle norme intese a prevenire e combattere gli abusi di mercato.

6° considerando: È essenziale rafforzare il rispetto delle norme sugli abusi di mercato istituendo sanzioni penali, che dimostrino una forma più forte di disapprovazione sociale rispetto alle sanzioni amministrative. Introducendo sanzioni penali almeno per le forme gravi di abusi di mercato, si stabiliscono confini chiari

In particolare, sarebbe necessario introdurre sanzioni penali almeno per i casi di abusi di mercato gravi; tali dovrebbero essere considerate, con riguardo alla manipolazione del mercato, le ipotesi in cui l'abuso sia commesso dolosamente e inoltre sia "elevato l'impatto sull'integrità del mercato, il profitto effettivo o potenziale ritratto ovvero la perdita evitata, la misura del danno cagionato al mercato, dell'alterazione del valore dello strumento finanziario o del contratto a pronti su merci ovvero l'ammontare dei fondi utilizzati in origine oppure quando la manipolazione è commessa da soggetti impiegati o che lavorano all'interno del settore finanziario ovvero presso un'autorità di vigilanza o di regolamentazione"⁶³¹.

Inoltre, sarebbe necessario punire la manipolazione del mercato anche a titolo di tentativo.

Ancora, il 23° considerando⁶³² pone luce sulla questione del dolo, affrontata in relazione alla direttiva del 2003: da tale disposizione emerge che gli illeciti penali dovrebbero essere puniti solo a titolo di dolo, mentre per le ipotesi meno gravi – dunque punibili a titolo di illecito amministrativo - non sarebbe necessario tale accertamento.

Il contenuto fondamentale della direttiva in esame sta nell'individuazione di norme minime relative alle sanzioni penali in tema di abusi di mercato e, in particolare, alla previsione di un livello minimo di pena detentiva massima. In particolare, l'art. 7 in relazione alla

per i tipi di comportamenti che sono ritenuti particolarmente inaccettabili e si trasmette al pubblico e ai potenziali contravventori il messaggio che tali comportamenti sono considerati molto seriamente dalle autorità competenti.

7° considerando: Non tutti gli Stati membri hanno previsto sanzioni penali per alcune forme di violazioni gravi della normativa nazionale di attuazione della direttiva 2003/6/CE. Approcci differenti degli Stati membri recano pregiudizio all'uniformità delle condizioni operative nel mercato interno e possono fornire un incentivo ad attuare abusi di mercato negli Stati membri che non prevedono sanzioni penali per tali reati. Inoltre, finora non è stato stabilito a livello dell'Unione quale condotta sia da considerare una violazione grave delle norme sugli abusi di mercato. È pertanto opportuno stabilire norme minime con riguardo alla definizione di reati commessi da persone fisiche, sulla responsabilità delle persone giuridiche e sulle relative sanzioni. L'adozione di norme minime comuni renderebbe inoltre possibile ricorrere a metodi più efficaci di indagine e consentirebbe una cooperazione più efficace a livello nazionale e tra Stati membri. Alla luce della crisi finanziaria, è evidente che la manipolazione del mercato può comportare danni significativi per la vita di milioni di persone. Lo scandalo del Libor, relativo a un grave caso di manipolazione di un indice di riferimento (benchmark), ha dimostrato che problemi e carenze importanti si ripercuotono seriamente sulla fiducia nei mercati e possono determinare perdite consistenti per gli investitori, nonché distorsioni dell'economia reale. L'assenza di un regime comune di sanzioni penali nell'Unione offre l'opportunità agli autori di abusi di mercato di approfittare dei regimi meno rigorosi in alcuni Stati membri. L'irrogazione di sanzioni penali per gli abusi di mercato avrà un effetto dissuasivo maggiore sui potenziali contravventori.

⁶³¹ Cfr. il 12° considerando.

⁶³² 23° considerando: L'ambito di applicazione della presente direttiva è determinato in modo tale da integrare e garantire l'effettiva attuazione del regolamento (UE) n. 596/2014. Mentre le condotte illecite commesse con dolo dovrebbero essere punite conformemente alla presente direttiva, almeno nei casi gravi, le sanzioni per le violazioni del regolamento (UE) n. 596/2014 non richiedono che sia comprovato il dolo o che gli illeciti siano qualificati come gravi. Nell'applicare la normativa nazionale di recepimento della presente direttiva, gli Stati membri dovrebbero garantire che l'irrogazione di sanzioni penali per i reati ai sensi della presente direttiva e di sanzioni amministrative ai sensi del regolamento (UE) n. 596/2014 non violi il principio del *ne bis in idem*.

manipolazione del mercato richiede l'introduzione di sanzioni penali effettive, proporzionate e dissuasive.

Tali previsioni, come appare di immediata evidenza, presentano un potenziale impatto sugli ordinamenti nazionali molto maggiore rispetto a quello della precedente direttiva sul tema, dal momento che contengono degli obblighi di incriminazione⁶³³; tuttavia, elementi altrettanto significativi sono contenuti nel regolamento 596/2014.

Esso contiene una regolamentazione di massima per numerosi aspetti amministrativi in tema di abusi di mercato; la previsione più significativa ai fini del presente discorso è quella dell'art. 30, ove si richiede che gli Stati membri provvedano affinché le autorità competenti abbiano il potere di adottare le sanzioni amministrative e altre misure amministrative adeguate in relazione a determinate violazioni (tra cui il divieto di manipolazione del mercato), "fatte salve le sanzioni penali".

Sostanzialmente, mentre sotto la vigenza della precedente direttiva la regola era quella della sanzione in via amministrativa, con la possibilità per gli Stati membri di introdurre anche una sanzione penale, adesso la situazione risulta capovolta⁶³⁴: in relazione alle violazioni più gravi viene richiesto (almeno) l'uso dello strumento penale, peraltro con l'indicazione di un *minimum* quanto al tetto massimo di pena. Illeciti amministrativi potranno essere previsti, nei casi più gravi, congiuntamente a quelli penali, mentre nei casi meno gravi costituiranno l'unico presidio.

Diverse sono le questioni che emergono in relazione alle fonti in esame.

Innanzitutto, viste le significative conseguenze derivanti dalla qualificazione di un abuso come grave o meno, non si può non evidenziare come appaia arduo delimitare l'ambito di tale espressione⁶³⁵. Certamente una tale distinzione non può essere riportata tout court negli ordinamenti nazionali ma necessita di una specificazione da parte del legislatore, che individui dei criteri in grado di distinguere effettivamente i casi più gravi da quelli meno gravi. In questo modo, però, si ricade nuovamente in una frammentazione delle sanzioni a livello europeo.

In secondo luogo, va presa in considerazione la coerenza di un sistema così delineato rispetto al principio del *ne bis in idem* sostanziale e processuale.

In relazione al principio del *ne bis in idem*, va sottolineato che il legislatore europeo si mostra consapevole dei rischi circa il mancato rispetto di tale principio, tanto da richiamare

⁶³³ Sugli obblighi di incriminazione a livello europeo e sulle loro possibili conseguenze cfr. le approfondite considerazioni di GULLO, *Deflazione e obblighi di penalizzazione di fonte UE*, cit., pp. 10-19.

⁶³⁴ Sul tema cfr. NAPOLEONI-FLICK, *A un anno di distanza dall'affaire Grande Stevens*, cit., p. 871 ss.

⁶³⁵ In questo senso ALESSANDRI, *Prime riflessioni sulla decisione della Corte Europea dei Diritti dell'Uomo*, cit., p. 860 ss.; MONTALENTI, *Abusi di mercato e procedimento Consob: il caso Grande Stevens e la sentenza CEDU*, in *Giur. Comm.*, 3, 2015, p. 478 ss.

l'attenzione sulla necessità di osservarlo nei considerando 23 e 27 della direttiva 2014/57/UE: il primo afferma che «gli Stati membri dovrebbero garantire che l'irrogazione di sanzioni penali per i reati ai sensi della presente direttiva e di sanzioni amministrative ai sensi del regolamento (UE) n. 596/2014 non violi il principio del *ne bis in idem*», mentre il secondo che «la presente direttiva rispetta i diritti fondamentali e osserva i principi sanciti nella Carta dei diritti fondamentali dell'Unione europea (la Carta), quali riconosciuti nel TUE. In particolare, dovrebbe essere applicata con il dovuto rispetto del diritto (...) di non essere giudicato o punito due volte in procedimenti penali e per lo stesso reato (articolo 50)».

Non bisogna dimenticare che la sentenza della Corte EDU sul caso *Grande Stevens*, avente ad oggetto proprio *ne bis in idem* e manipolazione del mercato nell'ordinamento italiano, risale al marzo 2014, mentre la direttiva e il regolamento sono stati approvati ad aprile. La coerenza della strategia sanzionatoria delineata dalle fonti europee rispetto al principio del *ne bis in idem* appare quanto meno discutibile, dal momento che viene lasciata alla discrezionalità degli Stati membri la possibilità di punire determinate condotte con la doppia sanzione; tuttavia è come se il legislatore europeo volesse sgombrare il campo da ogni dubbio circa la necessità di rispettare il principio in questione.

Parte della dottrina⁶³⁶ ha ipotizzato che i rinvii al *ne bis in idem* siano stati inseriti nella direttiva *in extremis*, per prevenire le possibili critiche circa il mancato rispetto del principio. È infatti evidente che la strategia sanzionatoria contenuta nella direttiva non è perfettamente (o almeno, non necessariamente) coerente con il rispetto del principio. Allo Stato membro è infatti rimessa la facoltà di sanzionare con due illeciti diversi determinati comportamenti. Affinchè il principio venisse rispettato sarebbe necessario che lo Stato rinunciasse all'illecito amministrativo per le ipotesi già rilevanti penalmente, in modo da evitare una doppia risposta sanzionatoria; se, poi, venisse mantenuta la doppia sanzione, almeno bisognerebbe evitare di instaurare un secondo giudizio.

Il sistema sanzionatorio italiano non ha subito alcuna modifica in seguito all'approvazione della direttiva e del regolamento del 2014, probabilmente perché superava già i requisiti sanzionatori minimi imposti dalla legislazione europea. Resta fermo, però, il doppio binario sanzionatorio criticato già a livello nazionale al momento della sua introduzione, che viola l'art. 50 della Carta dei Diritti Fondamentali dell'Unione Europea e (secondo

⁶³⁶ FLICK, *Cumulo fra sanzioni penali e amministrative: doppio binario o binario morto?*, cit., p. 953 ss., il quale osserva come la soluzione delineata dal legislatore europeo non appaia affatto lineare.

ALESSANDRI, *Prime riflessioni sulla decisione della Corte Europea dei Diritti dell'Uomo*, in *Giur. Comm.*, 5, 2014, p. 865 ss. apprezza il rinvio contenuto nel 23° considerando della direttiva e nell'art. 30 del regolamento, ritenendo che esso garantisca, almeno, la coerenza tra le decisioni della Corte EDU e della Corte di Giustizia e gli interventi legislativi europei.

l'interpretazione della Corte EDU) l'art. 4 Protocollo 7 Convenzione EDU e, ora, contravviene anche ai principi individuati nelle relative fonti sovranazionali.

Dalla lettura della direttiva appare evidente che la sanzione penale venga preferita perché si ritiene che essa possa sopperire alle mancanze manifestate dalle sanzioni amministrative, non solo perché maggiormente incisiva ma, sembra, per la sua funzione simbolica e di stigma⁶³⁷. Tale opinione del legislatore europeo si risolve, però, in nient'altro che un preconetto e un'illusione, dal momento che nessuna considerazione viene svolta circa l'effettività dei diversi sistemi penali nazionali. In breve: non si può affermare che i problemi applicativi derivanti dai rapporti interni tra illecito penale ed amministrativo derivino dalle indicazioni impartite a livello sovranazionale, ma certamente il quadro europeo non aiuta a risolvere il problema.

⁶³⁷ Cfr. ALESSANDRI, *Prime riflessioni sulla decisione della Corte Europea dei Diritti dell'Uomo*, cit., p. 860 ss. Emblematico, in questo senso, è il 6° considerando: «È essenziale rafforzare il rispetto delle norme sugli abusi di mercato istituendo sanzioni penali, che dimostrino una forma più forte di disapprovazione sociale rispetto alle sanzioni amministrative. Introducendo sanzioni penali almeno per le forme gravi di abusi di mercato, si stabiliscono confini chiari per i tipi di comportamenti che sono ritenuti particolarmente inaccettabili e si trasmette al pubblico e ai potenziali contravventori il messaggio che tali comportamenti sono considerati molto seriamente dalle autorità competenti».

Bibliografia:

AA. VV., *Die Rechtsgutstheorie – Legitimationsbasis des Strafrechts oder dogmatisches Glasperlenspiel?*, a cura di R. Hefendehl – A. von Hirsch – W. Wohlers, Baden Baden, 2003

AA. VV., *Il dibattito sull'ordine giuridico del mercato*, Roma-Bari, 1999

AA.VV., *Personale Rechtsgutslehre und Opferorientierung im Strafrecht*, Neumann-Prittowitz (Hrsg.), Frankfurt am Main-Berlin-Berne-Bruxelles-New York-Oxford-Wien, 2007

ABBADESSA, *Dal diritto penale comunitario al diritto penale della nuova Unione europea: problematiche dell'interregno*, in *Riv. trim. dir. pen. econ.*, 3, 2009, p. 478

ALESSANDRI, *Un esercizio di diritto penale simbolico: la cd. tutela penale del risparmio*, in AA. VV., *La nuova legge di tutela del risparmio. Atti del convegno*, Milano, 2007, p. 71 ss.

ALESSANDRI, *La disciplina degli abusi di mercato*, in INSOLERA (a cura di), *La legislazione penale compulsiva*, Padova, 2006, p. 216

ALESSANDRI, *Diritto penale e attività economiche*, Bologna, 2010

ALESSANDRI, *Reati in materia economica*, Torino, 2012

ALESSANDRI, *Prime riflessioni sulla decisione della Corte Europea dei Diritti dell'Uomo riguardo alla disciplina italiana degli abusi di mercato*, in *Giur. Comm.*, fasc. 5, 2014, p. 855 ss.

AMATI, *Abusi di mercato e sistema penale*, Torino, 2012

AMATI, *La disciplina degli abusi di mercato*, in *La legislazione penale compulsiva*, a cura di Insolera, Padova, 2006, p. 203 ss.

AMBROSETTI MEZZETTI RONCO, *Diritto penale dell'impresa*, Torino, 2012

ANASTASOPOULOU, *Deliktstypen zum Schutz kollektiver Rechtsgüter*, München, 2005

ANGIONI, *Contenuto e funzioni del concetto di bene giuridico*, Milano, 1983

ANGIONI, *Il pericolo concreto come elemento della fattispecie penale: la struttura oggettiva*, Milano, 1994

AZZALI, *Osservazioni sui reati di pericolo*, in *Studi in onore di Giorgio Marinucci*, a cura di Dolcini e Paliero, Milano, 2006, p. 1335 ss.

BACCO, *Il delitto di aggio manipolativo: tensioni interpretative ed innovazioni sistematiche nella difficile repressione delle manipolazioni "mascherate"*, in *Giur. Merito*, fasc. 9, 2008, p. 2298 ss.

BARATTA, *Funzioni strumentali e funzioni simboliche del diritto penale*, in AA. VV., in *Studi in memoria di Giovanni Tarello*, vol. II, Milano, 1990

BECK, *La società del rischio: verso una seconda modernità*, Roma, 2000

BERNARDI, *La competenza penale accessoria dell'Unione Europea: problemi e prospettive*, in www.penalecontemporaneo.it

BERNARDI, *Strategie per l'armonizzazione dei sistemi penali europei*, in FOFFANI-CANESTRARI (a cura di), *Quale politica criminale per quale Europa?*, Milano, 2005, p. 406 ss.

BINDING, *Die Normen und ihre Übertretung. Eine Untersuchung über die rechtmässige Handlung und die Arten des Delikts*, Bd. 1: Normen und Strafgesetze, 4. Aufl., Leipzig, 1922

BIRNBAUM, *Über das Erforderniss einer Rechtsverletzung zum Begriffe des Verbrechens, mit besonderer Rücksicht auf den Begriff der Ehrenkränkung*, in *Archiv des Criminalrechts*, Neue Folge, 1834, p. 149 ss.

BOGNONI, *Aggiotaggio e diffusione di notizie false e tendenziose*, in *Mercato finanziario e disciplina penale – atti del convegno di studi De Nicola*, Milano, 1993, p. 127 ss.

BÖSE, *La sentenza della Corte costituzionale tedesca sul Trattato di Lisbona e il suo significato per la europeizzazione del diritto penale*, in *Criminalia*, 2009, p. 267 ss.

BRICOLA, *Teoria generale del reato*, in *N.s.simo Dig. It.*, XIX, Torino, 1973, p. 7 ss.

BRICOLA, *Il diritto penale del mercato finanziario*, ora in *Scritti di diritto penale*, Milano, 1997, p. 3577 ss.

BRICOLA, *Profili penali della disciplina del mercato finanziario*, ora in *Scritti di diritto penale*, Milano, 1997, p. 3427 ss.

CANESTRARI, *Reato di pericolo (voce)*, in *Enc. Giur. Treccani*, XXVI, Roma, 1991, p. 1 ss.

CARCANO, *Manuale di diritto penale. Parte speciale*, Milano, 2010

CASTELLABATE, *Operazioni manipolative del mercato finanziario ed operazioni lecite: sui problematici confini tra testo e contesto*, in *Cass. Pen.*, 2010, p. 1920 ss.

CATENACCI, *I reati di pericolo presunto tra diritto e processo penale*, in *Studi in onore di Giorgio Marinucci*, a cura di Dolcini e Paliero, Milano, 2006, p. 1415 ss

CAVALIERE, *Riflessioni sul ruolo dell'offensività nella teoria del reato costituzionalmente orientata*, in *Costituzione. Diritto e processo penale*, a cura di Giostra-Insolera, Milano, 1998, p. 133 ss.

CAVALIERE, *L'offensività nella Relazione e nel Progetto preliminare della Commissione Grosso per la riforma del codice penale*, in *La riforma continua. Il riformismo giuridico dell'era progressista. Tentativo di bilancio*, a cura di S. Moccia, Napoli, 2002

CERQUA, *Reati di aggiotaggio (voce)*, in *Dig. Pen., Agg.*, IV, II, Torino, 2008, p. 884 ss.

COCCO, *Beni giuridici funzionali versus bene giuridico personalistico*, in *Studi in onore di Giorgio Marinucci*, a cura di Dolcini-Paliero, Milano, 2006, p. 167 ss.

CONSULICH, *La giustizia e il mercato. Miti e realtà di una tutela penale dell'investimento mobiliare*, Milano, 2010

CONSULICH, *Manipolazione del mercato e disorientamenti dogmatici: tra eventi di pericolo e pericolo di eventi*, in *Le Società*, 7, 2011, p. 825 ss.

CONSULICH, *Ex facto oritur ius criminale?: le prassi di mercato ammesse, tra crisi della legge e legalità della giustificazione*, in *Riv. Soc.*, fasc. 2-3, 2011, p. 281 ss.

CONTI, *Economia pubblica, industria e commercio (delitti contro)*, in *N.s. Dig. It.*, vol. VI, Torino, 1960, p. 369 ss.

CRESPI, *Manipolazione del mercato e manipolazione di norme incriminatrici*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2009, I, p. 207 ss.

CUPELLI, *L'Italia si adegua al Trattato di Lisbona: pubblicata la nuova legge sulla partecipazione del nostro Paese alla formazione e all'attuazione della normativa e delle politiche dell'Unione Europea*, in www.penalecontemporaneo.it, 7 gennaio 2013

D'ALESSANDRO, *Fattispecie di aggio e prassi di mercato ammesse, tra esclusione del tipo e cause di giustificazione*, in BERTOLINO-EUSEBI-FORTI (a cura di), *Studi in onore di Mario Romano*, Napoli, 2011, p. 1817 ss.

D'ALESSANDRO, *L'aggio e la manipolazione del mercato*, in *Diritto penale delle società*, a cura di Canzio-Cerqua-Luparia, Milano, 2014, p. 773 ss.

D'ALESSANDRO, *Regolatori del mercato, enforcement e sistema penale*, Torino, 2014

DE FRANCESCO, *Interessi collettivi e tutela penale. "Funzioni" e programmi di disciplina dell'attuale complessità sociale*, in *Studi in onore di Giorgio Marinucci*, a cura di Dolcini-Paliero, Milano, 2006, p. 929 ss.

DENTI, *Interessi diffusi (voce)*, in *N.s. Dig. It., App.*, Vol. IV, Torino, 1983, p. 307

DE VITA, *I reati a soggetto passivo indeterminato. Oggetto dell'offesa e tutela processuale*, Napoli, 1999

DI AMATO, *Gli abusi di mercato*, in DI AMATO (a cura di), *I reati del mercato finanziario- Trattato di diritto penale dell'impresa*, Padova, 2007, IX, p. 83 SS.

DONINI, *Teoria del reato. Una introduzione*, Padova, 1996

DONINI, *Il volto attuale dell'illecito penale. La democrazia penale tra differenziazione e sussidiarietà*, Milano, 2004,

DONINI, *Il principio di offensività. Dalla penalistica italiana ai programmi europei*, in *Dir. pen. cont. – rivista trimestrale*, 4/2013, p. 31 ss.

DONINI, *L'eredità di Bricola e il costituzionalismo penale come metodo. Radici nazionali e sviluppi sovranazionali*, in www.penalecontemporaneo.it

FALCINELLI, *Il giudice, l'antifrasi e una "fata Morgana": se il tipo di pericolo concreto esprime un'offesa di danno (di un bene astratto)*, in www.penalecontemporaneo.it

FIANDACA, *Il reato commissivo mediante omissione*, Milano, 1979

FIANDACA, *Il "bene giuridico" come problema teorico e come criterio di politica criminale*, in RIDPP, 1982, p. 42 ss.

FIANDACA, *Sul bene giuridico. Un consuntivo critico*, Torino, 2014

FIANDACA, *Note sui reati di pericolo*, in *Il Tommaso Natale - Scritti in memoria di G. Bellavista*, vol. I, 1977, p. 175 ss.

FIANDACA, *La tipizzazione del pericolo*, in *Dei delitti e delle pene*, 1984, p. 441 ss.

FIANDACA MUSCO, *Diritto penale. Parte generale*, Bologna, 2010

FIANDACA MUSCO, *Diritto penale. Parte speciale*, Bologna, 2008, vol. II, tomo II

FIANDACA MUSCO, *Diritto penale. Parte speciale*, Bologna, 2012, p. 616 ss

FIORE, *L'idoneità dell'azione nella struttura del fatto tipico*, in *Foro penale*, 1963, p. 246 ss.

FIORE, *Il principio di offensività*, in *Ind. Pen.*, 1994, p. 274 ss.

FIORE C. FIORE S., *Diritto penale: parte generale*, Milano Fiori Assago, 2008

FIORELLA, *Reato in generale* (voce), in *Enciclopedia del diritto*, XXXVIII, 1987, p. 770 ss.

FLICK, *Cumulo tra sanzioni penali e amministrative: doppio binario o binario morto? ("Materia penale", giusto processo e ne bis in idem nella sentenza della Corte EDU, 4 marzo 2014, sul market abuse)*, in *Riv. Soc.*, fasc. 5, 2014, p. 953

FLICK NAPOLEONI, *A un anno di distanza dall'affaire Grande Stevens: dal bis in idem all'e pluribus unum?*, in *Riv. Soc.*, fasc. 5, 2015, p. 868 ss

FOFFANI, *Commento all'art. 185 T.U.F.*, in PALAZZO-PALIERO (a cura di), *Commentario breve alle leggi penali complementari*, Padova, 2007, p. 722 ss.

FONDAROLI, *Aggiotaggio mediante altri artifici: disvalore del fatto e disvalore del contesto*, in *RTDPE*, 1-2/2003, p. 748 ss.

FONDAROLI, *Sanzioni amministrative accessorie e confisca*, in SGUBBI-FONDAROLI-TRIPODI, *Diritto penale del mercato finanziario*, Milano, 2013, p. 168 ss.

FORNASARI, *Il concetto di economia pubblica nel diritto penale. Spunti esegetivi e prospettive di riforma*, Milano, 1994

FRANCOLINI, *Abbandonare il bene giuridico?*, Torino, 2014

- FROSALI, *Concorso di norme e concorso di reati*, Città di Castello, 1937
- GALLI, *La disciplina italiana in tema di abusi di mercato*, Milanofiori Assago, 2010
- M. GALLO, *I reati di pericolo*, in *Foro penale*, 1969, p. 1 ss.
- M. GALLO, *Dolo (voce)*, in *Enc. Dir.*, XIII, Milano, 1964, p. 750 ss.
- GARGANI, *Il danno qualificato dal pericolo*, Torino, 2005
- GRANDI, *Riserva di legge e legalità penale europea*, Milano, 2010
- GRASSO, *L'anticipazione della tutela penale. I reati di pericolo e i reati di attentato*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 1986, p. 689 ss
- GRECO, *Was lässt das Bundesverfassungsgericht von der Rechtsgutslehre übrig? Gedanken anlässlich der Inzestentscheidung des Bundesverfassungsgericht*, in *ZIS*, 5/2008, p. 234 ss.
- GULLO, *Deflazione e obblighi di penalizzazione di fonte UE*, in www.penalecontemporaneo.it
- HASSEMER, *Theorie und Soziologie des Verbrechens – Ansätze zu einer praxisorientierten Rechtsgutslehre*, Frankfurt am Main, 1973
- HASSEMER, *Grundlinien einer personalen Rechtsgutslehre*, in Philipps-Scholler (Hrsg.), in *Festschrift für Arthur Kaufmann zum 65. Geburtstag*, Heidelberg, 1989, p. 90 ss.
- HASSEMER, *Il bene giuridico nel rapporto di tensione tra Costituzione e diritto naturale*, in *Dei delitti e delle pene*, 1984, p. 104 ss.
- HONIG, *Die Einwilligung des Verletzten. Die Geschichte des Einwilligungsproblem und die Methodenfrage*, Göttingen, 1919
- HUIZINGA, *Homo ludens: a study of the play element in culture*, Boston, 1950
- IRTI, *L'ordine giuridico del mercato*, Roma-Bari, 1998
- JAKOBS, *Strafrecht. Allgemeiner Teil*, Berlin, 1993
- LENZINI, *Manipolazione di mercato: inadeguatezza del metodo dell'event study nell'accertamento dell'offesa ed alterazione per stabilizzazione artificiosa del prezzo di uno strumento finanziario*, in *Riv. trim. dir. pen. econ.*, 4/2012, p. 925 ss.
- v. LISZT, *Lehrbuch des deutschen Strafrechts*, 14 Aufl., 1905
- LUNGHINI, *Manipolazione del mercato*, in *Dir. pen. proc.*, 2005, p. 1474
- LUNGHINI, *L'agiotaggio (uso e consumo) e il ruolo della Consob*, in *Riv. Soc.*, fasc. 2-3, 2007, p. 482
- MAGRO, *Price manipulation e contratti con opzione put barrier*, in *RTDPE*, 4/2007, p. 845 ss.

- MAGRO, *La manipolazione del mercato tra illecito penale e illecito amministrativo*, in *Cass. Pen.*, 2007, p. 58 ss.
- MAGRO, *Manipolazioni di mercato e strumenti derivati*, in *Dir. banca merc. fin.*, 2007, p. 45 ss.
- MAGRO, *Manipolazioni dei mercati finanziari e diritto penale*, Milano, 2012
- MANES, *Il principio di offensività nel diritto penale. Canone di politica criminale, criterio ermeneutico, parametro di ragionevolezza*, Torino, 2005
- MANTOVANI, *Diritto penale: parte generale*, Padova, 2011
- MARINUCCI, *Fatto e scriminanti. Note dommatiche e politico-criminali*, in. in G. Marinucci-E. Dolcini (a cura di), *Diritto penale in trasformazione*, Milano, 1985, p. 21 ss.
- MARINUCCI, *Relazione di sintesi*, in *Bene giuridico e riforma della parte speciale*, a cura di A. Stile, Napoli, 1983, p. 327 ss.
- MARINUCCI DOLCINI, *Corso di diritto penale*, Milano, 2001
- MARX, *Zur Definition des Begriffs "Rechtsgut". Prolegomena einer materialen Verbrechenslehre*, Köln-Berlin-Bonn-München, 1972
- MASUCCI, *Abusi di mercato*, in *Questioni fondamentali della parte speciale del diritto penale*, a cura di Fiorella, Torino, 2013, p. 231 ss.
- MAZZACUVA, *Il disvalore di evento nell'illecito penale*, Milano, 1983
- MAZZACUVA AMATI, *Diritto penale dell'economia. Problemi e casi*, Padova, 2013
- MEGLIANI, *La direttiva comunitaria sugli abusi di mercato e il nuovo sistema sanzionatorio*, in *Dir. del comm. int.*, 2, 2006, p. 75 ss
- MELCHIONDA, *Aggiotaggio*, in Lanzi-Cadoppi (a cura di), *I nuovi reati societari. Commentario del d. lgs. 11 aprile 2002, n. 61*, Padova, 2002
- MOCCIA, *Il diritto penale tra essere e valore*, Napoli, 2006
- MOCCIA, *La perenne emergenza. Tendenze autoritarie nel sistema penale*, Napoli, 1997
- MOCCIA, *La promessa non mantenuta. Ruolo e prospettive del principio di determinatezza/tassatività nel sistema penale italiano*, Napoli, 2001
- MOCCIA, *Dalla tutela di beni alla tutela di funzioni: tra illusioni postmoderne e riflessi illiberali*, in *RIDPP*, 1995, p. 343 ss.
- MOCCIA, *Tutela penale del patrimonio e principi costituzionali*, Padova, 1998
- MOCCIA, *Sulle precondizioni dell'ermeneutica giudiziale nello stato di diritto*, in *Criminalia*, 2012, p. 302 ss.

MONTALENTI, *Abusi di mercato e procedimento Consob: il caso Grande Stevens e la sentenza CEDU*, in *Giur. Comm.*, 3, 2015, p. 478 ss.

MUCCIARELLI, *Aggiotaggio*, in ALESSANDRI (a cura di), *Il nuovo diritto penale delle società*, Milano, 2002, p. 421 ss.

MUCCIARELLI, *Altri artifici: una (controversa) modalità di realizzazione del delitto di manipolazione del mercato*, in BERTOLINO-EUSEBI-FORTI (a cura di), *Studi in onore di Mario Romano*, III, Milano, 2011, p. 2033

MUCCIARELLI, *Speculazione mobiliare*, Milano, 1995

MUCCIARELLI, *Il locus commissi delicti della manipolazione di mercato*, in www.penalecontemporaneo.it, 27 ottobre 2014

MUSACCHIO, *Il trattato di Lisbona e le basi per un nuovo diritto penale europeo*, in *Riv. pen.*, 2008, 5, p. 471 ss.

MUSCO, *Bene giuridico e tutela dell'onore*, Milano, 1974

MUSCO, *I nuovi reati societari*, Milano, 2007

NISCO, *Manipolazione informativa del mercato e luogo di consumazione del reato*, in www.penalecontemporaneo.it, 14 marzo 2014

OTTO, *Rechtsgutsbegriff und Deliktstatbestand*, in MÜLLER DIETZ, *Strafrechtsdogmatik und Kriminalpolitik*, 1971, p. 8

PADOVANI, *Tutela di beni e tutela di funzioni nella scelta tra delitto, contravvenzione e illecito amministrativo*, in *Cass. Pen.*, 1987, p. 675

PADOVANI, *La scelta delle sanzioni in rapporto alla natura degli interessi tutelati*, in *Beni e tecniche della tutela penale. Materiali per la riforma del codice*, a cura di CRS, Milano, 1987, p. 117 ss.

PADOVANI, *La problematica del bene giuridico e la scelta delle sanzioni*, in *Dei delitti e delle pene*, 1984, p. 114 ss.

PADOVANI, *Diritto penale*, Milano, 2012

PADOVANI, *Diritto penale della prevenzione e mercato finanziario*, in *RIDPP*, 1995, p. 637 ss.

PALAZZO, *I confini della tutela penale: selezione dei beni e criteri di criminalizzazione*, in *RIDPP*, 1992, p. 453 ss.

PALAZZO, *Corso di diritto penale: parte generale*, Torino, 2013

PALIERO, *Minima non curat praetor. Ipertrofia del diritto penale e decriminalizzazione dei reati bagatellari*, Padova, 1985.

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

- PALIERO, *Nuove prospettive degli abusi di mercato?*, in *La crisi finanziaria. Banche, regolatori, sanzioni, Atti del Convegno Adolfo Beria di Argentina*, Milano, 2010, p. 51 ss.
- PANEBIANCO, *Il riparto della competenza penale tra i "pilastri" dell'Unione europea*, in *Dir. pen. proc.*, 3/2008, p. 398 ss.
- PATERNITI, *Economia pubblica (delitti contro l')*, in *Enc. Giur.*, vol. XII, Roma, 1989
- PARODI GIUSINO, *I reati di pericolo tra dogmatica e politica criminale*, Milano, 1990
- PATALANO, *Significato e limiti della dogmatica del reato di pericolo*, Napoli, 1975
- PEDRAZZI, *Mercati finanziari (disciplina penale)*, in *Dig. Disc. Pen.*, VII, Torino, 1993, p. 654 ss.
- PEDRAZZI, *Mercati finanziari (nuova disciplina penale)*, in *Dig. Disc. Pen.*, Aggiornamento, I, Torino, 2000, p. 455 ss.
- PEDRAZZI, *Interessi economici e tutela penale*, in *Bene giuridico e riforma della parte speciale*, a cura di Stile, Napoli, 1985, p. 296 ss.
- PEDRAZZI, *Problemi di tecnica legislativa*, in *Comportamenti economici e legislazione penale*, a cura di Pedrazzi-Coco, Milano, 1979, p. 32 ss.
- PEDRAZZI, *Problemi del delitto di aggio*, Milano, 1958
- PEDRAZZI, *Turbativa dei mercati (voce)*, in ID., *Scritti di diritto penale*, IV Milano, 2003, p. 111 ss., originariamente in *Dig. Disc. Pen.*, IV, vol. XIV, Torino, 1999
- PEDRAZZI ALESSANDRI FOFFANI SEMINARA SPAGNOLO, *Manuale di diritto penale dell'impresa*, Bologna, 2000
- PELISSERO, *Prospettive economiche e prospettive personalistiche nella tutela penale del patrimonio. Riflessioni in margine ad una possibile riforma*, in *La riforma della parte speciale del diritto penale*, a cura di Papa, Torino, p. 207 ss
- PICOTTI, *Limiti garantistici alle incriminazioni penali e nuove competenze europee alla luce del Trattato di Lisbona*, in GRASSO-PICOTTI-SICURELLA (a cura di), *L'evoluzione del diritto penale nei settori d'interesse europeo alla luce del Trattato di Lisbona*, Milano, 2011, p. 207 ss.
- PREZIOSI, *L'aggio (art. 2637 c.c.)*, in *Reati societari*, a cura di Rossi, Torino, 2005, p. 460 ss
- PREZIOSI, *La manipolazione del mercato*, Bari, 2008
- PREZIOSI, *Il pericolo come evento e l'abbandono dello schema di accertamento prognostico nei reati di pericolo concreto*, in *Giur. comm.*, 2012, 1
- PULITANO', *L'anticipazione dell'intervento penale in materia economica*, in *Diritto penale, diritto di prevenzione e processo penale nella disciplina del mercato finanziario. Atti del IV congresso nazionale di diritto penale*, Torino, 1996, p. 9 ss.

- PULITANO', *La teoria del bene giuridico tra codice e Costituzione*, in *Quest. crim.*, 1981, p. 117 ss.
- RAGNI, *Nota a Corte di Appello di Milano, 31 marzo 2004 e nota a Cassazione penale, sez. V, 25 gennaio 2005* in *Banca, borsa titoli di credito*, 2006, II, p. 265
- ROMANO, *L'ambiente e la legge penale: obblighi comunitari e prospettive di riforma*, in *Riv. trim. dir. pen. econ.*, 2009, p. 725
- ROSSI, *Le fattispecie penali di aggio e manipolazione del mercato (art. 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 Dolcini-Paliero, Milano, 2006, p. 2637 ss.
- ROXIN, *Der gesetzgebungskritische Rechtsgutsbegriff auf dem Prüfstand*, in *GA*, 2013, p. 433 ss.
- ROXIN, *Sinn und Grenzen staatlicher Strafe*, in *Strafrechtliche Grundlagenprobleme*, Berlin-New York, 1973, p. 1
- ROXIN, *Strafrecht: Allgemeiner Teil*, München, 2006
- RUDOLPHI, *Die verschiedene Aspekte des Rechtsgutsbegriffs*, in *Festschrift für Richard Honig*, Göttingen, 1970, p. 151 ss.
- SANTAMARIA, *Prospettive del concetto finalistico di azione*, Napoli, 1955
- SATTA, *Gli obblighi comunitari di tutela penale ambientale alla luce della direttiva 2008/99/CE e del Trattato di Lisbona*, in *Riv. Pen.*, 12/2010, p. 1222
- SEMINARA, *L'aggio*, in GIARDA-SEMINARA (a cura di), *I nuovi reati societari*, Padova, 2002, p. 175 ss.
- SEMINARA, *Insider trading e diritto penale*, Milano, 1989
- SGUBBI, *Il reato come rischio sociale. Ricerche sulle scelte di allocazione dell'illegalità penale*, Bologna, 1990
- SGUBBI, *Tutela penale di interessi diffusi*, in *Quest. Crim.*, 1975, p. 439 ss.
- SGUBBI, *Il risparmio come oggetto di tutela penale*, in *Giur. Comm.*, 2005, I, p. 340 ss
- SGUBBI FONDAROLI TRIPODI, *Diritto penale del mercato finanziario. Lezioni*, Padova, 2013
- SICURELLA, *Diritto penale e competenze dell'Unione europea: linee guida per la definizione di un sistema integrato di tutela penale dei beni giuridici sovranazionali e dei beni giuridici di interesse comune*, Milano, 2005
- SIRACUSA, *Tutela ambientale: Unione europea e diritto penale fra decisioni quadro e direttive*, in *Dir. pen. proc.*, 6/2006, p. 773 ss.
- SIRACUSA, *Verso la comunitarizzazione della potestà normativa penale: un nuovo "tassello" della corte di giustizia dell'Unione europea*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 2008, p. 254 ss.

SIRACUSA, *Il transito del diritto penale di fonte europea dalla "vecchia" alla "nuova" Unione post-Lisbona. Considerazioni a partire dalla nuova direttiva in tema di inquinamento delle navi*, in *Riv. trim. dir. pen. econ.*, 4/2010, p. 778 ss.

SOTIS, *Il diritto senza codice. Uno studio sul sistema penale europeo vigente*, Milano, 2007

SOTIS, *Diritto comunitario e giudice penale*, in *Il corriere del merito*, Rassegne, 2008, p. 1 ss.

SOTIS, *Il Trattato di Lisbona e le competenze penali dell'Unione Europea*, in *Cass. Pen.*, 3/2010, p. 1146 ss.

STROZZI MASTROIANNI, *Diritto dell'Unione europea*, Torino, 2011

TERZI, *Rilievi critici in tema di manipolazione del mercato*, in *Riv. Pen.*, 11/2008, p. 1102 ss.

TRIPODI, *Artt. 180-187 quaterdecies*, in PADOVANI (a cura di), *Leggi penali complementari*, Milano, 2007, p. 2507 ss.

TRIPODI, *Informazioni privilegiate e statuto penale del mercato finanziario*, Padova, 2012

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

VAGLIASINDI, *Obblighi di penalizzazione di fonte europea e principi di politica criminale: le indicazioni promananti dalla materia ambientale*, in GRASSO-PICOTTI-SICURELLA (a cura di), *L'evoluzione del diritto penale nei settori d'interesse europeo alla luce del Trattato di Lisbona*, Milano, 2011, p. 133 ss.

VIGANO', *Recenti sviluppi in tema di rapporti tra diritto comunitario e diritto penale*, in *Dir. pen. proc.*, 11/2005, p. 1433 ss.

VIGANO', *La Cassazione chiude il caso della scalata Antonveneta (e perde una preziosa occasione per fare un po' di chiarezza sui delitti di aggrigotaggio)*, in www.penalecontemporaneo.it

VIGANO', *Ne bis in idem e contrasto agli abusi di mercato: una sfida per il legislatore e i giudici italiani*, in www.penalecontemporaneo.it, 8 febbraio 2016

VIZZARDI, *Manipolazione del mercato: un "doppio binario" da ripensare?*, in *RIDPP*, 2006, p. 713.

VIZZARDI, *Manipolazione del mercato e competenza territoriale: una nuova tappa della vicenda Fonsai*, in www.penalecontemporaneo.it, 8 aprile 2014

VOLK, *Diritto penale ed economia*, in *Sistema penale e criminalità economica: i rapporti tra dommatica, politica criminale e processo*, Napoli, 1998, p. 197 ss.

VOLK, *Abuso del mercato e diritto penale*, in *Critica del diritto*, 2009, p. 256 ss.

ZANGHI, *Comunità europea (voce)*, in *Enc. Dir.*, IV agg., p. 315 ss.

ZANNOTTI, *Il nuovo diritto penale dell'economia*, Milano, 2006, p. 377 ss.

ZUCCALA', *Due questioni attuali sul bene giuridico: la pretesa dimensione "critica" del bene e la pretesa necessaria offesa a un bene*, in *Riv. Trim dir. Pen. Econ.*, 2004, p. 839 ss.