

RIFLESSIONI IN TEMA DI MANIPOLAZIONE DEL MERCATO, UN REATO DI INGANNO.

Reflections on the subject of market manipulation, a crime of deception.

Fabio Antonio Siena

Abstract [it]: Il saggio propone una rilettura del delitto di manipolazione del mercato, nel quadro delle fonti europee e del *framework* normativo e istituzionale della tutela dei mercati finanziari, atta a valorizzare l'origine e la funzione politico-criminale della fattispecie come mezzo avanzato di protezione degli investitori, il cui nucleo di disvalore penale s'incentra nel pericolo di frode, secondo modalità offensive invero già ben collaudate nel diritto penale.

Abstract [eng]: *The essay offers a reinterpretation of the offense of market manipulation within the framework of European sources and the regulatory and institutional framework governing financial market protection. It aims to highlight the origin and politico-criminal function of this offense as an advanced instrument for investor protection. The core of its criminal wrongdoing is centered on the risk of fraud, which materializes through offensive modalities that are, in fact, already well-established in criminal law.*

Parole chiave: manipolazione del mercato; aggio; abusi di mercato; asimmetria informativa e *price sensitivity*; frode; tutela del risparmio; diritto penale dell'economia.

Keywords: *market manipulation; unlawful stock price rigging; market abuse; information asymmetry and price sensitivity; financial fraud; investors protection; economic criminal law.*

SOMMARIO: 1. Il paradigma generale della frode. Premesse. - 2. Le fattispecie di aggio nell'ordinamento italiano. - 3. Le fonti europee in materia di abusi di mercato. - 4. Meccanismi di formazione dei prezzi e libertà negoziale dell'investitore. - 5. Gli abusi di mercato come modulo repressivo nel "governo" dell'informazione *price sensitive*. - 6. La manipolazione informativa e la manipolazione operativa: disvalore di condotta e tipicità. - 6.1. La manipolazione operativa nel Regolamento MAR e la "casistica normativa" delle prassi manipolatorie. - 7. La sensibile alterazione del prezzo. La prognosi postuma alla prova di una realtà indecifrabile. - 8. Conclusioni.

1. Il paradigma generale della frode. Premesse.

Il diritto penale riserva un'ampia attenzione ai fenomeni dell'inganno e del mendacio, considerandoli come autonome manifestazioni di disvalore, suscettibili di sanzione anche in

forma anticipata rispetto alla realizzazione dell'errore o del danno delineati dall'archetipo classico della frode.

Il disvalore d'azione che connota il delitto di truffa - e che ne marca i tratti peculiari tra i molteplici mezzi di aggressione al patrimonio¹ - si sostanzia nell'idoneità del mezzo fraudolento (gli artifici o i raggiri) a determinare una coazione relativa e inconsapevole della vittima². Tale coazione, articolandosi lungo una sequenza causale che attraversa l'errore e si riflette nella motivazione viziata dell'atto di autonomia negoziale, rende la vittima stessa partecipe necessaria ed essenziale (in senso naturalistico) della produzione dell'evento dannoso³. Vi è, cioè, nel modello della frode codicistico un atto di disposizione patrimoniale volontariamente posto in essere dalla parte offesa, condizionato (in senso propriamente causale⁴) dalla *mise-en-scène* di una realtà apparente e inesistente, che colpisce il momento dinamico di un rapporto giuridico-patrimoniale - le sue vicende costitutive, modificative o estintive -: forme e risultati sono per sé leciti, illecito è solo il mezzo usato dal reo per carpire tale cooperazione, ed è il mezzo stesso che colora il risultato come un'offesa ingiusta e meritevole di tutela penale, invece che fisiologica dinamica di scambio, ancorché sfavorevole ad una parte.⁵

¹ B. PETROCELLI, *Violenza e frode nel progetto preliminare del nuovo Codice penale italiano*, in *Riv. pen.*, 1928, pp. 427 ss., ora in *Saggi di diritto penale*, Padova, 1952, pp. 184 ss. e C. PEDRAZZI, *Inganno ed errore nei delitti contro il patrimonio*, Milano, 1955, pp. 25-26, 39 ss. e 123 ss.

² Da ultimo su tale interazione psicologica G. P. DEMURO, *La sequenza causale nella truffa*, Torino, 2022, p. 35, che in relazione alla truffa rileva la necessità di «Un canone restrittivo - decisivo anche per definire la stessa essenza degli artifici e raggiri - [...] che fa leva sull'apprezzabile grado di pericolosità (nel senso della decettività) del mendacio, o comunque dell'artificio o raggiro, utilizzato dal reo, sulla sua efficienza causale: esso dovrebbe possedere cioè l'attitudine intrinseca - da valutare *ex ante* - a sorprendere l'altrui buona fede in misura tale che la vittima non possa, adoperando l'accortezza dovuta, difendersene da sé medesima».

³ Per una chiarificazione di ordine generale sulla categoria dei reati monosoggettivi con la cooperazione della vittima (basata sulla distinzione tra fattispecie plurisoggettiva impropria in senso naturalistico e in senso normativo) cfr. F. MANTOVANI, *Diritto penale. Parte generale*, ed. V, Padova, 2007, pp. 537 e 540 e F. ANTOLISEI, *Manuale di diritto penale*, ed. IX a cura di CONTI, Milano, 1982, p. 508, con riferimento ai reati di usura, corruzione di minorenni e sfruttamento della prostituzione, precisa che «anzi, a rigore, unicamente a tale sottogruppo si addice la nuova denominazione proposta, giacché nell'altro uno soltanto è il soggetto attivo del reato».

⁴ Sulla causalità psicologica in rapporto al principio di autoreponsabilità v. A. SERENI, *Istigazione al reato e autoreponsabilità. Sugli incerti confini del concorso morale*, Padova, 2000, pp. 93 ss. e, ivi, p. 166, ove l'A. rammenta come «l'autoreponsabilità del soggetto passivo si pone in tutte le figure di reato richiamate come fattore di selezione della causalità psicologica, chiusa non a caso all'interno di note tipiche qualificanti, come gli artifici o i raggiri, come la violenza o la minaccia, o come i diversi tipi di abuso. In questo quadro, il nesso causale psichico di fattispecie può essere meglio determinato facendo riferimento alle possibilità difensive della vittima, individuabili sulla base di parametri normativi che tengano conto - nello stabilire il se e il quanto dell'autotutela esigibile - del tipo di offesa e dell'importanza del bene tutelato dalle singole norme incriminatrici». Cfr. sul punto altresì la posizione di F. STELLA, *Leggi scientifiche e spiegazione causale nel diritto penale*, Milano, 2000, pp. 104 ss. e spec. p. 106 e L. CORNACCHIA, *Il problema della c.d. causalità psichica rispetto ai condizionamenti mentali*, in S. CANESTRARI, G. FORNASARI (a cura di), *Nuove esigenze di tutela nell'ambito dei reati contro la persona*, Bologna, 2001, pp. 187 ss.

⁵ Nella prospettiva del principio di autoreponsabilità si dischiudono un'essenziale dinamica, *latu sensu* propria del modello concorsuale della causalità psichica (A. SERENI, *Istigazione al reato e autoreponsabilità*, cit., pp. 141 ss. e, ivi, p. 141-142: «È dunque in sede di preventiva definizione del rischio, in sede cioè di bilanciamento dei valori normativi implicati, che occorre chiarire a quali condizioni sia ascrivibile anche all'istigatore la decisione criminosa del soggetto agente e viceversa a quali condizioni tale decisione sia da porre a carico esclusivo di chi esegue il reato. Qui emerge appieno il valore del principio di autoreponsabilità, nella sua 'connessione tra rischio e iniziativa deferita' al soggetto, nel senso che al libertà accordata all'individuo di

Le dinamiche offensive della frode, dunque, passano per un'illecita "invasione" della sfera di autonomia e libertà del soggetto passivo, intesa nella truffa come autonomia negoziale.

Del modello della truffa, da cui molte fattispecie storicamente sono andate separandosi e specializzandosi, resta spesso presente un'impronta, permane una traccia⁶, che, però e ancora, assume su di sé tutta la carica di illiceità della condotta vietata⁷ e definisce la ragion d'essere in senso politico-criminale della nozione di frode, in certa misura generalizzabile e i cui connotati essenziali si ripropongono diffusamente in numerose fattispecie criminose.

Così, a diverse condizioni e anticipando il momento della consumazione allo stadio del pericolo, è assai ricorrente che la sanzione penale si appunti su condotte che rilevano per il loro mero potenziale ingannatorio; che si collocano, in altri termini, come elemento disturbatore di un rapporto comunicativo attuale o anch'esso potenziale, con il rischio, quindi, di un'invasione della libertà di scelta e della autonomia decisionale del destinatario

scegliere fra l'agire e il non agire, fra il contegno conforme alle regole e il contegno non conforme, vuol anche dire necessità di sopportare lui solo le conseguenze della propria condotta [...] Non v'è dubbio in effetti che la libertà 'positiva', intesa come autonomia e autorealizzazione, unita alla libertà intesa come 'indipendenza' della persona generi giocoforza una stretta connessione fra libertà e autoreponsabilità): la condotta persuasiva dello "istigatore" deve muoversi oltre il confine di un "rischio consentito", che delimita il limite oltre il quale l'ordinamento pone a carico dell'agente una decisione d'agire assunta da altro soggetto e lo fa in quanto è superata la soglia oltre la quale essa non può dirsi decisione assunta liberamente (ivi, p. 147 e 148 «di fronte a una comunicazione semplicemente persuasiva, la decisione del "soggetto responsabile" è da ritenersi giuridicamente libera e in virtù di tale libertà non ascrivibile al persuasore», mentre «Il passaggio all'azione istigatrice presuppone, nell'ambito almeno delle relazioni private, l'impiego di un mezzo o di una modalità che, secondo parametri medi di valutazione sociale, condizioni significativamente la libertà di scelta del destinatario, scuotendo il meccanismo di supremazia della norma giuridica, entrando per così dire in concorrenza con essa e con il suo arsenale sanzionatorio»). Tale modello, proprio della responsabilità concorsuale, può trovare applicazione (in virtù della dimensione costituzionale in cui si iscrive e di cui è espressione) in tutte le ipotesi non tecnicamente concorsuali, ma in cui la "vittima" pone in essere una condotta necessaria all'integrazione del tipo, facendo assumere rilievo alla prospettiva *ex ante* e alla necessaria valutazione delle modalità di realizzazione del condizionamento della persona offesa nelle sue scelte di agire (salvo le ipotesi in cui l'autoreponsabilità non può chiamarsi in causa per le condizioni stesse in cui la vittima versa, in quanto soggetto incapace o anche solo particolarmente vulnerabile - es. il delitto di circonvenzione di incapace -). Cfr. L. CORNACCHIA, *Concorso di colpe e principio di responsabilità penale per fatto proprio*, Torino, 2004, pp. 400 ss.

⁶ Cfr. F. CARNELUTTI, *Teoria del falso*, Padova, 1935, p. 37, secondo cui «è appunto per la loro capacità di svilupparsi nel danneggiamento e soprattutto nella frode che il falso e l'inganno vengono combattuti: altrimenti, se non mettono capo a questo o almeno a quello, tanto l'uno quanto l'altro sarebbero innocui»; U. DINACCI, *Profili sistematici del falso documentale*, II ed., Napoli, 1987, pp. 11-12, secondo il quale «non ogni "violazione" della verità, materializzata nel mondo esterno, è rilevante sul piano giuridico-penale [...] La essenza della falsità, cioè, s'identifica con la frode; diversamente la tutela penale si risolverebbe in una forma di astrattismo», il quale prosegue rilevando che «Certo, in ogni società, affiora la esigenza di conferire a taluni "strumenti" il carattere della inviolabilità; ma simile notazione (di per sé esatta) non autorizza a rintracciare - attraverso una sfrenata interpretazione formalistica delle norme - l'offesa (lesione o messa in pericolo) del bene tutelato in qualsiasi attività manipolativa. La "fiducia" è, nell'esperienza della vita, un valore allorquando sottintenda interessi specifici».

⁷ Qui intesa nel senso di «condotta tipica contro la quale si appunta la funzione teleologica del diritto penale (funzione di prevenzione generale): in altri termini, quella condotta che è compresa nel fatto di reato e che l'ordinamento voleva impedire» (A. PAGLIARO, *Principi di diritto penale. Parte generale*, VII ed., Milano, 2003, p. 265 e ID., *Fatto, condotta illecita e responsabilità obiettiva nella teoria del reato*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 1985, 3, pp. 623-649 e, ivi, pp. 634 ss.).

del messaggio⁸: è una traiettoria, questa, che esprime il disvalore dell'azione di tutti questi reati, ancorché ritagliata dal legislatore al momento della mera potenzialità o possibilità.⁹

Tra tali fattispecie, che guardano all'offesa in termini di pericolo (talvolta del tutto mediato e "lontano") a beni finali eterogenei e non riconducibili ad una categoria unitaria, vi rientrano i reati di aggioaggio.

Dopo una rapida disamina del contesto interno e, soprattutto, europeo, in cui i reati di aggioaggio si collocano, si tenterà di fornirne una lettura coerente a questo paradigma di fondo, evidenziando come le chiavi di lettura ch'è capace di offrire si prestano a soluzioni ermeneutiche più ragionevoli, forniscono, cioè, una contropinta ad eccessi formalistici che rischiano di trasformare il pericolo concreto - elemento costitutivo del reato - in pericolo presunto.

Seppure le esigenze preventive che animano il legislatore europeo trovino un saldo fondamento nella tutela del mercato finanziario da ogni forma di illecita turbativa dei suoi meccanismi di automatico abbinamento della domanda e dell'offerta, l'accertamento probatorio che si richiede al magistero penale appare non di rado irrealizzabile seguendo lo *standard* dell'oltre ogni ragionevole dubbio di cui all'art. 533 c.p.p. e non v'è via d'uscita diversa dalla pronuncia assolutoria: il giudizio di prognosi postuma richiede, infatti, un esercizio intellettuale spesso fuori dalle possibilità attuali delle scienze economiche, in specie laddove la condotta vietata si inserisca in una 'selva' di fattori causali alternativi. Ecco, allora, che - più che prospettate 'scorciatoie' probatorie - la finalità preventiva può essere perseguita attingendo alla fitta rete degli illeciti amministrativi, marcandone le differenze più che le similitudini con la norma incriminatrice.

2. Le fattispecie di aggioaggio nell'ordinamento italiano

Le fattispecie di aggioaggio sono riconducibili al medesimo schema di fondo di tutti i reati riconducibili al paradigma della frode.

In esse si scorge con evidenza la trama ricorrente dell'anticipazione dell'intervento penale rispetto a condotte *latu sensu* fraudolente; anticipazione, in particolare, che si spinge ad un momento di mera potenzialità (o pericolo) di realizzazione di un inganno nei confronti di un soggetto o una categoria di soggetti destinatari del comportamento comunicativo (l'espressione "comportamento comunicativo", qui soprattutto, meglio generalizza il tipo di "dichiarazione" mendace rilevante per queste fattispecie, che per l'appunto valorizzano

⁸ *Immutatio et imitatio veritatis* assumono una rilevanza specifica in quanto poste in essere *in praejudicium alterius* ovvero, come è stato detto, «non ogni "violazione" della verità, materializzata nel mondo esterno, è rilevante sul piano giuridico-penale [...] La essenza della falsità, cioè, s'identifica con la frode; diversamente la tutela penale si risolverebbe in una forma di astrattismo [...] Certo, in ogni società, affiora la esigenza di conferire a taluni "strumenti" il carattere della inviolabilità; ma simile notazione (di per sé esatta) non autorizza a rintracciare - attraverso una sfrenata interpretazione formalistica delle norme - l'offesa (lesione o messa in pericolo) del bene tutelato in qualsiasi attività manipolativa. La "fiducia" è, nell'esperienza della vita, un valore allorquando sottintenda interessi specifici» (V. U. DINACCI, *Profili sistematici del falso documentale*, cit., pp. 11-12).

⁹ Cfr. T. PADOVANI, *Menzogna e diritto penale*, Pisa, 2014., p. 23, per cui «in linea di principio l'*immutatio veri*, ossia l'alterazione della verità, è destinata per sua intrinseca natura a provocare una rappresentazione errata nel destinatario effettivo o potenziale della dichiarazione, che fa normalmente affidamento sulla genuinità, sulla integrità e sulla veridicità del messaggio o comunque della cosa di cui si tratta [...] è quasi intuitivo che falso e inganno siano allora concetti indissolubilmente collegati in un rapporto di strumentalità inscindibile».

determinati comportamenti economici - anche in sé leciti - per la loro valenza di “mezzo di inquinamento” informativo).¹⁰

Preme, anzitutto, procedere ad una delimitazione. Ragioni di sintesi, impongono di non estendere l'analisi a tutte le fattispecie di aggrigotaggio, ma di circoscrivere l'esame a quella che, per recenti sviluppi legislativi e applicativi, si mostra meglio funzionale alle finalità di questo studio, e cioè, il delitto di manipolazione del mercato di cui all'art. 185 T.U.F., anche se molte delle considerazioni appresso esposte potrebbero essere trasposte anche alle altre fattispecie di aggrigotaggio.

Com'è noto, la riforma del diritto penale societario del 2002 si era adoperata per ricondurre ad unità l'aggrigotaggio finanziario e quello bancario, entrambi ricompresi nell'art. 2637 c.c. (traslandoli dalla legislazione complementare in cui alloggiavano).

Il quadro è mutato a seguito del D.lgs. n. 62 del 2005 (a cui sono seguite ulteriori novelle, di pari passo con gli *input* europei, e da ultimo il D.lgs. n. 107 del 2018) e si articola oggi in una pluralità di fattispecie - simili, ma non identiche - che vanno dall'art. 501 c.p. («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 [...]»), il cui spazio applicativo è ora pressoché limitato all'aggrigotaggio su merci; all'art. 2637 c.c. che punisce l'aggrigotaggio bancario e quello su titoli non quotati, cioè negoziati nel mercato *over the counter* («diffonde notizie false, ovvero pone in essere operazioni simulate o altri artifici concretamente idonei a provocare una sensibile alterazione del prezzo di strumenti finanziari non quotati [...] ovvero ad incidere in modo significativo sull'affidamento che il pubblico ripone nella stabilità patrimoniale di banche»); e, infine, all'art. 185 T.U.F., che, invece,

¹⁰ In argomento fondamentale il richiamo a C. PEDRAZZI, *Problemi del delitto di aggrigotaggio*, Milano, 1958, ora in C. PEDRAZZI, *Diritto penale*, vol. IV, Milano, 2003, pp. 3 ss. e, dello stesso autore, ID., *Turbativa dei mercati*, in *Dig. disc. pen.*, XIV, Torino, 1999, pp. 422 ss. V., in dottrina, E. AMATI, *Abusi di mercato e sistema penale*, Torino, 2012; E. CAIA, *Manipolazione del mercato: il ruolo dirimente dell'idoneità concreta della condotta nella giurisprudenza di legittimità*, in *Arch. pen.*, 2018, 2, pp. 1-16; F. CONSULICH, *La giustizia e il mercato. Miti e realtà di una tutela penale dell'investimento mobiliare*, Milano, 2010; ID., *Manipolazione del mercato e disorientamenti dogmatici. Tra eventi di pericolo e pericolo di eventi*, in *Le Società*, 2011, 7, pp. 823-830; A. CRESPI, *Manipolazione del mercato e manipolazione di norme incriminatrici*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2009, 2, pp. 107 ss.; F. D'ALESSANDRO, *Regolatori del mercato, enforcement e sistema penale*, Torino, 2014, pp. 166 ss.; M. GAMBARDELLA, *Condotte economiche e responsabilità penale*, II ed., Torino, 2020, p. 343 ss.; F. GIUNTA, *Lineamenti diritto penale dell'economia. Delitti contro l'economia pubblica e reati societari*, II ed., Torino, 2004, pp. 334 ss.; C. LONGARI, *I reati finanziari*, in R. RAMPIONI (a cura di), *Diritto penale dell'economia*, Torino, 2016, pp. 157 ss. e, ivi, pp. 204 ss.; M. B. MAGRO, *Manipolazioni dei mercati finanziari e diritto penale. Una critica al modello di razionalità economica*, Milano, 2012 e ID., *Manipolazione del mercato*, in *Dig. disc. pen.*, Torino, 2014, pp. 245 ss.; M. MASUCCI, *I reati contro l'economia*, in A. FIORELLA (a cura di), *Questioni fondamentali della parte speciale del diritto penale*, II ed., Torino, 2018, pp. 291 ss. e, ivi, pp. 325 ss.; N. MAZZACUVA, E. AMATI, *Diritto penale dell'economia. Problemi e casi*, II ed., Padova, 2013, pp. 337 ss.; A. MELCHIONDA, *Aggrigotaggio e Manipolazione del mercato*, in A. LANZI, A. CADOPPI (a cura di), *I reati societari*, Padova, 2006, pp. 240-286; V. PLANTAMURA, *L'insider trading e la manipolazione del mercato*, in A. MANNA (a cura di), *Corso di diritto penale dell'impresa*, Padova, 2010, pp. 665 ss.; S. SEMINARA, *Diritto penale commerciale. Il diritto penale del mercato mobiliare*, vol. III, Torino, 2018, pp. 53 ss.; ID., *La Consob e la tutela penale del mercato mobiliare*, in C. PEDRAZZI, A. ALESSANDRI, L. FOFFANI, S. SEMINARA, G. SPAGNOLO, *Manuale di diritto penale dell'impresa. Parte generale e reati fallimentari*, Bologna, 1998, pp. 377-482 e, ivi, pp. 471 ss.; F. SGUBBI, A. TRIPODI, *La manipolazione del mercato*, in F. SGUBBI, D. FONDAROLI (a cura di), *Diritto penale del mercato finanziario*, Padova, 2008, pp. 59 ss.

riguarda l'aggiotaggio su titoli finanziari negoziati in mercati regolamentati o in sistemi multilaterali di negoziazione.¹¹

A sua volta, la disciplina della tutela del mercato finanziario, oltre ad altre fattispecie penali (e segnatamente l'abuso di informazioni privilegiate), comprende una pluralità di illeciti amministrativi, tra i quali compare l'art. 185-ter T.U.F., che - nel modello del doppio binario - parimenti sanziona condotte di manipolazione del mercato e assume i connotati afflittivi proprio del diritto punitivo. Ma a tale illecito amministrativo se ne affiancano, numerosi altri, che vi si frappongono secondo una logica precauzionale arretrata, volta a colpire ogni possibile fattore di rischio che possa agevolare la commissione di più gravi condotte aventi un qualche reale effetto sul mercato finanziario.

3. Le fonti europee in materia di abusi di mercato

Tale assetto è fortemente debitore delle iniziative legislative comunitarie, che hanno condotto non solo all'introduzione di un Regolamento¹² (MAR) in materia di abusi di mercato e delle relative misure sanzionatorie e preventive (che costituisce la base di riferimento degli illeciti amministrativi), direttamente applicabile negli Stati membri, ma anche all'adozione di una Direttiva¹³ (MAD II), particolarmente dettagliata, che armonizza e avvicina direttamente la risposta sanzionatoria penale europea («in modo tale da integrare e garantire l'effettiva attuazione del regolamento» - cons. 23), che è stata adottata in base alle «indirette» competenze penali dell'Unione previste dall'art. 83, par. 2 TFUE per le materie già oggetto di un forte avvicinamento per effetto di altre fonti europee (nel nostro caso, prioritariamente, ma non solo, la citata MAR).¹⁴

¹¹ M. GAMBARDILLA, *Condotte economiche e responsabilità penale*, cit., pp. 330 per un'attenta ricostruzione storica.

¹² Regolamento (UE) n. 596/2014 del 16 aprile 2014 relativo agli abusi di mercato, sulle cui finalità v. il cons. n. 5: «Per eliminare i residui ostacoli agli scambi e le notevoli distorsioni della concorrenza derivanti dalle divergenze tra le normative nazionali ed evitare l'insorgere di ulteriori ostacoli agli scambi e notevoli distorsioni della concorrenza, occorre quindi adottare un regolamento che stabilisca un'interpretazione più uniforme del quadro dell'Unione in materia di abusi di mercato, definendo in modo più chiaro le regole applicabili in tutti gli Stati membri».

¹³ Direttiva 2014/57/UE del 16 aprile 2014 relativa alle sanzioni penali in caso di abusi di mercato.

¹⁴ La Direttiva, in particolare, si richiama anche ai principi di sussidiarietà e proporzionalità nel considerando 25: «Poiché l'obiettivo della presente direttiva, vale a dire garantire all'interno dell'Unione l'esistenza di sanzioni penali almeno per le condotte più gravi di abuso di mercato, non può essere conseguito in misura sufficiente dagli Stati membri ma, a motivo della portata e degli effetti della presente direttiva, può essere conseguito meglio a livello di Unione, quest'ultima può intervenire in base al principio di sussidiarietà». In argomento sulle competenze penali dell'Unione, cfr. *ex multis* K. AMBOS, *European Criminal Law*, Cambridge, 2018, pp. 6-10 e 317 ss.; A. BERNARDI, *La competenza penale accessoria dell'Unione Europea: problemi e prospettive*, in *Dir. pen. cont. - Riv. trim.*, 2012, 1, pp. 43-78, pp. 64 ss.; M. DELMAS-MARTY, *L'intégration européenne entre pluralisme, souverainisme et universalisme*, in *Revue de science criminelle et de droit pénal comparé*, 2016, 3, pp. 447-454; S. MANACORDA, *Le droit pénal sous Lisbonne: vers un meilleur équilibre entre liberté, sécurité et justice?*, in *Revue de science criminelle et de droit pénal comparé*, 2010, 4, pp. 945-958. Ulteriori esempi dell'accresciuto protagonismo europeo in materia penale sono senz'altro la Direttiva PIF (Direttiva UE 2017/1371 del 5 luglio 2017 relativa alla lotta contro la frode che lede gli interessi finanziari dell'Unione mediante il diritto penale), la Direttiva penale in materia di riciclaggio (Direttiva UE 2018/1673 del 23 ottobre 2018 sulla lotta al riciclaggio mediante il diritto penale), che fa da contrappunto alla poderosa riforma in corso del sistema antiriciclaggio, la direttiva in materia di reati ambientali (Direttiva UE 2024/1203 dell'11 aprile 2024 sulla tutela penale dell'ambiente), nonché da ultimo la Direttiva UE 2024/1226 del 24 aprile 2024 relativa alla definizione dei reati e delle sanzioni per la violazione delle misure restrittive dell'Unione e la Proposta di

L'origine di tali penetranti iniziative europee, oltre che nel mutato quadro di competenze e poteri d'intervento in campo penale dell'Unione a seguito del Trattato di Lisbona¹⁵, è da rinvenirsi soprattutto in un radicale cambiamento di approccio europeo nella protezione dei mercati a seguito della crisi finanziaria globale¹⁶ (crisi sistemica che ebbe gravi ripercussioni anche sulla sostenibilità del debito sovrano di molti Stati europei¹⁷).

La crisi, manifestatasi in Europa come crisi del debito pubblico - ma interconnessa a quella del debito privato -, ha reso definitivamente palese la fragilità del sistema economico, la stretta interconnessione esistente tra le economie nazionali europee¹⁸ e quelle internazionali (del resto la "tempesta" partì dallo scoppio della bolla immobiliare americana, con il fallimento della banca d'affari Lehman Brothers e il crollo del mercato dei mutui ipotecari *subprime*), nonché il possibile impatto diffuso di manovre speculative artificiose sul mercato interno (alcune vicende giudiziarie sono in tal senso anche citate negli stessi considerando della MAD, come ad esempio lo scandalo Libor-Euribor¹⁹): da qui la progressiva affermazione di un nuovo modello di *governance* europea e di coordinamento delle politiche economiche, che sembra aver definitivamente abbandonato l'ingenua idea dell'autoregolazione naturale dei mercati.²⁰

Direttiva sulla lotta contro la corruzione COM(2023) 234 del 03 maggio 2023.

¹⁵ Che aveva in precedenza consentito iniziative assai più modeste e che, almeno in prospettiva europea, non avevano condotto a una uniformità normativa tra gli Stati membri, in specie quanto alle sanzioni penali. Importante, però, il riferimento alla prima Direttiva in materia di abusi di mercato c.d. MAD I (Direttiva 2003/6/CE del 28 gennaio 2003 relativa all'abuso di informazioni privilegiate e alla manipolazione del mercato), nel recepimento della quale l'Italia già introdusse le cennate disposizioni penali con il D.lgs. n. 62/2005.

¹⁶ Interessante in argomento D. M. KOTZ, *The Rise and Fall of Neoliberal Capitalism*, Cambridge (MA), 2015.

¹⁷ Cfr. L. F. PACE, *La crisi del "sistema euro" (2009-2013): cause, fasi, players e soluzioni*, in AA. VV., *Scritti in onore di Giuseppe Tesauo*, vol. III, Napoli, 2014, pp. 2147-2191.

¹⁸ Cfr. F. MUCCIARELLI, *Mercato finanziario e tutela penale*, in *Leg. pen.*, 13 febbraio 2024, p. 10 rammenta come «al cospetto di un'operatività che fisiologicamente travalica i confini nazionali, la necessità di una normativa uniforme diviene requisito imprescindibile per evitare che operatori spregiudicati si avvalgano opportunisticamente delle differenze di disciplina, approfittando di quelle meno severe e comunque facendo leva sulle incertezze applicative e sulle lacune legislative, destinate, le une non meno delle altre, a creare i presupposti per perniciose quanto 'notevoli distorsioni della concorrenza'».

¹⁹ Per un'analisi, in chiave giuridica, dei principali scandali finanziari degli anni 2000, cfr. ancora A. ALESSANDRI, *Diritto penale e attività economiche*, Bologna, 2010, pp. 101 ss.

²⁰ Nelle parole della Commissione europea: «La crisi economica mondiale ha messo alla prova gli attuali meccanismi di coordinamento delle politiche economiche dell'Unione europea ed ha evidenziato dei punti deboli. Il funzionamento dell'Unione economica e monetaria è stato sottoposto a tensioni particolarmente forti, dato che in passato le regole e i principi soggiacenti non sono stati rispettati. Le procedure di sorveglianza esistenti non sono state sufficientemente complete. [...] La recente crisi economica è un fenomeno senza precedenti per la nostra generazione. I progressi costanti dell'ultimo decennio in termini di crescita economica e creazione di posti di lavoro sono stati completamente annullati: la crisi ha evidenziato debolezze fondamentali della nostra economia. Gli squilibri di bilancio ed altri squilibri macroeconomici accumulati negli anni precedenti la crisi hanno reso vulnerabile l'economia dell'UE quando sono scoppiate la crisi finanziaria mondiale e la recessione economica. Le finanze pubbliche dei paesi dell'UE hanno subito un forte deterioramento, con disavanzi medi pari al 7% del PIL e livelli di debito superiori all'80% del PIL, nettamente al di sopra dei valori di riferimento stabiliti nel trattato (rispettivamente 3% e 60% del PIL). [...] Nei prossimi anni l'UE è chiamata a far fronte a sfide importanti: la necessità di risanare il bilancio e, nel contempo, la necessità di stimolare livelli sostenibili di crescita. Il patto di stabilità e crescita offre un quadro adeguato per uscire correttamente dalla crisi. Al fine di sostenere il potenziale di crescita economica dell'UE e promuovere la sostenibilità dei nostri modelli sociali, il risanamento delle finanze pubbliche impone però che siano definite priorità e che vengano operate scelte difficili: il coordinamento a livello UE sarà essenziale per questo compito e contribuirà a far fronte alle ricadute negative. La recente crisi finanziaria e la pressione sulla stabilità finanziaria

Nel contesto di questa repentina accelerazione delle politiche economiche europee, si colloca anche la relazione finale del 25 febbraio 2009 del gruppo di lavoro presieduto da Jacques de Larosière, che rimarcava, da un lato, la necessità di un rafforzamento del sistema dei controlli e dei poteri d'intervento e sanzionatori delle autorità di vigilanza; dall'altro, il carattere debole ed eterogeneo dei regimi sanzionatori nazionali.

Tale relazione pose le basi per la successiva adozione del Regolamento MAR e della Direttiva MAD II.²¹ La Direttiva chiarisce bene queste finalità e, in particolare, i considerando nn. 1 e 6, ove si legge:

«Gli abusi di mercato ledono l'integrità dei mercati finanziari e compromettono la fiducia del pubblico nei valori mobiliari, negli strumenti derivati e negli indici di riferimento» (cons. 1); «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» (cons. 6).

4. Meccanismi di formazione dei prezzi e libertà negoziale dell'investitore

Queste poche battute sono necessarie a porre in evidenza come la fattispecie penale si presenti per molti versi "piegata" alle finalità pubblicistiche di garantire una tutela avanzata del mercato finanziario, rilevante per il legislatore europeo soprattutto per le ricadute "di sistema", più che per la tutela dei diritti individuali: nella prospettiva dell'Unione si tratta di un passo importante verso un mutato approccio alla regolazione dei mercati - alla costruzione del mercato unico europeo - che non si limita più dall'esterno ad assicurare il libero incontro delle forze economiche in un terreno massimamente competitivo, ma si spinge alla costruzione di penetranti obblighi di *compliance* per gli emittenti strumenti finanziari e gli intermediari e, inoltre, alla frapposizione di limiti alla libera iniziativa sul mercato, finanche su scelte di investimento astrattamente legittime, che, però, finiscano per sfruttare impropriamente le ineliminabili asimmetrie informative esistenti tra gli operatori

in Europa hanno sottolineato più chiaramente che mai l'interdipendenza delle economie dell'UE, in particolare nell'area dell'euro. Gli Stati membri hanno tratto vantaggio dall'appartenenza all'UE, forte del suo mercato interno di 500 milioni di persone e di una moneta comune a sedici Stati membri. Gli strumenti ed i metodi di coordinamento esistenti hanno consentito all'UE di lavorare insieme verso la ripresa e di far fronte a difficoltà che nessun Stato membro avrebbe potuto affrontare da solo. Queste recenti esperienze, tuttavia, hanno anche messo in luce lacune e debolezze del sistema attuale, evidenziando la necessità di un coordinamento politico più forte e più precoce, di meccanismi preventivi e correttivi supplementari e di un sistema di risoluzione delle crisi per gli Stati membri dell'area dell'euro. [...] Si devono trarre insegnamenti per il futuro e prendere misure per rafforzare il sistema UE di governance economica per il futuro. Nella presente comunicazione la Commissione espone un approccio fondato su tre pilastri per rafforzare il coordinamento delle politiche economiche" (COM(2010) 250 del 12.05.2010), pilastri fondamentali del coordinamento delle politiche economiche che nella strategia della Commissione si individuano nella necessità di assicurare il rispetto del patto di stabilità e crescita e migliorare il coordinamento delle politiche di bilancio; una più ampia sorveglianza degli sviluppi macroeconomici e della competitività all'interno dell'area dell'euro; un coordinamento integrato delle politiche economiche tramite il "semestre europeo".

²¹ Come ricostruito attentamente in dottrina, invero, il recepimento della Direttiva MAD II in Italia non ha portato un ripensamento della struttura della fattispecie e ad un suo rinnovamento, ma ha avuto carattere per lo più formale. M. GAMBARDELLA, *Condotte economiche e responsabilità penale*, cit., pp.301 ss.

economici. L'interesse pubblico sopravanza quello privato, giustificando la discesa in campo di meccanismi di limitazione e conformazione delle libertà economiche nel mercato europeo.

Coerentemente, la prevalente dottrina evidenzia come il reato di manipolazione del mercato (così come quello di abuso di informazioni privilegiate) sia posto a tutela del bene giuridico dell'economia pubblica²², ancorché intesa, in termini più concreti rispetto alla categoria codicistica tradizionale, come tutela del regolare ed efficiente processo di formazione del prezzo sul mercato finanziario.²³

Quantomeno nella prospettiva del diritto penale, però, la *ratio legis* che ha animato il legislatore europeo, dovrebbe fare i conti con la struttura della fattispecie, misurandosi con i profili offensivi da essa descritti e con gli indicatori positivi che possano consentire di cogliere l'oggettività giuridica lesa dalla condotta vietata: gli interessi individuali, anche se in senso 'collettivo', infatti, riemergono prepotentemente, ove solo si rammenta che il fatto tipico è tutto costruito intorno all'idoneità decettiva dei segnali informativi che il comportamento dell'agente veicola nei confronti del pubblico degli investitori che operano nel mercato (le variazioni dei prezzi sul mercato, che è un'entità astratta, sono l'effetto dell'influenza decettiva della condotta sui soggetti che vi operano).

Non può dimenticarsi, quindi, che il processo di formazione dei prezzi, a ben vedere, ha come suo contraltare l'interesse sostanziale dei risparmiatori²⁴ (art. 47 Cost.), considerati

²² Cfr. C. PEDRAZZI, *Turbativa dei mercati*, cit., per cui «L'interesse in gioco al regolare funzionamento dei mercati è di tutta evidenza di stampo collettivo, riconducibile alla pubblica economia, in quanto coinvolge il sistema economico nei suoi ingranaggi motori».

²³ S. SEMINARA, *La Consob e la tutela penale del mercato mobiliare*, in C. Pedrazzi, A. ALESSANDRI, L. FOFFANI, S. SEMINARA, G. SPAGNOLO, *Manuale di diritto penale dell'impresa*, cit., pp. 377-482 e, ivi, p. 471 secondo cui «oggetto di tutela è l'economia pubblica, intesa come formazione dei prezzi per il naturale meccanismo di interazione tra le forze economiche» e, più chiaramente, ID., *Diritto penale commerciale. Il diritto penale del mercato mobiliare*, cit., pp. 89 per cui il bene protetto «consiste nel regolare funzionamento dei mercati [...] proiettandosi sugli artt. 41 e 47 Cost., la norma mira dunque a tutelare l'efficienza informativa del mercato come presupposto della sua efficienza allocativa, a presidio di interessi collettivi ma anche individuali, concernenti il patrimonio degli investitori». Cfr. E. M. AMBROSETTI, E. MEZZETTI, M. RONCO, *Diritto penale dell'impresa*, IV ed., Torino, 2016, pp. 269-270 secondo cui «Il bene giuridico tutelato dalla norma in esame si identifica nel "corretto funzionamento del mercato", inteso come "corretta formazione del prezzo degli strumenti finanziari" [...] la *ratio* dell'incriminazione si rinviene nella volontà di evitare che la fiducia che i risparmiatori ripongono nel mercato venga inficiata da comportamenti volti ad incidere sulla regolare dinamica di formazione del prezzo»; E. AMATI, *Abusi di mercato e sistema penale*, cit., p. 176 che rileva: «il regolare funzionamento del mercato - e la sua "integrità" e/o "trasparenza" - rappresentano piuttosto il bene finale "di categoria" (che può coincidere con lo scopo di tutela) della fattispecie [...] oggetto di tutela diretta ed immediata è, dunque, la corretta formazione del prezzo»; N. MAZZACUVA, E. AMATI, *Diritto penale dell'economia*, cit., p. 341 per cui «La norma costituzionale cui ancorare l'interesse tutelato dalla fattispecie è l'art. 47: la tutela del risparmio in tutte le sue forme richiede infatti anche una tutela del meccanismo di formazione dei prezzi»; D'ALESSANDRO, *Regolatori del mercato, enforcement e sistema penale*, cit., pp. 171-172 per cui il bene giuridico «deve essere senz'altro individuato nel regolare andamento dei mercati [...] non già specificamente interessi di natura sostanziale, quanto piuttosto il metodo di determinazione del prezzo degli strumenti finanziari quotati, che deve essere in grado di assicurare il corretto operare delle dinamiche di mercato. Tale obiettivo di tutela, peraltro, finisce col racchiudere in sé anche istanze di salvaguardia di beni individuali, in quanto in esso trovano adeguata protezione sia interessi di natura collettiva, relativi all'efficace funzionamento dei mercati, sia interessi dei singoli operatori, concernenti il patrimonio investito nell'acquisto degli strumenti finanziari».

²⁴ Cfr. F. MUCCIARELLI, *Mercato finanziario e tutela penale*, cit., p. 12, il quale ritiene di «scorgere nella tutela dell'investitore (inteso sia nella dimensione dinamica di colui che opera sul mercato, sia in quella statica di chi semplicemente detiene valori mobiliari) il momento nel quale le categorie più generali della trasparenza e della parità di condizioni, funzionali entrambe all'efficienza e all'integrità del mercato, trovano la loro specifica

come categoria, a non subire ripercussioni negative dall'alterazione illegittima dei prezzi, che determina allo stesso tempo una lesione della loro libertà negoziale (art. 41 Cost.): l'offesa, pertanto, secondo le medesime logiche di altre fattispecie di 'mendacio', si potrebbe articolare in un peculiare disvalore di condotta, che rileva nelle sue potenzialità decettive e mediamente dannose nei confronti dei destinatari; l'efficacia potenzialmente e mediamente dannosa della condotta non sarebbe tanto legata alla formazione di un prezzo anziché un altro (che è mero indicatore sintomatico), ma nel fatto che tale prezzo, in quanto frutto di un'illecita condotta manipolatoria, di per sé stesso lede (secondo un'astrazione generalizzante del legislatore basata sulla normale esperienza del funzionamento dei mercati mobiliari) una pluralità indistinta di situazioni giuridiche soggettive di contenuto economico-patrimoniale²⁵: lesa risulterebbe, in questa prospettiva, l'autonomia negoziale dell'investitore, che, basata su "calcoli" di costi e benefici viziati, ne subisce un danno; non vittima di una 'fisiologica' asimmetria informativa o della realizzazione di un rischio dell'investimento calcolabile in anticipo, bensì dell'intervento perturbatore di informazioni o segnali significativi falsati (rispetto alla realtà sottostante) e ingannevoli.²⁶

E, infatti, la formazione dei prezzi sui mercati regolamentati si basa su meccanismi di automatico abbinamento di domanda e offerta di un numero (variabilmente) elevato di transazioni (tanto più è elevato il numero delle negoziazioni e tanto più è liquido il titolo finanziario, tanto più attendibili saranno per il potenziale investitore le indicazioni ricavabili sul prezzo), a sua volta strettamente interconnesso alle dinamiche informative²⁷: in un modello ideale l'operatore economico opera come un soggetto razionale (non guidato dalle emozioni), in una situazione di informazione completa sui potenziali rischi e benefici della

concretizzazione»

²⁵ Cfr. M. B. MAGRO, *Manipolazioni del mercato*, cit., per cui «nella tutela del mercato si fonde una miriade di posizioni individuali, in cui la dimensione collettiva si coglie solo a condizione di sommare le offese individuali. Questa individuazione, all'interno dell'oggettività giuridica di interessi superindividuali, di posizioni diffuse e omogenee a substrato personale permette di impostare una analisi delle fattispecie secondo un criterio di concretizzazione del fondamento dell'interesse, che eviti i rischi di volatizzazione e inafferrabilità del referente valore. Il risparmio ed il mercato esprimono quindi una concentrazione di interessi patrimoniali individuali, in cui subentra e confluisce sia una prospettiva macro che micro-economica».

²⁶ In senso critico sul riferimento al processo di formazione dei prezzi In senso critico Cfr. M. MASUCCI, *I reati contro l'economia*, in A. FIORELLA (a cura di), *Questioni fondamentali della parte speciale del diritto penale*, II ed., Torino, 2018, p. 295, secondo cui «il bisogno di proteggere l'efficienza del mercato o l'equa ripartizione delle risorse informative, al pari della necessità, sempre ribadita, di reprimere fenomeni speculativi risultano inappaganti nell'ottica del penalista [...] Dovrà invece puntarsi ad accertare se e in quali limiti i cosiddetti abusi di mercato presentino autentici contenuti di offesa» e, ancora, *Ibid.*, p. 327 «per "prezzo corretto" dovrebbe intendersi il valore che si sarebbe formato in assenza di falsità o artifici: con la conseguenza che dire "interesse al prezzo corretto" equivale a dire "interesse all'assenza di falsità o artifici", palesandosi un'operazione logica circoscritta alla ricognizione del tipo di condotta isolata dalla legge, ma inadatta a precisare l'offesa che ne costituirebbe il risultato».

²⁷ Cfr. Cfr. M. B. MAGRO, *Manipolazioni del mercato*, cit., secondo cui «Quando una delle parti coinvolte in un'operazione economica di scambio dispone di un sistema di informazione poco attendibile, o persino falso, si crea una situazione di asimmetria informativa solo in parte tollerabile e fisiologicamente ineliminabile secondo il gioco della domanda e dell'offerta, che innesci un processo di selezione avversa, non fondato su un atteggiamento leale, generando un innalzamento del costo del capitale e dei costi di transazione».

transazione²⁸, e, conseguentemente, l'efficienza informativa garantisce anche un'efficiente allocazione delle risorse.²⁹

Questo modello ideale (ancorché da tempo entrato in crisi nella teoria economica³⁰) è quello recepito dal legislatore europeo, che definisce le informazioni privilegiate come quelle caratterizzate da *price sensitivity*.

Il parametro di un destinatario ragionevole e razionale, oggettivizzato nella nozione di *price sensitivity*, finisce per delimitare anche l'area del penalmente illecito, che si misura in negativo nella capacità di resistenza all'inganno di tale categoria di destinatario (non il consumatore vulnerabile, ma l'investitore che opera scelte razionali e possiede le competenze minime per rendersi conto dei rischi dei propri investimenti).³¹

Su questo tipo di informazioni maggiormente si concentrano, infatti, le esigenze di tutela preventiva e repressiva (amministrativa e penale): sono le informazioni che guidano la mano dell'investitore-tipo e su cui si basano le sue scelte di assumere rischi e le sue aspettative legate ad un investimento mobiliare.

Non è, dunque, possibile prescindere dalla nozione oggettivizzata di *price sensitivity*, né da quella dell'investitore ragionevole e razionale, il cui impiego - nella prospettiva penale - non è tanto volto a descrivere l'effettività del funzionamento dei mercati mobiliari, ma piuttosto quello di "fissare l'asticella" del livello di tutela garantito dall'ordinamento con la sanzione penale; di fissare, come detto, il livello di resistenza all'inganno del destinatario del messaggio (in un rapporto comunicativo che è meramente potenziale) e, per questa via, definire in negativo i connotati della condotta illecita che s'intende punire; per delimitare, in ultima battuta, la misura dell'invasione di campo del legislatore europeo nel contesto del libero mercato: non più in punta di piedi, ma limitata allo 'stretto necessario' delimitato dalle Direttive MAD e dal Regolamento MAR.

5. Gli abusi di mercato come modulo repressivo nel "governo" dell'informazione *price sensitive*

Le informazioni *price sensitive* sono quelle idonee a determinare un effetto significativo sul prezzo di uno strumento finanziario - mantenendo il riferimento ad un destinatario-tipo razionale («investitore ragionevole», art. 7, par. 4, MAR) che, comparando attentamente

²⁸ E. AMATI, *Abusi di mercato e sistema penale*, cit., p. 25, che sottolinea che «le decisioni in condizioni di incertezza (tra cui quelle di investimento), invero, si articolano nella stima della probabilità che determinati eventi si verifichino, nel confronto tra gli esiti attesi corrispondenti ai vari eventi e nella scelta dell'alternativa "migliore" tra quelle disponibili [...] tale approccio, tuttavia, presenta dei limiti e la finanza comportamentale supera tenendo conto degli errori cognitivi, nonché delle violazioni delle ipotesi di razionalità delle preferenze e del processo decisionale emersi dall'evidenza sperimentale ed empirica».

²⁹ S. SEMINARA, *Diritto penale commerciale. Il diritto penale del mercato mobiliare*, cit., p. 54 ricorda «l'efficienza informativa del mercato, consentendo alle quotazioni dei titoli di raggiungere il loro giusto valore, si converte nella sua efficienza allocata, a tutela degli investitori ma anche del sistema nel suo complesso» e «la conversione di tali conoscenze in scelte di investimento è comunque influenzata dal grado di competenza, professionalità e razionalità degli operatori».

³⁰ Cfr. E. AMATI, *Abusi di mercato e sistema penale*, cit., pp. 24-25, per cui «la scelta del legislatore [...] di calibrare il requisito della *price sensitivity* sulla figura dell'investitore ragionevole, si basa sul presupposto della razionalità ed efficienza dei mercati e dei singoli attori individuali», ma, come rileva lucidamente l'A., «i mercati sono pervasi da una massa enorme di decisioni individuali generate dall'emozione piuttosto che dalla ragione»

³¹ Cfr. parz. *contra* F. MUCCIARELLI, *Mercato finanziario e tutela penale*, cit., p. 24.

rischi e benefici, compie scelte economiche volte a massimizzare l'efficienza dei suoi investimenti in termini di profitto -.

Più nel dettaglio, secondo la definizione oggi contenuta nell'art. 7 del MAR, l'informazione privilegiata è:

«un'informazione avente un carattere preciso, che non è stata resa pubblica, concernente, direttamente o indirettamente, uno o più emittenti o uno o più strumenti finanziari, e che, se resa pubblica, potrebbe avere un effetto significativo sui prezzi di tali strumenti finanziari o sui prezzi di strumenti finanziari derivati collegati»

L'informazione, sempre secondo l'art. 7 del MAR, può dirsi «precisa» solo al ricorrere congiunto di due caratteri:

(i) fa riferimento a circostanze esistenti o che si può ragionevolmente ritenere che si verificheranno;

(ii) è sufficientemente specifica da poter trarre conclusioni sul suo impatto sui prezzi degli strumenti finanziari.

La "gestione" dell'informazione privilegiata, proprio per tale sua pregnante valenza ed efficacia sulle scelte degli investitori "ragionevoli" e sui prezzi dei titoli finanziari, assume una particolare importanza:

(i) è necessario, infatti, garantire l'accesso a tali informazioni contestualmente a tutti gli operatori del mercato, evitando che chi ne sia venuto in possesso in via anticipata e riservata (*insider*) possa avvantaggiarsene illegittimamente a scapito degli altri investitori (*insider trading*);

(ii) è necessario, inoltre, evitare che vengano diffuse informazioni non veritiere che, avendo queste peculiari caratteristiche, possano trarre in inganno gli investitori, spingendoli a scelte di investimento o disinvestimento che non avrebbero altrimenti compiuto e, per questa via, determinando artificiali e significative variazioni dei prezzi (proprio in base ai meccanismi di funzionamento dei mercati regolamentati e dei sistemi multilaterali di negoziazione, a differenza dei mercati *over the counter*).

Questi sono gli obiettivi di fondo della regolamentazione europea sul *market abuse*, che sono incorporati anche nella fattispecie penale: la norma incriminatrice è posta al centro di un denso apparato di norme volte a "governare" il mercato finanziario e preservarne l'integrità (in chiave preventiva, come repressiva), con un penetrante intervento di normazione secondaria, di vigilanza e di tipo sanzionatorio da parte di autorità pubbliche indipendenti nazionali e sovranazionali.

6. La manipolazione informativa e la manipolazione operativa: disvalore di condotta e tipicità.

Informazioni non veritiere e "segnali" al mercato possono parimenti derivare dalla diffusione di false notizie *price sensitive*, così come da "comportamenti comunicativi".

Entrambi e allo stesso modo possono, infatti, determinare un impatto sulle scelte di acquisto e di vendita di un investitore ragionevole³² e possono determinare una variazione

³² Cfr. G. B. MAGRO, *Manipolazioni del mercato*, cit., per cui «Le condotte di manipolazione del mercato ricalcano lo schema delle condotte di interazione psichica, sostanziandosi entrambe nella immissione nel mercato di segnali e dati informativi da sottoporre all'operatore: esse incidono sul bagaglio di conoscenze in capo al destinatario dell'informazione, agiscono come fattore di alterazione del processo decisionale»

“artificiosa” dei prezzi degli strumenti finanziari.³³ La normativa extrapenale europea, al pari della fattispecie penale, tiene conto di questa duplice modalità “manipolatoria” del mercato mobiliare: la prima con un certo grado di dettaglio, la seconda ricorrendo a clausole generali e flessibili.

Nel dialogo con queste disposizioni le nozioni di «notizie false» così come quelle di «operazioni simulate o altri artifici», di cui parla l’art. 185 T.U.F., potrebbero essere meglio circoscritte e, del pari, potrebbe esserlo l’evento di pericolo concreto contemplato dalla disposizione, proiettato, in termini di prognosi postuma *ex ante*, sulla significativa variazione dei prezzi nel mercato finanziario.

In tal senso la notizia, intesa come informazione *price sensitive*, deve consistere in una novità (che tale non è se già l’informazione è nota al pubblico, con pari grado di autorevolezza e credibilità della fonte e medesimo livello di dettaglio del contenuto); divulgata ad una cerchia abbastanza ampia di soggetti (in quanto la condotta è quella di diffusione e non di mera comunicazione); deve essere qualificabile come falsa (come di regola non sono mere opinioni e previsioni, salvo che dipendenti in misura determinante dallo stesso soggetto che le formula in termini di certezza o elevata probabilità³⁴); deve essere distinta dalla mera inosservanza omissiva di obblighi di comunicazione (salvo non si risolvano in implicita negazione, nel contesto di una condotta attiva³⁵); deve consistere in dati e circostanze non meramente fuorvianti³⁶, bensì capaci di fondare le ragionevoli scelte di un

³³ Rammentando con C. PEDRAZZI, *Turbativa dei mercati finanziari*, cit., che «non è l’intento speculativo come tale, lo sfruttamento a scopo di lucro dell’instabilità dei mercati, a richiamare l’attenzione del legislatore: sono piuttosto le modalità operative e la conseguente turbativa del sistema economico».

³⁴ Cfr. M. MASUCCI, *I reati contro l’economia*, cit., pp. 336-337.

³⁵ S. SEMINARA, *Diritto penale commerciale. Il diritto penale del mercato mobiliare*, cit., p. 92 ritiene configurabile una falsità per reticenza come negazione implicita di circostanze vere («del pari rileva come notizia falsa la notizia che, mediante la reticenza su fatti rilevanti nel contesto comunicativo, si risolva in una negazione implicita di circostanze vere»), ma esclude però la configurabilità di una manipolazione mediante una condotta meramente omissiva (*Ibid.*, pp. 93-94).

³⁶ Sulla distinzione tra notizie false e notizie fuorvianti (queste ultime espressamente rilevanti per l’integrazione dell’illecito amministrativo) cfr. Cass. civ., sez. II, n. 9644 del 11.05.2016, rv. 639917, che correttamente rileva «l’art. 187 ter, comma 1, del d.lgs. n. 58 del 1998 (TUF), nel disporre che “è punito con una sanzione amministrativa pecuniaria chiunque, tramite mezzi di informazione, diffonde informazioni, voci o notizie false o fuorvianti che forniscano o siano suscettibili di fornire indicazioni false ovvero fuorvianti in merito agli strumenti finanziari”, va interpretato nel senso che la parola “ovvero” non significa “cioè”, sì da equiparare i due termini “false” e “fuorvianti” e considerare decettive solo le notizie che abbiano in concreto fuorviato il mercato degli strumenti finanziari, mentre la norma vieta le notizie false o fuorvianti che siano anche solo suscettibili di alterare il mercato, ma ha valore disgiuntivo, sicché per “false” devono intendersi quelle oggettivamente non vere e per “fuorvianti” quelle che inducono in errore circoscrivendo un fatto vero con aggiunte od omissioni suggestive. (Nella specie, la S.C. ha ritenuto che le informazioni diffuse e oggetto di contestazione - riguardanti la valutazione in eccesso dei derivati negoziati da una banca - non fossero “false”, ma giudizi tecnici opinabili, rientranti nella libera manifestazione del pensiero)» e, sotto altro punto di vista, Cass. pen., sez. V, n. 40393 del 20.06.2012, per cui «Il reato di cui all’art. 185 del d.lg. n. 58/1998 differisce già per la sola condotta dall’illecito amministrativo di cui all’art. 187 ter; per il suo realizzarsi, infatti, non basta la diffusione di informazioni, voci o notizie false o fuorvianti che forniscano o siano suscettibili di fornire indicazioni false ovvero fuorvianti in merito agli strumenti finanziari». Parz. diff. Cass. pen., sez. V, n. 7437 del 15.10.2020, dep. 25.02.2021, per cui «nonostante l’esclusione dalla formulazione normativa delle “notizie esagerate e tendenziose” deve ritenersi che la portata precettiva della norma non abbia subito drastiche limitazioni, atteso che le notizie esagerate sono comunque notizie che contengono elementi di falsità sotto l’aspetto quantitativo, mentre le notizie tendenziose sono quelle che presentano fatti veri in maniera strumentale e surrettizia, inducendo il destinatario delle stesse ad una rappresentazione alterata o artefatta della realtà. In sostanza, quindi, le notizie esagerate e tendenziose

investitore razionale medio (non ritenendosi che siano considerabili tali dei meri *rumors*³⁷), in ragione della sua precisione, del suo grado di dettaglio, della sua credibilità (in specie legata alla provenienza particolarmente qualificata e autorevole).³⁸

Mentre per quanto riguarda la diffusione di notizie false l'antigiuridicità della condotta e il carattere artificioso degli effetti sul mercato sono "autoevidenti", in quanto correlati all'attributo (tendenzialmente) oggettivo della nozione di falsità, del tutto diverso è il discorso per le altre forme di manipolazione "operativa"³⁹.

La norma penale si limita a fare riferimento a «operazioni simulate» e a «altri artifici».

Le operazioni simulate, che si tratti di simulazione assoluta o parziale, possono avvicinarsi molto alle notizie false nel senso che, indirettamente e nella prospettiva che interessa alla norma incriminatrice, assumono lo stesso significato di una falsa

rappresentano altrettante manifestazioni di falsità, rientrando, come tali, nel più ampio *genus* di "notizie false"; detta tipologia di notizie potrebbe rientrare, in ogni caso, nella nozione di "altri artifici", individuato dalla norma come clausola di chiusura nella tipizzazione delle condotte». La lettura fornita da tale pronuncia è senz'altro censurabile, in quanto opera secondo un meccanismo analogico, volto ad equiparare notizie false e notizie tendenziose, pur affermando che le stesse consistano solo in "modalità" scorrette di rappresentazione di fatti veri, sulla base di una *eadem ratio*. L'approdo non è condivisibile neppure tenendo conto che conduce ad una neutralizzazione della scelta legislativa di escludere le notizie tendenziose dalla previsione normativa e poiché appare alquanto semplicistica l'inclusione (quantomeno se intesa come automatica) delle notizie tendenziose nel novero degli "altri artifici".

³⁷ *Contra* però E. M. AMBROSETTI, E. MEZZETTI, M. RONCO, *Diritto penale dell'impresa*, cit., pp. 270-271 per cui «il termine "notizia" non sembra doversi concepire solamente in senso stretto, ma volto anche a ricomprendere, secondo la teoria economica, i c.d. "*rumors*", ossia voci correnti del mercato, o i c.d. "*reports*", ovvero analisi e valutazioni, quando per la loro rilevanza e credibilità siano in grado di influire sensibilmente sulle scelte degli operatori e, dunque, sulla dinamica della formazione dei prezzi». Cfr. Cass. pen., sez. V, n. 7437 del 15.10.2020, dep. 25.02.2021 per cui «il concetto di "notizia" si riferisce a comunicazioni che vertono su circostanze di fatto, relative a profili commerciali, economici, finanziari, ovvero di carattere politico o sindacale, con esclusione, quindi, delle voci o delle dicerie sprovviste di riferimento oggettivi tali da consentire l'identificazione ed il riscontro di quanto comunicato».

³⁸ A. CRESPI, *Manipolazione del mercato e manipolazione di norme incriminatrici*, cit., pp. 107 ss. per cui «Pur nella sostanziale identità dello scopo (evitare manovre fraudolente ai danni del mercato) e del mezzo espressivo usato (diffusione di informazioni, voci o notizie), l'idoneità dell'informazione a provocare una sensibile alterazione del prezzo di un determinato titolo è cosa diversa dall'informazione fuorviante, che a tutto può essere idonea fuor che a provocare, appunto, una sensibile alterazione di valore dello strumento finanziario [...] essendo in gioco una "notizia idonea a provocare una sensibile alterazione del prezzo di strumenti finanziari", e non genericamente una "notizia suscettibile di fornire indicazioni false o fuorvianti in merito agli strumenti finanziari", non si può che fare riferimento per ragioni anche di ordine pratico, prima ancora che per opzioni di indole sistematica - ad una *notizia dotata di maggiore impatto sul mercato*, quale, per l'appunto, potrebbe essere quella notizia che abbia le caratteristiche e produca gli effetti delle "informazioni privilegiate" che, per definizione, possono realmente "influire in modo sensibile sul prezzo degli strumenti finanziari" se rese pubbliche, e purché "di carattere preciso, concernente direttamente o indirettamente uno o più emittenti strumenti finanziari o uno o più strumenti finanziari" [...] "precisione" che acquista una valenza selettiva se rapportata non alla mera esistenza bensì al 'contenuto informativo' del fatto, il quale deve riflettere dati storico-fenomenici concreti, oggettivamente riscontrabili: donde l'irrelevanza delle semplici 'voci' vaghe e incontrollate e delle mere congetture, non fondate su conoscenze definite, che sono alla base dell'ordinaria speculazione di borsa».

³⁹ Cfr. ancora C. PEDRAZZI, *Turbativa dei mercati finanziari*, cit., secondo cui il legislatore «non persegue una criminalizzazione esaustiva della manipolazione dei mercati finanziari intesa in senso ampio, come "adozione di comportamenti atti a modificare, a proprio vantaggio, il corso dei prezzi". Il modello restrittivo sotto l'aspetto modale prescelto dal legislatore nel solco della tradizione circoscrive la rilevanza penale alle manipolazioni artificiali, rivolte a influenzare con espedienti decettivi le determinazioni degli operatori di mercato».

comunicazione al mercato avente ad oggetto l'esistenza dell'operazione (comunicazione falsa in quanto l'operazione, quale essa sia, è per l'appunto simulata).

Gli altri artifici (di cui dal testo della norma può solo dirsi che siano un *genus* a cui appartiene la *species* delle operazioni simulate⁴⁰) sono invece assai più indefiniti e, come rilevato in dottrina, «emerge dalla realtà giudiziaria contemporanea una spiccata tendenza ad interpretare la nozione di “artifici” come un *jolly* pronto ad accogliere tipologie di condotte varie ed eterogenee».⁴¹ Infatti, occorre ben guardarsi dalla tentazione di “alleggerire” la fattispecie penale dal necessario disvalore di condotta che l'accompagna, così come generalmente avviene in ogni delitto di mendacio.⁴²

Così, se si ritenesse sufficiente il collegamento causale con l'evento (di pericolo), si giungerebbe ad un'evidente aporia: ogni lecita operazione riguardante l'acquisto o la vendita di strumenti finanziari può determinare effetti sul prezzo degli stessi e influenzare le scelte di altri investitori.

Occorre, dunque, stabilire in base a quali criteri l'operazione lecita possa ritenersi artificiosa, ancora prima di stabilire i suoi potenziali effetti sui prezzi.⁴³

A tal fine, la dottrina punta ad un recupero di tipicità nel confronto con le norme, aventi maggior grado di dettaglio e precisione, che definiscono in positivo l'illecito amministrativo di manipolazione del mercato (art. 187-ter T.U.F., che a sua volta rinvia agli artt. 12-15 del Regolamento MAR) e che ritagliano in negativo l'area di liceità delle operazioni effettuate per motivi legittimi e in conformità a prassi di mercato ammesse (art. 185, comma 1-bis T.U.F. e art. 13, Regolamento MAR). Proviamo a rivolgere ad esse lo sguardo.

6.1. La manipolazione operativa nel Regolamento MAR e la “casistica normativa” delle prassi manipolatorie

L'art. 12, par. 1 del Regolamento MAR definisce le diverse tipologie di manipolazione del mercato e l'art. 12, par. 2 fornisce un'esemplificazione di operazioni artificiose di tipo manipolativo (a sua volta integrato, in positivo, dalle ulteriori condotte “indicative” di cui al Regolamento delegato UE n. 2016/522 del 17 dicembre 2015).

⁴⁰ Cfr. M. MASUCCI, *I reati contro l'economia*, cit., p. 342 «l'artificio rinvia alla creazione di una realtà solo apparente, come vieppiù dimostra l'espressione utilizzata dalla legge nell'art. 185 T.U.F., là dove considera la simulazione una particolare forma di artificio».

⁴¹ Così ancora M.B. MAGRO, *Manipolazioni del mercato*, cit.

⁴² Come rammenta C. PEDRAZZI, *Mercati finanziari (disciplina penale)*, in *Dig. disc. pen.*, Torino, 1993, il legislatore «si propone di assicurare agli operatori mobiliari la massa di informazioni necessarie a consentire scelte illuminate: certo non eliminando i rischi dell'investimento, ma rendendo possibile una loro oculata ponderazione»: ciò è a dire che non è certo una dinamica sforzevole del mercato, ancorché causalmente determinata dall'azione di fattori umani, ha fondarne l'illiceità, non rientrando tra gli obiettivi della norma incriminatrice quello di neutralizzare i rischi degli investimenti finanziari tout court, bensì soltanto quelli derivanti da condotte “artificiose”.

⁴³ Cfr. M. MASUCCI, *I reati contro l'economia*, cit., p. 297 secondo cui «assai meno afferrabile è il crinale che separa l'attività negoziale lecita dall'artificio: solo in presenza del quale, tuttavia, potrebbe ammettersi una “manipolazione” del mercato [...] Il carattere artificioso di quest'ultima non dipende perciò dal risultato prodotto, ma da connotati che devono potersi riconoscere prima e al di fuori della produzione di un certo evento. La perdita economica eventualmente subita da uno o più operatori non basta a definire artificiosa la manovra che ne è all'origine: occorre che quest'ultima si presenti nella forma dell'artificio, solo allora configurandosi la base minima della reazione penale».

Nell'art. 12, par. 1, lett. c) si vede che il limite minimo della gravità della condotta di manipolazione informativa è fissato con riferimento «a segnali falsi o fuorvianti in merito all'offerta, alla domanda o al prezzo di uno strumento finanziario»: che, si ritiene, costituiscano un *minus* delle notizie false idonee ad alterare i prezzi del mercato, che già segna, oltre al dolo, il diverso grado dell'offesa attinto dalla norma penale rispetto a quella amministrativa.

Quanto alla manipolazione operativa, l'art. 12, par. 1, lett. a) e b) ritiene, in primo luogo, che sia sufficiente «l'avvio di un'operazione» (e non la sua conclusione) e che «è probabile che» alternativamente (i) invii segnali falsi o fuorvianti, (ii) consenta di fissare il prezzo di mercato oppure, infine, (iii) incida sul prezzo utilizzando «artifici o qualsiasi altra forma di raggiro o espediente».

Anche in tal caso, il maggior grado di dettaglio, unitamente alla elencazione casistica contenuta nel par. 2 e nel Regolamento delegato, si attesta, quantomeno sotto il profilo degli effetti della condotta, in un momento antecedente al pericolo concreto di sensibile alterazione dei prezzi fissato dalla norma penale: l'illecito amministrativo non ne costituisce un mero doppiopione. Inoltre, anche in tal caso l'art. 12, par. 1, lett. b) fa riferimento, a mo' di clausola di chiusura, alla medesima nozione di «altri artifici».

L'utilità del riferimento a tali previsioni extrapenali per chiarire il perimetro della fattispecie penale sembrerebbe, dunque, più modesto di quanto non potesse immaginarsi.

6.2. Le prassi di mercato ammesse e gli altri artifici

Tale ultima considerazione risulta ulteriormente rafforzata dal meccanismo delle prassi di mercato ammesse, tenuto conto che trattasi di un meccanismo di delimitazione in negativo della condotta di manipolazione operativa (del fatto tipico, non della sua antigiuridicità) solo parziale e non esaustivo.⁴⁴ Infatti, la mancata inclusione di una prassi tra quelle ammesse non ne esclude la legittimità e non ne attesta l'artificiosità.

Inoltre, le indicazioni positive fornite dall'art. 13 MAR sulle caratteristiche che dovrebbero possedere le prassi di mercato ammesse⁴⁵, stante l'elevata elasticità che le contraddistingue,

⁴⁴ Sulle prassi di mercato ammesse cfr., parz. conf., le considerazioni di F. CONSULICH, *Ex facto oritur ius criminale? Le prassi di mercato ammesse, tra crisi della legge e legalità della giustificazione*, in *Riv. soc.*, 2011, 2-3, pp. 281 ss., che rileva come «I confini della fattispecie penale di manipolazione del mercato risultano dall'interazione tra la disposizione penale che incrimina le turbative dolose del mercato (l'art. 185 T.U.F.) ed una seconda proposizione legislativa che ritaglia, estromettendole dall'ambito della illiceità penale, variegate tipologie di condotte e che pure interagiscono con il funzionamento degli scambi e che quindi sono idonee a modificarne artificialmente l'andamento [...] Il fatto che comportamenti differenti, ma *dotati della medesima capacità di alterare il prezzo degli strumenti finanziari*, siano ora puniti ora esentati dalla sanzione criminale testimonia come, nel contesto finanziario, l'artificio e la fraudolenza siano *qualifiche normative* non connotate naturalisticamente in termini di azione o omissione. Definire un'operazione come artificiosa, e quindi manipolativa, è un processo frutto di un bilanciamento tra esigenze di *flessibilità del tipo penale*, espresse dal contesto fattuale di riferimento, cioè il mercato, e *garanzia degli interessi tutelati* dal reato di cui all'art. 185». V. pure sul tema S. PREZIOSI, *La manipolazione del mercato nella cornice dell'ordinamento comunitario e del diritto penale italiano*, Bari, 2008, p. 119; E. AMATI, *Abusi di mercato e sistema penale*, cit., p. 305 ss; E. M. AMBROSETTI, E. MEZZETTI, M. RONCO, *Diritto penale dell'impresa*, cit., p. 277.

⁴⁵ V. art. 13, par. 2 MAR, secondo cui «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

non paiono utili allo scopo; non sembra, insomma, che queste caratteristiche possano essere “ribaltate” per ri-definire in negativo i connotati dell’artificiosità di un’operazione (sia per la genericità, sia perché la non perfetta aderenza di un’operazione a quei principi non sembra potersi tradurre in una sua artificiosità).

In definitiva, la condotta di mercato non rientrante nelle prassi di mercato ammesse e che pure potrebbe non apparire perfettamente aderente alla nozione generica di prassi di mercato ammessa fornita dalla MAR, non può ancora essere definita artificiosa.

In questo contesto, la definizione degli artifici cui la norma penale fa riferimento assume connotati autonomi, che possono al più guardare al contesto citato dal punto di vista dell’individuazione di un “margine inferiore”, a partire dall’assunto implicito che non è pensabile che l’intervento penale entri in campo in un momento o in un grado di progressione dell’offesa verso l’illegittima influenza sui prezzi degli strumenti finanziari, laddove tale intervento non abbia neppure raggiunto la soglia di “competenza” dell’illecito amministrativo.

La nozione di artificio, però, né più né meno delle operazioni simulate, assume il contenuto minimo di significato (affatto nuovo nel diritto penale) di una modalità di “invasione” della libera determinazione del soggetto passivo (qui innalzato a categoria indeterminata: l’investitore ragionevole) tale da deviarne l’“epilogo”, fornendo un’indiretta rappresentazione del quadro informativo di riferimento viziata (*rectius*, non corrispondente alla realtà sottostante); effetto di tale comportamento è quello di porre a carico del pubblico degli investitori gli esiti sfavorevoli cumulati di queste scelte determinate dall’inganno.

L’artificio, che si accompagna alla notizia falsa e all’operazione simulata, è, dunque, una modalità di realizzazione dell’effetto (il pericolo di sensibile alterazione del prezzo) che si connota anch’essa per la sua efficacia decettiva, che passa anch’esso attraverso una rappresentazione erronea della realtà, cioè di fatti e circostanze pertinenti e rilevanti nell’assunzione di scelte di investimento o disinvestimento per un agente economico razionale e competente (*price sensitive*).

L’artificio, dunque, quale che sia la forma in cui si sostanzia, rileva per la norma penale solo ed esclusivamente quale comportamento comunicativo che non solo sia in grado di determinare l’effetto (di per sé potenzialmente frutto di condotte lecite), ma che sia anche in grado di attivare un rischio illecito che, in quanto tale, non può essere posto a carico dell’investitore come normale rischio delle sue scelte economiche; rischio illecito che può anche nascondersi nelle pieghe di singoli comportamenti leciti, ma che, in una valutazione complessiva dell’operatività dell’agente sul mercato, si connotano come volti ad alterare il normale e legittimo gioco della domanda e offerta in un mercato regolamentato.⁴⁶

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; d) 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 al mercato, inclusa la quota di partecipazione al mercato dell’investitore al dettaglio».

7. La sensibile alterazione del prezzo. La prognosi postuma alla prova di una realtà indecifrabile.

La dottrina è ampiamente concorde nel ritenere che la fattispecie abbia la struttura di un reato di mera condotta e di pericolo concreto, in cui cioè non è necessario che la condotta abbia effettivamente determinato la sensibile alterazione del prezzo dello strumento finanziario o degli strumenti finanziari negoziati nel mercato mobiliare.⁴⁶

L'evento di pericolo, pertanto, deve sostanziarsi in una mera attitudine della condotta che con un certo grado di probabilità può comportare il raggiungimento di tale risultato, con giudizio di prognosi postuma fondato su tutti gli elementi e le circostanze utili del caso concreto.⁴⁸ Si è, tuttavia, rilevato che in realtà le capacità delle scienze economiche di valutare

⁴⁶ In termini parzialmente diversi, ma giungendo alle stesse conclusioni v. C. PEDRAZZI, *Turbativa dei mercati finanziari*, cit., secondo cui «simili modalità operative non sono artificiose nei limiti in cui modificano effettivamente la situazione di mercato, spostando i termini della domanda o dell'offerta reali. Si colorano però di artificio quando vengono accompagnate con accorgimenti atti a diffondere interpretazioni fallaci della realtà economica sottostante (per es. creando l'apparenza di una penuria di merci in realtà insussistente), in modo da stimolare reazioni sfasate rispetto alla vera situazione di mercato. Tipico dell'artificio è di dare l'avvio a rialzi o ribassi privi di basi reali, destinati ad afflosciarsi una volta esaurita la manovra. Ciò perché esso agisce sulla motivazione degli operatori, non sulla realtà di fondo».

⁴⁷ M. MASUCCI, *I reati contro l'economia*, cit., p. 329: «L'evento non emerge esplicitamente sul piano dei contenuti della fattispecie. Va dedotto in via interpretativa, considerando che l'idoneità postulata dalla legge come requisito del fatto tipico è un termine di relazione: indica cioè il nesso tra la condotta e un certo effetto, che la condotta medesima deve poter produrre. Nell'art. 185 T.U.F. l'effetto si identifica nell'alterazione dei prezzi, intesa quale evento potenziale, ossia come pericolo. Pericolo necessariamente "concreto", deve aggiungersi» e, v. pure sul tema, M. POGGI D'ANGELO, *L'accertamento del "pericolo concreto" nel delitto di manipolazione del mercato*, in *Cass. pen.*, 2017, 1, pp. 290 ss. Cfr. parz. *contra* S. PREZIOSI, *La manipolazione del mercato nella cornice dell'ordinamento comunitario e del diritto penale italiano*, cit., pp. 211 ss.

⁴⁸ Su tale fondamentale esigenza, strettamente correlata alla "concretezza" del pericolo richiesto dalla norma, cfr. F. GIUNTA, *Lineamenti diritto penale dell'economia*, cit., p. 338 per cui «L'accertamento del reato si presenta dunque come un'attività complessa che non può esaurirsi nella mera valutazione dei mezzi utilizzati dall'agente, costituendo quest'ultimo un giudizio ancora "in astratto"; il giudice, piuttosto, dovrà valutare, attraverso una prognosi postuma, ossia attraverso un giudizio *ex ante*, la condotta tenuta dal soggetto attivo alla luce della situazione di mercato in cui essa viene a incidere. Decisivo è dunque il "contesto spazio-temporale" in cui viene a collocarsi la condotta tipica»; E. M. AMBROSETTI, E. MEZZETTI, M. RONCO, *Diritto penale dell'impresa*, cit., p. 273 per cui «Il pericolo per il bene dovrà comunque effettivamente sussistere, costituendo elemento tipico del reato; pertanto, se ne dovrà accertare in ogni caso la concreta esistenza. Così, l'interprete dovrà, sulla base di una valutazione prognostica, considerare tutte le circostanze del caso concreto (ad esempio le condizioni del mercato finanziario, i mezzi utilizzati, le caratteristiche del titolo, il volume delle operazioni che lo hanno interessato, il lasso temporale in cui è avvenuta l'operazione) presenti nel momento in cui il soggetto agente ha posto in essere quel comportamento, per accertare se esso era idoneo a mettere in pericolo il bene giuridico tutelato dalla norma incriminatrice, ovvero a produrre l'alterazione del prezzo degli strumenti finanziari. Tale alterazione sarà verificata utilizzando come parametro di riferimento l'andamento del titolo»; M. MASUCCI, *I reati contro l'economia*, cit., pp. 329-330 che rimarca la «necessità di tener conto di tutte le circostanze del fatto "singolo", radicando un giudizio autenticamente concreto, problema interpretativo più importante risiede nell'accertare se il pericolo di alterazione dei prezzi debba manifestarsi come probabilità o possa esaurirsi in una semplice possibilità, anche remota, che ciò avvenga. [...] il problema enunciato potrà risolversi agevolmente in tutti i casi nei quali si riscontri un'effettiva alterazione dei prezzi, riconducibile per derivazione causale a un comportamento artificioso. Senz'altro più complessa è invece l'identificazione del pericolo quando l'alterazione dei prezzi non si sia verificata [...] Resta allora da accertare se potesse verificarsi: e quale sia il grado di possibilità rilevante per la legge. Il vincolo alla concretezza, si ripete, è fuori discussione». In giurisprudenza cfr. *Cass. pen.*, sez. V, n. 7437 del 15.10.2020, dep. 25.02.2021: «la concreta idoneità della condotta debba essere accertata sulla base del criterio della prognosi postuma, volto a verificare se, in riferimento all'intera platea degli investitori ed alla complessiva situazione di mercato, nonché valutando le iniziative sollecitatorie della Consob a

la mera attitudine della condotta a determinare una alterazione (perdipiù “sensibile”) sono essenzialmente limitate⁴⁹ e che, a voler pretendere l’accertamento di un pericolo concreto, si potrebbe finire con il richiedere una prova irraggiungibile⁵⁰, così tradendo le finalità di avanzata protezione del mercato finanziario che stanno alla base della norma penale e del più ampio contesto normativo-disciplinare europeo in cui essa si iscrive.

Da questa prospettiva si è, dunque, correttamente censurato in dottrina l’approccio di alcune pronunce, in specie nella giurisprudenza di merito, che guardano all’evento del reato (invero di pericolo) in una prospettiva *ex post*.⁵¹

Si osserva che tali prese di posizione della dottrina, pur partendo da premesse corrette e condivisibili, potrebbero condurre a risultati insoddisfacenti, specie se fossero intese come volte ad ammettere un’esclusione, per ragioni di efficienza punitiva, dell’attributo della concretezza del pericolo previsto dal legislatore. Infatti, pur se sarebbe in linea con un’interpretazione teleologica volta a rincorrere la *ratio iuris* della norma penale, la rilettura del reato secondo una forma di pericolo astratto, astratto-concreto o “meno concreto” finirebbe per produrre una sorta di (vietata) analogia *in malam partem*, consentendo di ricondurre nell’ambito applicativo della fattispecie anche condotte la cui idoneità ingannatoria e mediamente dannosa è in sostanza inesistente; ciò che solleva dubbi, tanto dal punto di vista del principio di offensività, rammentando la natura di per sé strumentale del “bene” della corretta formazione dei prezzi sul mercato finanziario (forma avanzata di tutela della libertà negoziale degli investitori che in quel mercato operano), quanto dal punto di vista dell’*extrema ratio* e della sussidiarietà dell’intervento penale, ricordando che ben può

norma dell’art. 114 T.U.F, gli effetti decettivi dei fatti comunicativi, prevedibili in concreto ed *ex ante* quali conseguenze della condotta dell’agente, siano stati potenzialmente idonei a provocare una sensibile alterazione del prezzo di mercato del titolo rispetto a quello determinato in un corretto processo di formazione dello stesso»; Cass. pen., sez. V, n. 53437 del 19.10.2018; Cass. pen., sez. V, n. 54300 del 14.09.2017; App. Milano, sez. I, n. 2944 del 16.11.2020.

⁴⁹ Cfr. M. B. MAGRO, *Manipolazioni del mercato*, cit., secondo cui «le condizioni della domanda e dell’offerta costituiscono, per definizione, proprio la componente più variabile e rischiosa dell’operazione finanziaria. La domanda e l’offerta, in altri termini, non sono altro che il riflesso delle previsioni dei futuri comportamenti degli investitori rispetto alle aspettative di rendimento. Senza contare che, ammesso sia possibile concettualmente distinguere un livello di prezzi “artificiale” da quello “naturale”, numerose ed insormontabili difficoltà sono connesse al compito di distinguere cosa è il risultato di una libera competizione e cosa è invece un prezzo artificiale, non essendo affatto facile misurare quale sarebbe stato lo stato legittimo della domanda e dell’offerta di un bene finanziario, supponendo assenti le operazioni sospette, e districandole dalle altre».

⁵⁰ Cfr. S. SEMINARA, *La Consob e la tutela penale del mercato mobiliare*, cit., p. 474 rimarca la «estrema difficoltà di isolare con certezza il potenziale impatto sui prezzi ascrivibile alla condotta realizzata, rispetto a tutti gli altri fattori concorrenti [...] al fine di evitare tale proiezione verso gli schemi del pericolo presunto, è dunque necessario considerare la congiuntura di mercato in cui l’azione si è svolta, in riferimento ad essa valutando la sua capacità di alterare l’equilibrio delle contrattazioni ovvero di innescare meccanismi reattivi di un investitore medio»; ID., *Diritto penale commerciale. Il diritto penale del mercato mobiliare*, cit., pp. 98-99 per cui «l’espressa previsione nell’art. 185 di una concreta idoneità della condotta esclude certo ogni plausibilità all’idea di un pericolo solo astratto», ma al contempo ritiene che non si possa «negare che il reato di manipolazione presenti la natura di un pericolo solo tendenzialmente concreto, nel quale cioè il requisito della concretezza, se da un lato si presta a escludere l’integrazione del reato quando sia dimostrabile l’assenza di un pericolo, dall’altro non si spinge fino a esigere un’impossibile dimostrazione empirica della probabilità dell’alterazione dei prezzi nella situazione data».

⁵¹ Sul tema cfr. F. CONSULICH, *La giustizia e il mercato*, cit., p. 314; ID., *Manipolazione del mercato e disorientamenti dogmatici*, cit., pp. 823-830 e M. SCOLETTA, *Prognosi e diagnosi del pericolo nel delitto di manipolazione del mercato*, in *Corr. mer.*, 2011, pp. 844-852.

trattarsi di condotte comunque rientranti nell'area applicativa dell'illecito (punitivo) amministrativo.

Con riferimento, più nello specifico, ai profili dell'accertamento processuale, non si vede come possa pretendersi che il giudice ignori del tutto gli esiti delle condotte anche in una prospettiva *ex post*, che - pur chiaramente insufficiente - costituisce un utile banco di prova dell'ipotesi accusatoria: ciò non vuol dire negare il modello della prognosi postuma, ma affermare la possibilità del giudice di ricercare liberamente conferme o smentite di tale prognosi, che di per sé si ricostruisce in un contesto di estrema incertezza tecnico-scientifica.⁵²

E, infatti, ci troveremmo di fronte ad ipotesi in cui la condotta abbia effettivamente determinato una sensibile alterazione del prezzo degli strumenti finanziari, in cui comunque il giudice dovrà attentamente valutare non solo la riconducibilità di tali eventi successivi alla condotta vietata⁵³, ma anche la (forte) valenza di indice probatorio del pericolo *ex ante* derivante da tale elemento.

Viceversa, laddove alcuna sensibile alterazione dei prezzi vi sia stata, il dato non potrà essere ignorato, dovendo necessariamente il giudice chiarire per quale ragione il pericolo concreto attivato dalla condotta di cui all'imputazione non abbia prodotto effetti e, in particolare, dovrà valutare se ciò sia dovuto o meno ad irrilevanti circostanze successive alla condotta (es., successivi comunicati stampa o l'intervento dell'autorità di vigilanza hanno avvertito per tempo gli investitori della falsità di notizie in precedenza diramate, prima che determinassero una reazione dei mercati), che non intaccano la tenuta del giudizio *ex ante*.

Allo stesso tempo, pur nella consapevolezza dei limiti epistemologici delle scienze economiche, il giudice non può ignorare l'esistenza di altri fattori causali nella variazione dei prezzi sul mercato di un determinato titolo (ad esempio ascrivibili a fattori macro-economici, geopolitici, crisi generalizzate o politiche economiche attuate da soggetti istituzionali): l'impossibilità di discernere le cause generali da quelle riconducibili alla condotta dell'agente o comunque di valutare la capacità decettiva di tale condotta in un contesto complicato dalla presenza di una pluralità di fattori, non può che risolversi in favore del reo.⁵⁴

Le difficoltà di ricondurre nella spiegazione causale le dinamiche dei prezzi sul mercato sollecitano piuttosto la necessità di vagliare ogni elemento circostanziale disponibile. Viceversa, sul piano probatorio, tali difficoltà non potranno riverberarsi *contra reum* nell'esclusione del dovuto accertamento di un elemento della fattispecie penale, che, come tutti gli altri, è legato allo *standard* di prova dell'oltre ogni ragionevole dubbio.

⁵² Cfr. Cass. pen., sez. V, n. 7437 del 15.10.2020, dep. 25.02.2021 per cui, condivisibilmente, «l'effettivo verificarsi di siffatta alterazione nell'andamento del titolo può assumere valenza indiziante dell'idoneità della condotta, pur essendo ravvisabile il reato anche senza che la variazione del prezzo si sia concretamente realizzata».

⁵³ Cfr. S. SEMINARA, *La Consob e la tutela penale del mercato mobiliare*, cit., p. 474, precisa che laddove vi sia stata la effettiva variazione dei prezzi «si tratta piuttosto di escludere la possibile esistenza di fattori concorrenti che hanno contribuito al mutamento della quotazione».

⁵⁴ In giurisprudenza v. Cass. pen., sez. V, n. 15 del 21.11.2019, secondo cui «Per la sussistenza del delitto di aggrottaggio informativo di cui all' art. 185 TUF (d.lgs. n. 58/1998), in caso di diffusione di notizie false occorre dimostrare la natura sensibile dei dati mendaci comunicati al pubblico ed il relativo onere motivazionale deve essere inteso in maniera più intensa quando, contestualmente alla diffusione di notizie false, sulla valutazione dei titoli incidano anche circostanze ulteriori, come una generalizzata crisi borsistica o siano diffuse altre, veritiere, comunicazioni in grado di influire sul valore delle quote azionarie».

L'argomento teleologico non giustifica, insomma, una semplificazione probatoria sull'accertamento del pericolo nella sua dimensione di concretezza richiesta dal legislatore; una semplificazione probatoria di tal fatta, si risolverebbe in una vietata estensione dell'area applicativa della norma penale ad ipotesi che il legislatore non ha previsto⁵⁵ e che, invece, stanno fuori dai confini letterali della disposizione scritta (siano essi o meno compatibili a garantire il massimo grado di tutela del bene giuridico protetto; siano essi o meno condivisibili su un piano di opportunità politico-criminale).

8. Conclusioni

L'analisi svolta ha permesso di delineare il quadro normativo e dogmatico della manipolazione del mercato quale reato di inganno, evidenziando il suo peculiare disvalore di condotta e la sua funzione politico-criminale nel contesto della tutela avanzata dei mercati finanziari. La fattispecie, costruita come reato di pericolo concreto, si inserisce in un più ampio assetto normativo di matrice europea, che, sulla scorta delle trasformazioni del sistema economico e delle crisi finanziarie globali, ha accentuato la rilevanza della prevenzione e della repressione degli abusi di mercato come strumenti di garanzia della trasparenza e dell'integrità degli scambi.

Il disvalore della manipolazione, come s'è visto, non si esaurisce nella mera alterazione artificiosa del prezzo, ma si radica nell'offesa all'autonomia negoziale dell'investitore-tipo. La manipolazione del mercato, pur sviluppandosi lungo le coordinate generali del paradigma della frode, se ne distacca per il suo carattere marcatamente pubblicistico e per il suo stretto legame con le dinamiche di regolamentazione e vigilanza del mercato finanziario di matrice europea. La fattispecie, infatti, riconducibile alla categoria dei reati di mendacio, si differenzia dalle tradizionali fattispecie poste a tutela del patrimonio e si connota per una più complessa dimensione di tutela, volta a garantire l'integrità delle negoziazioni attraverso un'anticipazione della soglia di punibilità allo stadio del pericolo.

Proprio quest'anticipazione della tutela, tuttavia, mette in risalto un primo elemento di criticità, ossia la difficoltà di definirne con precisione l'ambito applicativo laddove il disvalore della condotta non sia immediatamente riconducibile ad artifici o raggiri nel senso tradizionale del termine, bensì a operazioni di mercato formalmente lecite, ma sostanzialmente idonee ad alterare i meccanismi di formazione dei prezzi. La stretta connessione tra diritto penale e regolamentazione finanziaria si riflette, dunque, sulla struttura stessa della fattispecie criminosa, la quale non può essere letta in modo avulso dal più ampio contesto normativo e disciplinare che governa la trasparenza e la correttezza dell'informazione sui mercati mobiliari.

Il panorama normativo europeo ha contribuito in misura determinante a questa evoluzione, delineando un modello di repressione degli abusi di mercato che si caratterizza per un marcato rafforzamento degli strumenti di *enforcement*, sia sul piano amministrativo sia

⁵⁵ Cfr. F. VIGANÒ, *La tutela penale della libertà individuale. L'offesa mediante violenza*, Milano, 2002, p. 243, che l'impiego di un «teleologismo monco» sul presupposto che esso erroneamente «orienta il suo sguardo esclusivamente al bene giuridico tutelato dalla singola fattispecie di reato»; F. PALAZZO, *Costituzione e divieto d'analogia*, in *Dir. pen. proc.*, 2021, 9, pp. 1218 ss., secondo il quale la sentenza della Corte cost., n. 98 del 28.04.2021 (più volte citata *supra*) conterrebbe una «sorta di monito al fine di scuotere i giudici comuni da un certo torpore critico nei confronti di quelle operazioni interpretative - e certo non mancano - che, sotto le mentite spoglie dell'interpretazione teleologica o addirittura conforme a Costituzione, gabbano una vera e propria analogia costituzionalmente vietata».

su quello penale. L'intervento dell'Unione, giustificato dalla necessità di garantire l'efficacia e l'uniformità della protezione degli investitori in un contesto di crescente interconnessione dei mercati, ha imposto un ampliamento della sfera di rilevanza penale della manipolazione del mercato, con il conseguente innalzamento delle soglie di attenzione sulle condotte potenzialmente idonee a generare alterazioni significative nei prezzi degli strumenti finanziari. Tale impostazione si innesta su una prospettiva politico-criminale che, muovendo dalla crisi finanziaria globale e dalle sue ricadute sistemiche, ha posto al centro della disciplina penale degli abusi di mercato l'esigenza di preservare la fiducia degli investitori e la stabilità complessiva del sistema economico.

Un ulteriore profilo critico riguarda l'individuazione dell'elemento soggettivo della fattispecie, il quale, nel contesto di un mercato finanziario sempre più complesso e caratterizzato da strumenti di negoziazione altamente sofisticati, risulta di non agevole accertamento. La nozione di dolo, infatti, si confronta con la necessità di distinguere tra comportamenti intenzionalmente manipolativi e operazioni di mercato che, pur avendo effetti distorsivi sui prezzi, non sono sorrette da una volontà ingannatoria in senso proprio. Questo profilo diviene ancor più problematico laddove si consideri la rilevanza attribuita, nella costruzione dell'illecito, alla figura dell'investitore razionale e informato, il quale rappresenta il parametro di riferimento per la valutazione della rilevanza offensiva delle condotte manipolatorie.

Proprio la centralità dell'investitore quale destinatario della protezione penale richiama, peraltro, la necessità di un rigoroso accertamento del pericolo concreto di sensibile alterazione del prezzo, parametro essenziale per distinguere le condotte penalmente rilevanti da quelle che, pur potenzialmente idonee a influenzare i mercati, rientrano nel normale rischio economico connesso alle dinamiche della domanda e dell'offerta. Il tema si innesta, quindi, in una più ampia riflessione sulla delimitazione dell'area della tipicità penale rispetto agli illeciti amministrativi, i quali, come si è visto, offrono un modello di repressione più flessibile e adattabile alle esigenze di regolazione del mercato. L'equilibrio tra tutela penale e disciplina amministrativa rappresenta, dunque, un nodo centrale nella definizione del perimetro di intervento del diritto penale nell'economia, che, in un sistema avanzato di protezione del mercato mobiliare, non può prescindere dal principio di *extrema ratio*.

L'esigenza di garantire un adeguato livello di certezza giuridica emerge, infine, alla "prova del fuoco" dell'accertamento processuale, a causa della natura stessa della fattispecie di pericolo, il parametro astratto dell'investitore-tipo e il legame con variabili economiche di difficile misurazione, che pongono non pochi problemi interpretativi. In particolare, la dimostrazione della concreta idoneità della condotta a determinare un'alterazione significativa dei prezzi richiede un'analisi che, pur basandosi su una prognosi postuma *ex ante*, non può ignorare le risultanze fattuali emerse *a posteriori*. Il ricorso a strumenti di valutazione econometrica e l'apporto delle scienze finanziarie diventano, pertanto, elementi imprescindibili nell'accertamento del reato, pur con tutti i limiti che derivano dall'intrinseca incertezza delle dinamiche di mercato.

In definitiva, la fattispecie di manipolazione del mercato si conferma come un esempio paradigmatico dell'evoluzione del diritto penale dell'economia in chiave preventiva, con un ampliamento della tutela che, pur rispondendo a esigenze di protezione sistemica dei mercati finanziari, deve essere attentamente calibrato per evitare indebite estensioni della responsabilità penale. Il bilanciamento tra esigenze di deterrenza e garanzie del giusto

processo costituisce, pertanto, la principale sfida per la prassi applicativa, la quale è chiamata a interpretare la norma nel rispetto dei principi fondamentali del diritto penale, senza rinunciare, tuttavia, alla funzione di presidio avanzato dell'integrità del mercato mobiliare.