

Atti del XXV Convegno di studio Enrico de Nicola “Impresa e giustizia penale: tra passato e futuro” (Milano, 14-15 marzo 2008)

Sergio Seminara

Informazione finanziaria e diritto penale

(Disclose or abstain? La nozione di informazione privilegiata tra obblighi di comunicazione al pubblico e divieti di insider trading: riflessioni sulla determinatezza delle fattispecie sanzionatorie)

SOMMARIO: 1. Premessa. – 2.1. La definizione di informazione privilegiata. Introduzione. – 2.2. La formulazione dell’art. 181 t.u.f. – 2.3. La nozione di investitore ragionevole. – 3. La determinatezza dell’obbligo di informazione continua e le ipotesi di ritardo nella divulgazione. – 4.1. La determinatezza del divieto di abuso di informazioni privilegiate. – 4.2. Il *criminal insider* e lo *scalping*. – 5. La determinatezza delle sanzioni minacciate dagli artt. 184 e 187-bis e dagli artt. 114 e 193 t.u.f. – 6. Linee conclusive dell’indagine.

1. *Premessa.* – Il mercato finanziario si alimenta di informazioni, che guidano l’incontro della domanda e dell’offerta ai fini della quotazione dei titoli e determinano ogni successiva correzione dei prezzi. Il grado di efficienza del mercato, secondo le più accreditate prospettazioni teoriche, si misura alla stregua della quantità delle informazioni disponibili e la fiducia degli investitori si fonda su tale efficienza, rispettivamente, informativa e allocativa.

L’incessante processo teso alla verifica delle conoscenze già disseminate tra il pubblico e alla ricerca di nuove informazioni in grado di confermare o smentire le precedenti non può essere lasciato alla discrezionalità degli emittenti, i quali solitamente non hanno interesse al rilascio di notizie negative e talvolta possono anche ritardare la comunicazione di quelle positive allo scopo di trarre profitto da un loro anticipato sfruttamento. È dunque necessario da un lato che il legislatore detti una disciplina finalizzata ad assicurare e implementare la trasparenza del mercato, dall’altro lato che una pubblica Autorità vigili sul processo di trasmissione delle informazioni, intervenendo prontamente dinanzi a qualsiasi anomalia.

Questi assunti, a partire dagli anni ’70 del secolo scorso vigorosamente sostenuti dagli studi economici fondati su modelli di informazione asimmetrica (¹), sono oggi

(¹) Per tutti, G. Akerlof, *The market for «lemons»: Qualitative uncertainty and the market mechanism*, in *Quart. Journ. of Econ.*, 1970 (85), p. 488 ss.; K.J. Arrow, *Uncertainty and the welfare economics of medical care*, in *Am. Econ. Rev.*, 1963 (53), p. 941 ss.; E. Fama, *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*, in *Journ. Fin.*, 1970, p. 383 ss.; S.J. Grossmann - J.E. Stiglitz, *On the Impossibility of Informationally Efficient Markets*, in *Am. Econ. Rev.*, 1980 (70), p. 393 ss.; J.E. Stiglitz, *The causes and the consequences of the dependence of quality on price*, in *Journ. Econ. Literat.*, 1987 (25), p. 1 ss. Da ult., anche per ulteriori riferimenti, G. Ferrarini, *Informazione societaria: quale ri-*

comunemente condivisi, anche a seguito della loro convergenza con l'obiettivo politico di rafforzare la fiducia collettiva sull'integrità dei mercati degli strumenti finanziari ⁽²⁾. In conseguenza del recepimento della direttiva n. 2003/6/Ce, "relativa all'abuso di informazioni privilegiate e alla manipolazione del mercato (abusi di mercato)", oggi è infatti possibile distinguere tra informazioni periodiche e informazioni occasionali diffuse dagli emittenti, di loro iniziativa o su imposizione della legge o della Consob, informazioni rese dai singoli in merito alla loro attività borsistica, divieti di abuso di informazioni privilegiate e di manipolazione del mercato; il tutto corredato da una serie di ulteriori prescrizioni (in tema di istituzione di registri contenenti i nominativi dei soggetti in possesso di informazioni privilegiate, di segnalazione delle operazioni sospette, di collaborazione con l'Autorità di vigilanza) e presidiato da un robusto apparato sanzionatorio.

Il presente contributo non intende indagare se la normativa vigente abbia superato il limite fisiologico di un livello adeguato di informazione – e, in conseguenza dell'eccesso di conoscenze rese disponibili sul mercato, la trasparenza non si sia convertita in una nuova forma di opacità –, né mira a dimostrare come l'insieme degli obblighi comunicativi si sia risolto in una burocratizzazione caratterizzata da un eccesso di "lacci e laccioli", troppo facilmente destinati a dare vita a illeciti colposi omissivi. Più limitatamente, ci si propone di approfondire la nozione di informazione privilegiata, costituente il presupposto degli illeciti di *insider trading* e dell'obbligo di informazione continua posto a carico degli emittenti, esaminando la determinatezza di tale elemento costitutivo delle relative fattispecie sanzionatorie.

2.1. *La definizione di informazione privilegiata. Introduzione.* – Come è noto, il recepimento in Italia della direttiva n. 2003/6/Ce ha avuto come conseguenza una riformulazione dell'obbligo di informativa posto a carico degli emittenti ⁽³⁾ e del divieto di abuso di informazioni privilegiate, l'uno e l'altro risultando ora agganciati, mediante il richiamo operato espressamente dall'art. 114 e implicitamente dagli artt. 184 e 187-*bis* t.u.f.,

forma dopo gli scandali?, in *Banca impresa società*, 2004, p. 411 ss.; P. Marchetti, *I controlli sull'informazione finanziaria*, in *La società per azioni oggi*, a cura di P. Balzarini - G. Carcano - M. Ventoruzzo, Milano, 2007, p. 143 s.

⁽²⁾ Valga per tutte la citazione del 2° *considerando* della direttiva 28 gennaio 2003, n. 2003/6/Ce: "Un mercato finanziario integrato ed efficiente non può esistere senza che se ne tutelino l'integrità. Il regolare funzionamento dei mercati mobiliari e la fiducia del pubblico nei mercati costituiscono fattori essenziali di crescita e di benessere economico".

⁽³⁾ È noto che tale obbligo supera in estensione gli emittenti strumenti finanziari quotati, trovando applicazione anche nei confronti dei soggetti che li controllano, degli emittenti strumenti finanziari per i quali sia stata presentata una richiesta di ammissione alle negoziazioni nei mercati regolamentati italiani e degli emittenti strumenti finanziari non quotati in mercati regolamentati italiani ma diffusi tra il pubblico in misura rilevante (artt. 114, comma 12, e 116, comma 1, t.u.f.; vd. anche art. 65-*bis* del Regolamento concernente la disciplina degli emittenti, originariamente emanato con delibera Consob 14 maggio 1999, n. 11971 e d'ora in avanti citato come RE nonché, per ulteriori estensioni dell'obbligo in esame, i successivi artt. 102, comma 1, 104 e 113).

ad una comune nozione di informazione privilegiata enunciata dall'art. 181, che dunque funge da presupposto operativo sia dell'obbligo che dei divieti.

Posto che negli illeciti di *insider trading* viene represso lo sfruttamento di un vantaggio informativo inaccessibile al pubblico, non dipendente da studi o ricerche o da una superiore capacità di analisi di fatti già noti, che consente di prevedere il futuro corso di uno strumento finanziario, viene così affermata una (come vedremo, parziale) equivalenza tra l'obbligo di *disclose* nei confronti degli emittenti e l'obbligo di *abstain* a carico di quanti siano in possesso di tali conoscenze privilegiate⁽⁴⁾. Donde la minuziosa definizione sancita dall'art. 181 t.u.f. in relazione a entrambe le prescrizioni, diretta a precisare i confini della nozione di informazione privilegiata attraverso la descrizione del suo oggetto e della consistenza del vantaggio che ne deriva al suo detentore.

Invero, conviene evidenziare fin d'ora che il concetto di informazione di cui si discute viene specificato attraverso l'attributo "privilegiata" allo scopo di selezionare, fra tutte le conoscenze ancora riservate, quelle aventi una particolare importanza per gli investitori, poiché in grado di influenzare le loro decisioni di investimento.

Il problema, tuttavia, insorge sia rispetto agli illeciti di *insider trading* che all'obbligo di informazione continua. Quanto agli artt. 184 e 187-*bis*, la tipizzazione di tale nozione si scontra con la sua intrinseca dinamicità: ogni conoscenza si aggiorna e si modifica continuamente in funzione dei dati che ad essa si aggiungono per confermarla o per smentirla, con la conseguente difficoltà di fornirne una definizione conforme al principio di determinatezza. Più specificamente, oltre le informazioni provviste di un valore autonomo e compiuto, la cui valenza chiunque può comprendere, nel mercato finanziario frequentemente assumono rilievo fatti il cui grado di verifica in termini di possibilità o probabilità risulta diversamente valutabile a seconda delle conoscenze personali di cui il singolo dispone, ovvero singoli tasselli che si aggiungono ad un mosaico di fatti già noti e idonei – in virtù delle informazioni detenute da chi ne perviene in possesso – di trasformare una notizia apparentemente neutra o irrilevante in una privilegiata.

Quanto all'obbligo sancito dall'art. 114, comma 1, t.u.f. nel perseguimento di un obiettivo di trasparenza degli emittenti, ulteriori difficoltà di tipizzazione discendono dalla necessità di un contemperamento tra obblighi di *disclosure* e diritti di riservatezza.

A fronte di queste considerazioni, che verranno meglio chiarite nel corso dell'analisi, la tesi che ci si propone di dimostrare è che la definizione di informazione privilegiata sancita dall'art. 181 si rivela viziata da un'insanabile indeterminatezza, acuita da una fallace equiparazione tra l'obbligo *ex art.* 114 e i divieti *ex artt.* 184 e 187-*bis*, che conduce ad una sovrapposizione delle due problematiche nonostante la diversità dei loro obiettivi e dei loro presupposti.

⁽⁴⁾ Come rileva puntualmente P. Marchetti, (nota 1), p. 145, "il principio di *disclose or abstain* tende sempre più a divenire *disclose and abstain*, per quanto i campi di applicazione del divieto di abuso di mercato, da un lato, e dell'obbligo di comunicazione al pubblico, dall'altro, rimangano ancora ben distinti e non completamente sovrapponibili".

2.2. *La formulazione dell'art. 181 t.u.f.* – L'art. 181 esordisce al comma 1 con una definizione che potrebbe considerarsi esauriente, nei limiti in cui la materia lo consente. I requisiti della precisione, dell'indisponibilità al pubblico, del suo oggetto (uno o più emittenti strumenti finanziari nonché, rispetto agli artt. 184 e 187-bis, uno o più strumenti finanziari) e della capacità di influenzare in modo sensibile, con la pubblicazione, il prezzo degli strumenti finanziari valgono infatti a caratterizzare il nucleo concettuale dell'informazione privilegiata.

Certo residuano, in questa formulazione, due profili di rilevante ambiguità.

Il primo va riferito all'attributo della precisione, che parrebbe postulare l'esigenza di un'informazione dettagliata, nella sua dimensione qualitativa e quantitativa: ciò che sicuramente – si pensi ad esempio alla notizia di forti utili o perdite gestionali riferita ad una specifica società – non è richiesto né ai fini del divieto di *insider trading*, né per gli obblighi di comunicazione al pubblico da parte degli emittenti. D'altra parte, che il requisito della precisione debba intendersi non come valore assoluto ma alla luce del vantaggio che ne deriva al possessore della conoscenza e della capacità di essa di riflettersi sul prezzo del titolo interessato, è dimostrato dalla notazione che in taluni ordinamenti si preferisce richiedere che l'informazione manifesti un carattere non "preciso" ma "concreto" ⁽⁵⁾. Anche con tale correttivo, dovrebbe tuttavia escludersi la sussistenza di un abuso di informazioni privilegiate rispetto alla conoscenza riservata che 'qualcosa sta accadendo' tra due specifiche società ovvero che un emittente si trovi in 'seri colloqui' con un altro ai fini di una fusione o che una società versi 'in difficoltà': casi, questi, in cui la giurisprudenza e la *Securities and Exchange Commission* statunitensi hanno invece ravvisato il requisito della *materiality* ⁽⁶⁾.

⁽⁵⁾ Così come nell'art. 181 t.u.f., un'informazione di carattere preciso è richiesta nel Regno Unito dalla sec. 118c del *Financial Services and Markets Act 2000* e in Francia dall'art. 621-1 del *Règlement Général de l'Autorité des Marchés Financiers*; il § 13 del *Wertpapierhandelsgesetz* (WpHG) tedesco e l'art. 81.1 della *Ley del Mercado de Valores* spagnola fanno invece riferimento ad un'informazione di carattere concreto. A dimostrazione del significato meramente orientativo dell'attributo "preciso", il Committee of European Securities Regulators (CESR), *Market Abuse Directive, Level 3 – second set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive to the market* (CESR/06-562b, July 2007), § 1.7, afferma: "non è necessario, per essere considerata precisa, che l'informazione sia esauriente". Un quadro delle definizioni di informazione privilegiata vigenti nei diversi Stati dell'Unione europea è in *Comparative Implementation of EU Directives (I) - Insider Dealing and Market Abuse*, a cura del British Institute of International and Comparative Law, December 2005. Nella dottrina italiana, in riferimento al requisito della precisione, tra gli altri, G. Accinni, *La "nuova" disciplina dell'informazione privilegiata*, in *La responsabilità amministrativa delle società e degli enti*, 2006 (4), p. 48 s.; L. Foffani, *Artt. 180-183*, in *Commentario breve alle leggi penali complementari*, a cura di F. Palazzo e C.E. Paliero, Padova, 2007², p. 716; B. Magro, *Manipolazioni di mercato e strumenti derivati*, in *Dir. banca e merc. fin.*, 2007, p. 54; F. Mucciarelli, *L'abuso di informazioni privilegiate: delitto e illecito amministrativo*, in *Dir. pen. proc.*, 2005, p. 1467; V. Napoleoni, *L'insider trading*, in *La disciplina penale dell'economia*, a cura di C. Santoriello, Torino, 2008, I, p. 663 ss.

⁽⁶⁾ Vd. D.C. Langevoort, *Insider Trading Regulation, Enforcement, and Prevention*, New York, 2007⁵, § 5.2 e note 18-20.

Il secondo profilo concerne il criterio della potenzialità di influenza sensibile sui prezzi degli strumenti finanziari: già l'accostamento di due caratteri espressi in una misura quantitativamente non precisata – idoneità da un lato e sensibilità dall'altro – evidenzia un grado di elevata vaghezza normativa.

Rispetto al requisito dell'idoneità, le Linee guida del Cesr affermano che “da un lato la mera possibilità che un'informazione abbia un significativo impatto sui prezzi non è sufficiente a configurare un obbligo di comunicazione, dall'altro lato non è però necessario un grado di probabilità confinante con la certezza”⁽⁷⁾. Quanto poi al requisito della sensibilità, l'idea di individuare delle soglie percentuali, distinte sulla base della tipologia dello strumento finanziario, alla cui stregua stabilire tassativamente la significatività del grado di influenza, risulta insostenibile a causa della pluralità di fattori incidenti su tale valutazione, relativi sia al titolo in questione che alle generali condizioni del mercato borsistico nel momento in cui la condotta è realizzata. Donde l'inevitabile conclusione sulla natura approssimativa dei parametri in esame⁽⁸⁾.

I commi 3 e 4 dell'art. 181 – lasciando da parte il comma 2, riguardante i derivati su merci – si propongono di rifinire la definizione sancita dal comma 1, introducendo parametri esplicativi che valgono però a ingenerare confusione.

In particolare, il comma 3 afferma che un'informazione può ritenersi di carattere preciso se “a) si riferisce ad un complesso di circostanze esistente o che si possa ragionevolmente prevedere che verrà ad esistenza o ad un evento verificatosi o che si possa ragionevolmente prevedere che si verificherà; b) è sufficientemente specifica da consentire di trarre conclusioni sul possibile effetto del complesso di circostanze o dell'evento di cui alla lettera a) sui prezzi degli strumenti finanziari”.

Ora, nell'elaborazione dottrinale del divieto di *insider trading* si è da più parti negata l'esigenza che l'informazione risponda a contenuti di assoluta certezza, non potendosi escludere che il mercato reagisca anche dinanzi alla diffusione di conoscenze proiettate verso un successivo ma insicuro evento⁽⁹⁾; rispetto all'obbligo di informazio-

⁽⁷⁾ CESR, (nota 5), § 1.12.

⁽⁸⁾ Vd. CESR, (nota 5), § 1.13: “CESR è convinto che soglie percentuali fisse di variazioni di prezzi o criteri quantitativi da soli non costituiscono uno strumento adeguato per la determinazione della significatività di un mutamento dei prezzi”: ad esempio – si osserva –, la volatilità di un titolo “blue-chip” è tipicamente minore di quella di un altro titolo meno liquido, così come assai raramente, nelle società quotate di rilevanti dimensioni, si verificano eventi causativi di movimenti di prezzi particolarmente elevati, senza che percentuali più ridotte cessino di essere significative. Nella dottrina tedesca il problema è stato ampiamente dibattuto: per un'accurata ricostruzione H.D. Assmann, § 13, in *Wertpapierhandelsgesetz Kommentar*, a cura di H.D. Assmann e U.H. Schneider, Köln, 2006⁴, Rdn. 66, il quale contesta la possibilità di comprendere nel divieto di *insider trading* anche informazioni “la cui pubblicazione cagiona una minima variazione di prezzo, sebbene appaia probabile la realizzazione di un modesto ma sicuro profitto”.

⁽⁹⁾ Tra gli altri, S. Galli, *Insider trading: un primo commento*, in *Giur. comm.*, 1991, I, p. 956; F. Mucciarelli, *Speculazione mobiliare e diritto penale*, Milano, 1995, p. 16; S. Seminara, *Il reato di insider trading tra obbligo di astensione e divieto di utilizzazione in borsa di informazioni riservate. Considerazioni su riforme ordite, abortite e partorite*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1998, II, p. 326 s. Vd. anche Trib. Brescia, 25 giugno 2002, Gnutti, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2003, II, p. 732, secondo cui “l'informazione

ne sancito dall'art. 114 a carico degli emittenti, vedremo invece come, nell'interpretazione della Consob e della prevalente dottrina, esso si lega solo a eventi già realizzatisi sebbene non ancora formalizzati. Sotto questo profilo, dunque, l'art. 181 comma 3 introduce un requisito che sembra collocare la nozione di informazione privilegiata in una posizione intermedia tra il fenomeno dell'*insider trading* e l'obbligo di informativa continua.

Da notare inoltre che il comma 3 enuncia due fattori espressi in termini probabilistici, l'uno riferito alla verifica del fatto costituente oggetto dell'informazione, l'altro all'influenza sui prezzi conseguente alla divulgazione del fatto stesso; di tali due specificazioni, quella introdotta dalla lettera *b*) parrebbe costituire una mera parafrasi del concetto di precisione enunciato dal comma 1, se non fosse che la sua formulazione sembra cogliere una nozione 'statica' e restrittiva di informazione privilegiata, fondata sulla potenzialità induttiva della conoscenza in sé, alla luce del suo contenuto. Una siffatta definizione risulta però più pertinente all'obbligo di informativa continua che al divieto di *insider trading*, poiché sembra escludere le ipotesi in cui un tassello di conoscenza abbia trasformato in informazione privilegiata una serie di dati già noti allo specifico agente. Ma, così dicendo, siamo entrati nel cuore del problema della definizione dell'informazione privilegiata.

2.3. *La nozione di investitore ragionevole.* – Il comma 4 dell'art. 181 t.u.f. afferma che, come informazione che con la sua pubblicazione potrebbe influire in modo sensibile sui prezzi di strumenti finanziari, "si intende un'informazione che presumibilmente un investitore ragionevole utilizzerebbe come uno degli elementi su cui fondare le proprie decisioni di investimento".

Notiamo subito, prima di entrare nel merito del problema, come la definizione ora riportata risulti viziata, sul piano lessicale, da una sfasatura tra l'informazione che da sola potrebbe influire sensibilmente sui prezzi degli strumenti finanziari (ciò che viene sancito nel comma 1 dell'art. 181 t.u.f.) e l'informazione che potrebbe anche solo concorrere a influenzare una decisione di investimento. Ora, dinanzi all'alternativa se informazione privilegiata sia solo quella dotata di un contenuto autosufficiente, tale da costituire in sé la motivazione della decisione di acquisto o di vendita dei titoli, ovvero uno tra i molteplici fattori causali di tale decisione, deve rilevarsi come l'esigenza nor-

specifica e di contenuto determinato si può riferire ad un accadimento non ancora certo, ma che abbia elevata probabilità di verifica"; analogamente, G. Accinni, (nota 5), p. 49; V. Napoleoni, (nota 5), p. 671; per la configurabilità del reato in riferimento ad un progetto di fusione, Trib. Roma, 15 maggio 1996, Busiello, in *Giur. comm.*, 1997, II, p. 207, con nota di S. Galli, *Insider trading: l'inizio di una giurisprudenza di merito «statunitense»?*; in favore invece della certezza della verifica dell'evento sembra esprimersi Trib. Siracusa, 10 aprile 1997, Urzi, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1998, II, p. 319.

mativa di un'utilizzazione dell'informazione porti con sé una sua necessaria rilevanza eziologica sul piano motivazionale ⁽¹⁰⁾.

Ma le maggiori perplessità sono suscitate dal criterio dell'investitore ragionevole, derivato dalla giurisprudenza statunitense, secondo cui un'informazione è *material* se ricorre una "sostanziale probabilità che la comunicazione del fatto omesso sarebbe stata considerata da un ragionevole investitore come idonea ad alterare significativamente il «total mix» dell'informazione resa disponibile" ⁽¹¹⁾. Tale parametro viene utilizzato in via esclusiva, sul presupposto – come più volte chiarito anche dalla *Securities and Exchange Commission* – che, oltre quello del *reasonable investor*, non esistono ulteriori ed esaustivi criteri generali ⁽¹²⁾.

Invero, l'assenza di alternative alla figura del *reasonable investor* si spiega alla luce della sua natura indeterminata, rimessa alla concretizzazione del giudice e tipica dei sistemi di *common law*. All'interno di tale nozione possono infatti trovare riconoscimento tutte le categorie di investitori (a breve e a lungo termine, prudenti o inclini al rischio, *price-function trader* e *time-function trader*, occasionali e professionali, individuali e istituzionali, interessati esclusivamente al prezzo dei titoli o sensibili anche ad informazioni non finanziarie, considerati in rapporto alla tipologia degli strumenti finanziari detenuti ecc.), nonostante la diversità dei loro interessi e delle loro prospettive temporali di profitto; neppure è chiaro, nel criterio in esame, se si alluda ad un investitore medio, dotato di comuni competenze, o ad uno così sofisticato da essere in grado di ricavare un'informazione privilegiata anche dall'assemblaggio di una serie di elementi ciascuno dei quali scarsamente significativo.

⁽¹⁰⁾ Per tutti, M. Bellacosa, "Insider trading": *manipolazione, abusi di mercato e responsabilità*, in *Dir. e prat. soc.*, 2005, n. 11, p. 21 s.; F. Mucciarelli, (nota 5), p. 1467; nel senso che dalla formula normativa discende che anche un dato secondario può costituire oggetto di un'informazione privilegiata, R. Zannotti, *Il nuovo diritto penale dell'economia*, Milano, 2008², p. 416.

⁽¹¹⁾ *TSC Industries Inc. v. Northway, Inc.*, 426 U.S. 438, 449 (1976); a p. 450 la sentenza aggiunge che l'accertamento della materialità richiede "delicate valutazioni sulle deduzioni che un 'ragionevole azionista' avrebbe ricavato da un dato insieme di fatti e sul significato di tali deduzioni rispetto a lui". Vd. pure *Basic Inc. v. Levinson*, 485 U.S. 224, 231 s. (1988); anche per ulteriori riferimenti a pronunce delle Corti e della Sec, T.L. Hazen, *The Law of Securities Regulation*, St. Paul, 2005⁵, § 12.9; D.C. Langevoort, (nota 6), § 5.2; in particolare sul "reasonable man standard", A.S. Jacobs, *Disclosure and Remedies Under the Securities Laws*, New York, 2007, § 12.6. Nello stesso senso, nel suo *Statement of Financial Accounting Concepts No. 2, Qualitative Characteristics of Accounting Information* (1980), 132, il Financial Accounting Standards Board ha così definito il concetto di *material*: "l'omissione o l'erroneità di un'appostazione in un bilancio è materiale se, alla luce delle circostanze, l'importanza dell'appostazione è tale da rendere probabile che il giudizio di una persona ragionevole che faccia affidamento sul bilancio sarebbe stato modificato o influenzato dalla dichiarazione dell'appostazione omessa o dalla sua corretta rappresentazione".

⁽¹²⁾ Così SEC Staff Accounting Bulletin No. 99 - Materiality (August 12, 1999), § 1. In tale parere si prospettano vari esempi in cui anche false attestazioni nel bilancio per importi relativamente modesti possono avere un effetto "materiale" sulla relazione finanziaria: così, tra l'altro, nel caso che esse si riferiscano a voci esattamente quantificate, se esse occultano un mutamento negli utili, se trasformano una perdita in un'entrata, se hanno l'effetto di incrementare i compensi del management, se mirano a nascondere operazioni illecite.

Lasciamo comunque da parte il problema del *reasonable investor* negli Stati Uniti – ove peraltro esso trova applicazione soprattutto rispetto alla problematica dell'*insider trading* e non anche a quella dell'informativa continua da parte degli emittenti ⁽¹³⁾ – e spostiamo l'attenzione sulla soluzione accolta a livello comunitario.

In prima approssimazione, va escluso che l'investitore ragionevole possa essere assimilato all'*homo eiusdem condicionis et professionis* utilizzato nella responsabilità colposa, poiché mentre in questa il parametro appena evocato vale ai fini dell'imputazione di un evento antigiuridico, rispetto all'art. 181 t.u.f. esso viene in rilievo come elemento del fatto oggettivo tipizzato. Analogamente, deve respingersi l'idea che la nozione in esame possa intendersi alla luce dei medesimi criteri sui quali si fondano i reati di pericolo (solo per restare ai reati socio-finanziari, si pensi agli artt. 2621, 2624, 2638 c.c. e agli artt. 174-*bis*, 185 e 187-*ter* t.u.f.), giacché per essi funziona una regola di giudizio, fondata sull'*id quod plerumque accidit*, che tiene conto delle caratteristiche intrinseche della condotta e della sua attitudine a provocare l'evento, laddove per gli illeciti in esame si tratta di stabilire proprio la sussistenza di un requisito centrale della condotta vietata ovvero imposta. In altre parole, il parametro dell'investitore ragionevole va ricostruito in conformità al principio di determinatezza, in quanto elemento della fattispecie.

Sulla base di un assunto comunemente condiviso, il criterio di cui si discute rinvia ad una valutazione *ex ante* e in concreto, che cioè tenga conto delle condizioni generali del mercato e della particolare situazione (volume, offerta, liquidità, volatilità ecc.) del titolo oggetto della condotta nel preciso momento in cui è stata posta in essere l'operazione di borsa ovvero l'emittente ha omesso la comunicazione al pubblico ⁽¹⁴⁾. A questo proposito, è opportuna una breve digressione.

⁽¹³⁾ Nel diritto federale statunitense dei mercati finanziari non è sancito un dovere di informazione continua sui fatti *price sensitive* da parte degli emittenti accostabile al nostro art. 114 t.u.f. Come è noto, mentre la *rule* 10b-5 impone un più limitato obbligo di informazioni veritiere e complete, la sec. 13(a) SEA prevede obblighi di informazione periodica e, per il verificarsi di specifiche operazioni straordinarie, è prescritta una comunicazione alla SEC e al mercato (Form 8-K). Più generali obblighi informativi si rinvencono invece nei regolamenti delle società di gestione dei mercati, le cui violazioni comportano però conseguenze diverse (per tutti, S. Vanoni, *Azioni proprie e contratti derivati*, in corso di pubblicazione, p. 65 ss. del dattiloscritto).

⁽¹⁴⁾ Per tutti, CESR, (nota 5), § 1.12: "CESR ritiene che coloro i quali dispongono di informazioni potenzialmente *inside* devono valutare sulla base di un giudizio *ex ante* se l'informazione è idonea ad avere una sensibile influenza sul prezzo". Vd. anche il 1° *considerando* della direttiva n. 2003/124/Ce: "per rispondere alla domanda se al momento di prendere una decisione di investimento un investitore ragionevole terrà verosimilmente conto di una determinata informazione, occorre basarsi sulle informazioni disponibili *ex ante*. Nell'effettuare una tale analisi, occorre considerare l'impatto previsto dell'informazione alla luce dell'attività complessiva dell'emittente considerato, l'attendibilità della fonte dell'informazione, nonché ogni altra variabile di mercato che, nelle circostanze date, possa influire sullo strumento finanziario in oggetto o sullo strumento finanziario derivato collegato". In dottrina, tra gli altri, G. Ferrarini, *La nuova disciplina europea dell'abuso di mercato*, in *Riv. soc.*, 2004, p. 54; V. Napoleoni, (nota 5), p. 686 s.

L'esigenza che l'informazione si riveli in grado di incidere sulle decisioni dell'investitore ragionevole, inteso come investitore medio, sembra contrastare da un lato con l'idea che in realtà le quotazioni degli strumenti finanziari sono determinate dalle valutazioni solo degli investitori sofisticati (investitori istituzionali, intermediari, analisti finanziari) e che a tale processo di formazione dei prezzi non partecipa l'investitore comune ⁽¹⁵⁾; dall'altro lato, con la ricorrente affermazione sulla irrazionalità delle scelte degli investitori ⁽¹⁶⁾. Invero, occorre riconoscere che, legando la natura privilegiata dell'informazione alla valutazione di un ipotetico investitore ragionevole, il relativo giudizio tende ad involgersi in un'astrazione, fondata su soggetti dotati di medie competenze e diversi sia dall'investitore professionale che dal profano ⁽¹⁷⁾. È vero pure, tuttavia, che tale parametro non può comunque essere sopravvalutato fino al punto di ravvisare – come in effetti parrebbe di desumere dal collegamento del comma 4 dell'art. 181 t.u.f. con il comma precedente – un rapporto di progressione da una valutazione oggettiva ad una di tipo soggettivo.

Un tale rapporto risulterebbe provvisto di ben scarso fondamento rispetto all'obbligo di informazione continua da parte degli emittenti, la cui trasparenza si presta ad essere apprezzata in una prospettiva tendenzialmente formalizzata ⁽¹⁸⁾; in riferimento

⁽¹⁵⁾ Da tale constatazione trae fondamento la tesi che, nel mercato finanziario, il c.d. danno da informazione si trova in un rapporto di causalità "tipizzato" con le dichiarazioni false o ingannevoli, sulla base di una presunzione relativa: sul punto, tra gli altri, S. Bruno, *L'azione di risarcimento per danni da informazione non corretta nel mercato finanziario*, Napoli, 2000, p. 223 ss.

⁽¹⁶⁾ Nella letteratura penalistica, cfr. in particolare F. Sgubbi, *Il risparmio come oggetto di tutela penale*, in *Giur. comm.*, 2005, I, p. 347 s.: "I fenomeni finanziari sono una immensa zona che è la negazione della razionalità, della sistematicità, della scientificità: zona ove dominano imponderabili fattori emotivi, quali il panico e l'euforia. Pare che la legge che governa i mercati sia rappresentata dal caos". Per un'efficace teorizzazione, B.B. Mandelbrot - R.L. Hudson, *Il disordine dei mercati* (trad. it.), Torino, 2005, p. 27 ss.

⁽¹⁷⁾ Diff. F. Annunziata, *Abusi di mercato e tutela del risparmio*, Torino, 2006, p. 14 s., il quale tende a risolvere il requisito della *price sensitivity* nel parametro dell'investitore ragionevole, come tale intendendo "un investitore quantomeno «preparato» o, meglio, «professionale»"; conf. V. Napoleoni, (nota 5), p. 690 s. La competenza dell'investitore non è richiesta dal CESR, che nel 2002 si orientava invece verso una definizione tautologica, secondo cui "un investitore ragionevole è una persona che pensa e agisce in modo razionale" (*CESR's Advice on Level 2 Implementing Measures for the proposed Market Abuse Directive*, December 2002, CESR/02-089d, § 27 nota 1; vd. anche *CESR Market Abuse Consultation, Feedback Statement*, December 2002, CESR/02-287b, § 27 ss.); per la diffusa accezione di investitore medio, Circolare Assonime n. 48/2006, *La disciplina sugli abusi di mercato: gli obblighi di comunicazione per gli emittenti*, in *Riv. soc.*, 2006, § 2.2, p. 1126.

⁽¹⁸⁾ In riferimento al testo previgente dell'art. 114 t.u.f., vd. M. Rigotti, *Informativa societaria*, in *Intermediari finanziari, mercati e società quotate*, a cura di A. Patroni Griffi - M. Sandulli - V. Santoro, Torino, 1999, p. 622 s.: "Sul punto la disciplina dell'informativa continua appare più severa anche del divieto di *insider trading*: laddove quest'ultimo risulta non più applicabile quando l'informazione, in un modo o nell'altro, sia divenuta «disponibile» agli investitori, la finalità della prima disciplina è quella di informare il mercato degli eventi rilevanti con un grado di dettaglio difficilmente raggiungibile in assenza di comunicazioni formali, attesa la frammentarietà e l'attendibilità solo parziale di quelle informali o provenienti da fonti non qualificate" (per una particolare ipotesi di obbligo di informazione da parte degli emittenti anche in presenza di un già avvenuto assorbimento dell'informazione nel prezzo del titolo, che

all'*insider trading*, esso andrebbe invece ribaltato, antepo-
nendo il criterio del “ragionevole investitore” al requisito dell’oggettiva rilevanza dell’informazione e a quest’ultimo chiedendo di agire come correttivo del precedente ⁽¹⁹⁾. A ben considerare, infatti, assumendo come presupposto che le quotazioni degli strumenti finanziari incorporano tutte le informazioni disponibili sul mercato ma spesso anche quelle non ancora rese pubbliche, oggetto di una fuga dalla loro sfera di riservatezza ovvero trasmesse ai prezzi dalla precedente azione di soggetti *insider* ⁽²⁰⁾, è possibile che un’informazione astrattamente in grado di influenzare soggettivamente le scelte degli investitori in realtà non sia più idonea a correggere la quotazione del titolo, così rivelandosi incapace di costituire oggetto di abuso. Sotto questo profilo, il requisito della ‘influenza sensibile’ evidenzia la possibilità di uno scarto tra una valutazione in chiave soggettiva ed una in chiave oggettiva: se si conviene però sull’insussistenza degli illeciti di *insider trading* rispetto a colui il quale ritiene di sfruttare un’informazione privilegiata che in realtà non è tale in quanto già assorbita dai prezzi, è evidente che in realtà quel requisito rinvia ad una valutazione esclusivamente oggettiva.

Una volta stabilito che la nozione di informazione privilegiata postula, nel caso dell’*insider trading*, una valutazione oggettiva sulla sua concreta potenzialità di influenzare sensibilmente il prezzo del titolo, indipendentemente dall’opinione dell’agente, può ritenersi che in tale valutazione oggettiva sia assorbita la figura del ragionevole investitore, relegata così al ruolo di una mera iterazione ⁽²¹⁾. Nella prospettiva delineata, dunque, la formula normativa in esame varrebbe semplicemente a evocare una prognosi postuma ancorata alla regolare esperienza dei fatti e concernente la verosimile reazione del mercato conseguente alla diffusione dell’informazione.

può escludere la configurabilità di un successivo *insider trading*, vd. peraltro l’art. 66, comma 8, RE). La soluzione potrebbe mutare accedendo alla *Fraud-on-the-Market-Theory*, secondo cui l’affidamento dell’investitore è tutelato non rispetto alla specifica informazione rilasciata dall’emittente, bensì alla correttezza della quotazione del relativo strumento finanziario: sul punto, per tutti, C. Angelici, *Note in tema di informazione societaria*, in *La riforma delle società quotate*, Milano, 1998, p. 270 s., che prospetta una sovrapposizione tra il contenuto dell’obbligo di informazione continua e del divieto di *insider trading*.

⁽¹⁹⁾ Nel senso di proiettare il criterio in una dimensione soggettiva, tra gli altri, B. Magro, (nota 5), p. 54 s.; G. Martiello, *Commento all’art. 9 co. 2 lett. a l. 18-4-2005, n. 62*, in *Leg. pen.*, 2006, p. 77. Nella dottrina statunitense, A.S. Jacobs, *The Impact of Rule 10b-5*, New York, 1978², V, p. 3-79 e 3-83, riconosce che il parametro soggettivo può risultare più ampio di quello oggettivo e che, una volta respinta ogni forma di valutazione *ex post*, i due criteri finiscono con il coincidere.

⁽²⁰⁾ Per tutti, E. Fama, (nota 1), p. 383; nonché F.H. Easterbrook - D.R. Fischel, *The Proper Role of a Target’s Management in Responding to a Tender Offer*, in *Harv. Law Rev.*, 1981 (94), p. 1166.

⁽²¹⁾ In senso critico rispetto alla figura del “ragionevole investitore”, E. Amati, *La disciplina degli abusi di mercato*, in *La legislazione penale compulsiva*, a cura di G. Insolera, Padova, 2006, p. 209; F. Denozza, *La nozione di informazione privilegiata tra “Shareholder Value” e “Socially Responsible Investing”*, in *Giur. comm.*, 2005, I, p. 591; C. Malavenda - C. Melzi d’Eril, *Abuso di mercato e informazione economica*, 2006, p. 58; F. Mucciarelli, (nota 5), p. 1467; Id., (nota 9), p. 35 s.; V. Napoleoni, (nota 5), p. 689 s.; E. Ragni, *Primi segnali di un’inversione di tendenza nell’esperienza applicativa del reato di insider trading*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2003, II, p. 741 s.; S. Seminara, *Informazione finanziaria e mercato: alla ricerca di una strategia del controllo penale e amministrativo*, in *AGE*, 2006 (2), p. 261; Id., *Insider trading e diritto penale*, Milano, 1989, p. 209 ss.; R. Zannotti, (nota 10), p. 415.

La soluzione ora raggiunta sostanzialmente propone, rispetto all'abuso di informazioni privilegiate, lo schema dei reati di pericolo, assumendo l'idoneità *price sensitive* di un'informazione i cui contenuti non sono stati però ancora sufficientemente focalizzati. È dunque opportuno un ulteriore approfondimento, che vale anche a introdurre una nota differenziale tra l'obbligo sancito dall'art. 114, comma 1, e il divieto di cui agli artt. 184 e 187-*bis* t.u.f.

Invero, come si era prima rilevato, la suscettibilità di sfruttamento borsistico di un'informazione può dipendere per intero dal suo contenuto ovvero può discendere dalle conoscenze già possedute dall'agente; tale riconoscimento porta con sé che la natura privilegiata dell'informazione non si lega solo alle sue caratteristiche intrinseche – così da consentirne una definizione rigida –, bensì si modella in funzione delle previsioni che essa consente al suo detentore. Posta dunque la necessità che il giudizio prognostico sia riferito a tutte le conoscenze riservate possedute dall'agente, al fine di stabilire se esse diano vita ad un vantaggio inaccessibile al pubblico e utilizzabile per una decisione di (dis)investimento, deve però notarsi che, a differenza dei reati colposi – ove il criterio dell'*homo eiusdem condicionis et professionis* non esclude che la diligenza, prudenza o perizia possano essere commisurate alle superiori competenze dell'agente concreto –, negli illeciti di *insider trading* l'esigenza di un abuso di informazioni privilegiate costringe ad accertare la sussistenza di esse come dati oggettivi: onde il parametro del ragionevole investitore mira a negare rilievo ad una valutazione legata ad una dimensione esclusivamente soggettiva, imponendo di verificare se un soggetto dotato di medie competenze, trovandosi nella posizione dell'*insider* e disponendo delle sue medesime conoscenze, le avrebbe utilizzate per un'operazione di borsa.

Una siffatta soluzione appare in grado di evitare le esasperazioni connesse sia all'obiettivo perseguito dal legislatore comunitario di rafforzare la fiducia dei partecipanti al mercato mobiliare ⁽²²⁾, sia alla diffusa tesi che ravvisa il disvalore del fenomeno in esame nella "slealtà" di chi compie operazioni borsistiche con una controparte che agisce in senso per sé svantaggioso in quanto non dispone – perché non può disporre – delle medesime conoscenze ⁽²³⁾. È vero però che essa restringe l'ambito della nozione di informazione privilegiata, tipizzandola negli effetti ma non nei suoi contenuti e rinviando ad una concretizzazione ulteriormente subordinata ai requisiti della precisione, della probabilità di verificazione dell'evento, dell'idoneità a influenzare il prezzo del titolo e della sensibilità di tale influenza.

La definizione di informazione privilegiata entrata negli ordinamenti nazionali sotto l'impulso delle direttive comunitarie appare così, rispetto agli illeciti di *insider trading*, come una nozione mobile tratta dalla *common law* e incapace di una rigorosa trasposizione in ordinamenti soggetti al principio di legalità: il comune riconoscimento

⁽²²⁾ Vd. il 2° e il 12° *considerando* della direttiva n. 2003/6/Ce, che riprendono il 4°-6° *considerando* della direttiva del Consiglio delle Comunità europee 13 novembre 1989, n. 89/592/Cee, sul coordinamento delle normative concernenti le operazioni effettuate da persone in possesso di informazioni privilegiate.

⁽²³⁾ Sia consentito sul punto un rinvio a S. Seminara, *Insider trading*, (nota 21), p. 88 ss.

che tale verifica va svolta in concreto, alla luce del contenuto dell'informazione ma anche della particolare congiuntura di mercato, non consente di trascurare che rimane in ombra proprio il confine che separa le condotte lecite da quelle illecite. Donde la necessità di un'interpretazione restrittiva, in grado di porre un argine alle potenzialità applicative del divieto mediante una sua focalizzazione sulle conoscenze c.d. *hard*: come affermato dalle Linee guida del Cesr, la natura privilegiata dell'informazione può ravvisarsi "in due situazioni. La prima ricorre quando l'informazione è tale da permettere al ragionevole investitore di prendere una decisione di investimento senza rischio finanziario o con un rischio molto basso. (...) La seconda si ha quando l'informazione sia in grado di essere immediatamente sfruttata sul mercato" ⁽²⁴⁾. Va da sé che una siffatta ricostruzione dell'informazione privilegiata, incentrata sul tendenziale azzeramento dell'alea caratterizzante l'operazione di borsa, costituisce un suggerimento fornito all'interprete ma non desumibile dalla formulazione normativa.

Le considerazioni ora svolte trovano un riscontro solo parziale rispetto all'obbligo di informazione continua sancito dall'art. 114 t.u.f.

Senza indugiare in una problematica estranea all'economia del presente lavoro, deve rilevarsi come il concetto di trasparenza sia in grado di assumere differenti contenuti a seconda che venga riferito ai meccanismi di formazione dei prezzi nel mercato, al mercato nel suo insieme o al singolo emittente ⁽²⁵⁾.

Ora, fermo restando che le notizie oggetto dell'obbligo di informazione continua sono quelle idonee ad influire sensibilmente sui prezzi degli strumenti finanziari con la loro pubblicazione, qualora si ammetta che, in forza della definizione *ex art.* 181 t.u.f., tra esse rientrano pure le informazioni non finanziarie – cioè relative al *come* i profitti sono stati generati (sempre che, a causa di conseguenti obblighi risarcitori o della responsabilità delle persone giuridiche per illeciti amministrativi dipendenti da reato, esse non assumano la valenza di informazioni finanziarie) – ⁽²⁶⁾, la valutazione sulla doverosità della comunicazione non dovrebbe prescindere dalla concreta situazione dell'emittente e della sua compagine azionaria: si pensi, ad esempio, a notizie tali da indurre reazioni sulla base di fattori etici in investitori istituzionali o qualificati. Come si

⁽²⁴⁾ Così CESR, (nota 5), § 1.8.

⁽²⁵⁾ In argomento, vd. l'accurata indagine di A. Perrone, *Informazione al mercato e tutele dell'investitore*, Milano, 2003, p. 2 ss.

⁽²⁶⁾ Il problema è acutamente analizzato da F. Denozza, (nota 21), p. 585 ss., cui si rinvia per la dimostrazione della rilevanza dell'informazione non finanziaria ai fini della direttiva n. 2003/6/Ce. Nel nostro ordinamento, tale soluzione è ulteriormente avvalorata per un verso dalla soppressione, operata già nel testo originario dell'art. 114 rispetto alla normativa previgente, dell'inciso "sulla situazione economica, patrimoniale e finanziaria, nonché sull'andamento degli affari stessi" (vd. § 3); per altro verso, dall'importanza oggi riconosciuta dal legislatore ai codici di comportamento promossi da società di gestione di mercati regolamentati o da associazioni di categoria degli operatori (vd. artt. 124-*bis*, 124-*ter* e 149 t.u.f.), evidenziata anche dalla sanzione *ex art.* 192-*bis* t.u.f. per le false od omesse informazioni da parte delle società. Per la concezione secondo cui l'art. 114 t.u.f. soddisfa gli interessi non dei soci interessati ad un investimento duraturo nel tempo, ma solo degli azionisti che considerano i titoli esclusivamente in chiave finanziaria e speculativa, C. Angelici, (nota 18), p. 264 ss.

vede, mentre per l'*insider trading* viene in rilievo un concetto di investitore ragionevole come investitore medio (la cui informazione privilegiata, come nel caso del *front running*, può peraltro riguardare anche la conoscenza dell'altrui decisione di acquisto o di vendita), nel caso disciplinato dall'art. 114 t.u.f. la nozione di investitore ragionevole può riflettersi in un investitore medio ma può anche rapportarsi ad uno o più specifici azionisti qualificati dell'emittente interessato; onde la trasparenza societaria tutelata dall'obbligo di informazione continua per un verso sembra trascendere la dimensione dello *shareholder value*, legandosi all'idoneità della notizia ad influenzare le decisioni di una percentuale significativa di azionisti ⁽²⁷⁾, per altro verso assume connotazioni peculiari fondate sulla situazione concreta, che rendono assai aleatoria la valutazione sulla sussistenza dell'obbligo stesso.

3. *La determinatezza dell'obbligo di informazione continua e le ipotesi di ritardo nella divulgazione.* – I problemi finora esaminati in via generale richiedono un approfondimento nel loro specifico ambito di riferimento.

Cominciando ad esaminare l'obbligo di cui all'art. 114, comma 1, t.u.f., conviene ripercorrere brevemente la sua evoluzione normativa, articolatasi in quattro fasi.

La prima fase, arrestatasi ad uno stadio embrionale, si lega all'art. 3, lett. b), l. 7 giugno 1974, n. 216, che non prevedeva comunicazioni destinate per loro natura o importanza al mercato secondario ad eccezione del bilancio, delle relazioni semestrali e di specifici atti di finanza straordinaria e si limitava a imporre alle società la trasmissione di dati, notizie e documenti alla Consob, attribuendo a quest'ultima il potere di richiedere ulteriore documentazione ovvero di imporre la divulgazione delle notizie ritenute necessarie "per l'informazione del pubblico" ⁽²⁸⁾.

La seconda fase trae origine dall'art. 7 della direttiva n. 89/592/Cee sull'*insider trading*, che imponeva agli emittenti valori mobiliari ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato gli obblighi di informativa previsti dallo schema C, punto 5, lett. a), allegato alla direttiva 5 marzo 1979, n. 79/279/Cee, a quel tempo non ancora recepito dall'ordinamento italiano. In tale prospettiva, l'art. 6 l. 17 maggio 1991, n. 157, delegava la Consob a stabilire con regolamento "le modalità, i termini e le condizioni dell'informativa al pubblico su tutte le notizie, i fatti, le statistiche e gli studi concernenti le società quotate e le loro controllanti, controllate o comunque collegate ai sensi del titolo I della legge 10 ottobre 1990, n. 287, ancorché non quotate, che abbiano un interesse per i soci, per i risparmiatori e per il corretto funzionamento del mercato". L'art. 5, comma 1, del regolamento successivamente emanato con delibera Consob 14 novembre

⁽²⁷⁾ Sul punto, F. Denozza, (nota 21), p. 595. Sul rapporto tra informazione doverosa ai soci e obblighi di comunicazione al pubblico vd. anche F. Mucciarelli, *L'informazione societaria: destinatari e limiti posti dalla normativa in materia di insider trading*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1999, I, p. 760 ss.

⁽²⁸⁾ Per tutti, A. Freddi, *L'informazione fornita dalla Consob ai sensi dell'art. 3, lett. b) della legge n. 216*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1990, I, p. 423 ss.; P. Marchetti, *La neutralità dell'intervento della Consob nell'informazione societaria*, in *Riv. soc.*, 1988, p. 36 ss.

1991, n. 5553, introduceva così il dovere degli emittenti di “informare il pubblico dei fatti che si verificano nella loro sfera di attività i quali non siano di dominio pubblico e siano idonei, se resi pubblici, data la loro incidenza sulla situazione patrimoniale, economica o finanziaria ovvero sull’andamento degli affari degli emittenti stessi, ad influenzare sensibilmente il prezzo dei loro valori mobiliari quotati”. Sebbene originariamente svalutato dalla stessa Consob (che nella relazione alla delibera n. 5553 poneva la *disclosure* societaria in funzione servente rispetto al divieto di *insider trading*, piuttosto che come valore fondante il corretto funzionamento del mercato), l’obbligo di comunicazione si specificava nella previsione di una serie di fatti presuntivamente *price sensitive*, la cui divulgazione al pubblico era imposta in riferimento alle “decisioni assunte formalmente dall’organo competente” e alle proposte “che l’organo competente a proporre ha deciso di formulare all’organo competente a deliberare l’effettuazione dell’operazione o il compimento dell’atto” (rispettivamente, art. 5, comma 2, lett. c, e art. 6 delibera n. 5553 del 1991) ⁽²⁹⁾.

In conformità agli auspici di un’attenta dottrina ⁽³⁰⁾ si perviene così alla terza fase: l’art. 114, comma 1, d. lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, stabilisce a carico degli emittenti quotati e dei loro controllanti, oltre più precisi e stringenti obblighi di informazione periodica ed episodica, il dovere di informare “il pubblico dei fatti che accadono nella loro sfera di attività e in quella delle società controllate, non di pubblico dominio e idonei, se resi pubblici, a influenzare sensibilmente il prezzo degli strumenti finanziari”. Il mutato rango normativo della prescrizione e la sua maggiore ampiezza – derivante sia dalla previsione delle società controllanti e controllate dall’emittente, sia dalla soppressione della necessaria incidenza delle informazioni sulla situazione patrimoniale, economica o finanziaria ovvero sull’andamento degli affari della società – dimostravano l’intento legislativo di elevare la trasparenza informativa a principio cardine della regolamentazione dei mercati. Sul piano dei contenuti, veniva inoltre soppressa l’elencazione dei fatti presuntivamente *price sensitive*, correttamente ravvisandosi l’esigenza di una loro individuazione alla luce di un giudizio prognostico concreto; rispetto agli eventi a formazione progressiva, oggetto di immediata comunicazione al pubblico erano ritenuti i fatti

⁽²⁹⁾ La Relazione della Consob menzionata nel testo (pubblicata in *Bollettino Consob*, serie spec., 1992, n. 1, p. 25 s.) sottolineava l’affinità della formulazione dell’obbligo di comunicazione al pubblico e del divieto di *insider trading* posto dall’art. 3 della l. n. 157 del 1991, osservando come il primo mirasse a “prevenire e limitare la possibilità di sfruttamento illecito di informazioni riservate (...) prima che esse siano portate a conoscenza del pubblico”. In dottrina, per tutti, G. Acerbi, *Gli amministratori di società per azioni di fronte al trasferimento del controllo: problemi e proposte di soluzione*, in *Riv. soc.*, 1997, p. 331 s.; A. Bartalena, *Il regolamento Consob in tema di insider trading*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1992, I, p. 239 ss.; R. Ristuccia, *Diffusione tempestiva di notizie attinenti alla fusione di società quotate in borsa*, in *Riv. soc.*, 1991, p. 1702 ss.; G. Sbisà, *I controlli della Consob*, in *Commentario del codice civile Scialoja - Branca*, Bologna - Roma, 1997, p. 23 ss. Vd. inoltre A. Bartulli - M. Romano, *Sulla disciplina penale dell’insider trading (legge 17 maggio 1991, n. 157)*, in *Giur. comm.*, 1992, I, p. 670 s., secondo cui le *corporate information* rientranti nel divieto di *insider trading* erano solo quelle “pubblicabili”, cioè suscettibili di essere diffuse tra il pubblico con un annuncio ufficiale della società.

⁽³⁰⁾ Per tutti, Associazione Disiano Preite, *Rapporto sulla società aperta*, Bologna, 1997, p. 172 ss.

almeno vagliati, se non approvati, dall'organo gestorio competente ovvero decisi nell'esercizio di poteri delegati ⁽³¹⁾.

Il testo vigente dell'art. 114, riformulato sotto gli impulsi comunitari, ha aperto la quarta fase, caratterizzata da una nozione di informazione privilegiata comune all'obbligo di cui si discute e al divieto di *insider trading*. Conviene evidenziare subito come le informazioni da comunicare al pubblico presentino un ambito più ridotto rispetto a quelle di cui è vietato l'abuso, su un piano sia testuale che concettuale.

Dal punto di vista testuale, l'art. 114, comma 1, richiede infatti che l'oggetto della comunicazione riguardi "direttamente" gli emittenti ⁽³²⁾, con esclusione dunque delle *market information* (vd. § 4.1) e lega l'insorgenza dell'obbligo solo "al verificarsi di un complesso di circostanze o di un evento, sebbene non ancora formalizzati" (così l'art. 66 RE, che riprende alla lettera l'art. 2, comma 2, della direttiva 22 dicembre 2003, n. 2003/124/Ce), con esclusione dunque delle ipotesi – rilevanti invece per il divieto di abuso di informazioni privilegiate – della ragionevole previsione in ordine alla loro futura esistenza.

Sotto il profilo concettuale, deve invece osservarsi come l'art. 114 t.u.f. abbia solitamente ad oggetto informazioni originate all'interno dell'emittente, laddove l'*insider trading* può essere escluso rispetto all'artefice del progetto ⁽³³⁾. Inoltre, mentre

⁽³¹⁾ Tra gli altri, F. Annunziata, *Le norme del nuovo regolamento della Consob in materia di informazione societaria*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1999, I, p. 500 s.; F. Guarracino, *Art. 114*, in *Commentario al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, a cura di G. Alpa e F. Capriglione, Padova, 1998, II, p. 1054 ss.; L. Picone, *Trattative, due diligence ed obblighi informativi delle società quotate*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2004, I, p. 238 s.; P. Piscitello, *Art. 114*, in *Testo unico della finanza*, diretto da G.F. Campobasso, Torino, 2002, II, p. 950 s.; M. Rigotti, (nota 18), p. 604; P. Sfameni, *Art. 114*, in *La disciplina delle società quotate*, a cura di P. Marchetti e L.A. Bianchi, Milano, 1999, I, p. 530 ss., il quale muove dalla coincidenza nel contenuto della nozione di informazione privilegiata operante ai fini del divieto di *insider trading* e dell'obbligo di informazione continua, così da affermare la contestuale insorgenza dell'uno e dell'altro, salva la "inevitabile sfasatura temporale che passerebbe tra l'assunzione informale di determinate decisioni o l'accadimento di determinati eventi e la formalizzazione delle decisioni stesse (o l'accertamento degli effetti di determinati eventi) da parte degli organi competenti, al fine di rendere imputabile all'emittente stesso la decisione e la sua esternazione" (p. 531). La Comunicazione della Consob n. DME/3019271 del 26 marzo 2003, § 5, così affermava: "Poiché la diffusione di notizie frammentarie riguardanti sia emittenti quotati sia operazioni di sollecitazione in corso può alterare il regolare funzionamento del mercato, il preannuncio al mercato di future notizie riguardanti accordi vari, che non siano ancora sufficientemente definiti, può risultare utile solo se necessario per garantire la parità informativa e, in ogni caso, deve essere ispirato a principi di chiarezza e precisione nel rispetto delle norme poste a presidio della trasparenza e correttezza".

⁽³²⁾ La *Comunicazione* della Consob n. DME/6027054 del 28 marzo 2006, § 5, osserva a tale proposito che informazioni privilegiate "che riguardano direttamente detti emittenti" sono quelle "ad essi giuridicamente riferibili (...) ovvero informazioni privilegiate che, riguardando direttamente gli emittenti stessi, sono ad essi comunicate da parte di terzi".

⁽³³⁾ A proposito del divieto di *insider trading*, una risalente tesi dottrinale, maturata sotto la normativa previgente al t.u.f., riteneva necessaria una "alterità" dell'informazione rispetto al suo detentore. Questa interpretazione era fondata su un dato testuale, costituito dall'espressione "informazioni riservate ottenute in virtù" (art. 2, comma 1, l. n. 157 del 1991), che appunto evidenziava il movimento traslativo dalla fonte della conoscenza al suo successivo ricettore; inoltre, sull'11° *considerando* della direttiva n.

la comunicazione al pubblico da parte dell'emittente concerne conoscenze 'statiche', cioè già consolidate, in rapporto all'abuso di informazioni privilegiate vengono in rilievo anche conoscenze 'dinamiche': così, ad esempio, è possibile che l'*insider* societario, alla luce della sua posizione in seno all'emittente o dei suoi personali rapporti con i componenti dell'organo di gestione, sia in grado di ritenere altamente probabile un evento che, sulla base delle conoscenze oggettivamente disponibili o divulgabili, nella prospettiva dell'ente appare ancora contrassegnato da rilevanti margini di incertezza. Onde una medesima conoscenza può, allo stesso tempo, non costituire ancora oggetto di una doverosa informazione al pubblico e integrare invece, ove utilizzata, una violazione degli artt. 184 e 187-*bis* t.u.f. ⁽³⁴⁾.

Le differenze ora rilevate hanno un fondamento evidente. Una comunicazione al pubblico può essere imposta agli emittenti solo per fatti sufficientemente concreti e potenzialmente influenti sulle quotazioni, dovendosi evitare la diffusione di notizie in grado di indurre in errore il mercato; la nozione di informazione privilegiata si caratterizza dunque alla luce della sua concreta rilevanza e della sensibilità del suo impatto sul prezzo degli strumenti finanziari, da valutarsi anche in base a fattori come la grandezza e la struttura dell'impresa, la situazione concorrenziale, le aspettative del mercato ecc. Tale obbligo incontra tuttavia un limite nella necessità per l'emittente di rinviarne l'adempimento per il tempo indispensabile al perfezionamento dell'operazione o alla "cattura" dei profitti ad essa connessi, ove la pubblicazione della notizia possa risultare

89/592/Cee ("Poiché l'acquisizione o la cessione di valori mobiliari implica necessariamente una decisione preliminare di acquisire o di cedere da parte della persona che procede ad una di queste operazioni, il fatto di effettuare questo stesso acquisto o cessione non costituisce di per sé una utilizzazione di un'informazione privilegiata"); infine, sull'esigenza logica ed economica di consentire al creatore dell'informazione di appropriarsi di tutti i profitti e le utilità ad essa connesse, senza esporsi a divieti o ad obblighi di comunicazione tali da privare di convenienza le iniziative d'impresa (per tutti, 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*, Bologna, 1998, p. 464). Tale costruzione sembra ora entrare in contrasto con il comma 2 degli artt. 184 e 187-*bis* che, includendo nel divieto di abuso anche le "informazioni privilegiate a motivo della preparazione o esecuzione di attività delittuose", estende il precetto anche nei confronti dell'ideatore del progetto (vd. § 4.2), ma al tempo stesso viene confermata dal 30° *considerando* della direttiva n. 2003/6/Ce, che ripete il contenuto dell'11° *considerando* della direttiva n. 89/592/Cee (vd. *supra*; conf. V. Napoleoni, nota 5, p. 661). Risulta dunque ribadito che nessuno può essere *insider* di sé stesso, salvo che l'informazione privilegiata abbia ad oggetto gli effetti della sua attività criminosa. Deve tuttavia rilevarsi che la decisione non integrante per il suo autore un'informazione privilegiata, a partire da un certo momento, può costituire oggetto di un'obbligatoria comunicazione all'Autorità di vigilanza, così da divenire un'informazione privilegiata anche rispetto al suo creatore, che dunque soggiace ai divieti di utilizzazione e di cessione a terzi alla pari di chiunque altro. Nei confronti degli emittenti, l'art. 2, comma 2, direttiva n. 2003/6/Ce risolve a monte la questione, disponendo che quei divieti si applicano "anche alle persone fisiche che partecipano alla decisione di procedere all'operazione per conto della persona giuridica in questione".

⁽³⁴⁾ Alla luce di tali considerazioni non appare condivisibile l'opinione di E. Venafro, *Il nuovo oggetto di tutela della fattispecie di insider trading*, in *Dir. pen. proc.*, 2007, p. 952 s., secondo cui la fattispecie penale sull'abuso di informazioni privilegiate sarebbe posta a salvaguardia del meccanismo amministrativo previsto dall'art. 114 t.u.f.

pregiudizievole a tali scopi. È per tale ragione che l'art. 6, comma 2, della direttiva n. 2003/6/Ce ammette espressamente che l'emittente “può, sotto la propria responsabilità, ritardare la divulgazione al pubblico di informazioni privilegiate”.

L'istituto del ritardo rappresenta dunque la chiave di volta di un sistema di obblighi comunicativi legato ad una nozione di informazione privilegiata valida pure per il divieto di *insider trading*. Ma di questa specifica caratteristica della disciplina comunitaria l'art. 114 t.u.f. reca una traccia assai pallida, piuttosto evidenziando una marcata continuità con la normativa previgente, che imponeva agli emittenti, nella cui sfera si fossero verificati fatti *price sensitive*, una secca alternativa tra la comunicazione al pubblico (art. 114, comma 1) e l'opposizione alla Consob mediante un reclamo fondato sul “grave danno” derivante dalla comunicazione (comma 4), il cui accoglimento era subordinato alla condizione che l'omissione non potesse “indurre in errore il pubblico su fatti e circostanze essenziali”.

Ora, se nell'angusta prospettiva delineata dall'istituto del reclamo si comprendevano le ragioni di un'accezione restrittiva delle notizie da comunicare al pubblico, l'ulteriore previsione del ritardo avrebbe dovuto orientare verso un'articolazione degli obblighi informativi più elastica e anche più aderente alla definizione generale dell'art. 181 t.u.f. Al contrario, i commi 3 e 6 dell'art. 114 disciplinano rigidamente il ritardo e il reclamo, vincolandoli alla medesima condizione che il pubblico non sia indotto in errore su “fatti e circostanze essenziali” (anzi, addirittura subordinando il ritardo al requisito della persistente riservatezza dell'informazione, non previsto per il reclamo!) e così conferendo loro un'eguale valenza di eccezione rispetto ad un obbligo di divulgazione, ovviamente congegnato nei termini più riduttivi. Si spiega così l'interpretazione secondo cui costituiscono oggetto di doverosa pubblicazione solo le “circostanze od eventi per i quali si sia concluso il relativo *iter* accertativo o decisionale secondo le regole di *governance* di natura legale o organizzativa interna applicabili agli emittenti stessi”, ovvero “gli eventi o i complessi di circostanze, comunque già nella sostanza verificatisi, in relazione ai quali tuttavia manchi la definitiva ufficializzazione”⁽³⁵⁾.

Questa soluzione – integrata dall'art. 66-*bis* RE, che al comma 4 prescrive la comunicazione senza indugio del ritardo alla Consob, così rafforzando il parallelismo di disciplina con l'istituto del reclamo –, benché condivisa in dottrina⁽³⁶⁾, non trova ri-

⁽³⁵⁾ Così la Comunicazione Consob n. DME/6027054, (nota 32), § 5, ove come fattispecie non ancora formalizzata da comunicare al pubblico si pone l'esempio di “un'operazione di acquisizione o cessione, compiutamente definita nei contenuti, senza riserva di trattative ulteriori, benché sottoposta alla condizione sospensiva della ratifica da parte dell'organo societario competente dell'emittente quotato”. Vd. anche la Comunicazione 20 ottobre 2006 n. DME/6083801, relativa ad un'operazione di aumento di capitale riservato, ove si nega la sussistenza di un obbligo di comunicare al pubblico la “intenzione di procedere alla sottoscrizione di una *tranche* da parte dell'emittente”, rilevandosi però al contempo il divieto di abuso della medesima informazione.

⁽³⁶⁾ In particolare P. Carrière, *I profili informativi delle fasi propedeutiche di operazioni di M&A successivamente al recepimento della direttiva market abuse*, in *Riv. soc.*, 2006, p. 338 ss., il quale – muovendo dal dichiarato intento di “mantenere sostanzialmente fermi, alla luce del nuovo quadro normativo, i confortanti e condivisibili esiti interpretativi cui erano sin qui giunte la più avveduta dottrina, oltre-

scontro sul piano comunitario. L'art. 2, comma 2, della direttiva n. 2003/124/Ce prescrive infatti che gli emittenti informino il pubblico "al verificarsi di un complesso di circostanze o di un evento, sebbene non ancora formalizzati", limitandosi dunque – in conformità alla nozione di informazione privilegiata e alla sua vigenza anche per il divieto di *insider trading*, che la rende riferibile pure a notizie che si costituiscono, e divengono utilizzabili, ben prima del momento che precede la loro "definitiva ufficializzazione" – a cogliere l'avvenuto compimento di ciascuna fase del processo che conduce alla decisione finale⁽³⁷⁾. Né vale, sotto questo profilo, trarre argomento dalla restrittiva enunciazione, contenuta nell'art. 3 della direttiva ora citata e ripresa dall'art. 66-*bis*, comma 2, RE, dei legittimi interessi che giustificano il ritardo al fine di ravvisare la natura eccezionale di esso, trattandosi di situazioni previste solo esemplificativamente⁽³⁸⁾.

L'interpretazione della Consob non trova riscontro neppure in altri ordinamenti degli Stati dell'Unione europea, ove l'istituto del ritardo non prevede una comunicazione all'Autorità di vigilanza⁽³⁹⁾ e si riconosce che "un'informazione privilegiata si configura a partire dal momento in cui, nella prospettiva di un ragionevole investitore, sussiste una sufficiente probabilità di realizzazione della transazione": ciò che può in concreto collegarsi alla stipula di una lettera di intenti con contenuto tipico o ad altra forma di intesa che renda manifesta una seria volontà di accordo dei partner contrattuali⁽⁴⁰⁾. In sostanza, mentre nel nostro ordinamento il ritardo viene configurato come l'eccezione ad un obbligo di comunicazione al pubblico congegnato in termini restrittivi, all'estero esso risulta la regola rispetto al medesimo obbligo strutturato in senso assai più ampio.

ché la stessa Consob e Borsa Italiana s.p.a." (p. 340) – si sofferma sulle lacune insite nella disciplina del ritardo informativo in rapporto ai soggetti diversi dall'emittente e dal controllante e agli atti unilaterali e preparatori di operazioni di mercato, per concludere che l'evento *price sensitive* va individuato sul piano non cronologico ma contenutistico, in quanto evento finale (p. 365). Analoghe conclusioni sono in Circolare Assonime n. 48/2006, (nota 17), § 3.1., p. 1131 s. Per una diversa impostazione vd. tuttavia, sotto la normativa previgente, P. Sfameni, (nota 31), p. 528 s. e, ora, F. Annunziata, (nota 17), p. 23.

⁽³⁷⁾ Chiaro, sul punto, CESR, (nota 5), § 1.6: "se l'informazione ha ad oggetto un processo articolato in più stadi, ciascuna fase del processo, così come il processo nel suo insieme, potrebbe costituire un'informazione di natura precisa".

⁽³⁸⁾ L'art. 3.1 della direttiva n. 2003/124/Ce espressamente afferma che si tratta di un "elenco non esaustivo", mentre l'art. 66-*bis*, comma 2, RE dispone che, tra le possibili cause del ritardo, "rientrano almeno" quelle subito dopo tipizzate. Cfr. sul punto, F. Annunziata, (nota 17), p. 24; P. Carrière, (nota 36), p. 356 nota 35.

⁽³⁹⁾ Da notare, sul punto, che l'art. 6, comma 2, della direttiva n. 2003/6/Ce prevede che il ritardo della divulgazione avvenga sotto la responsabilità dell'emittente e la medesima clausola è contenuta nell'art. 114, comma 1, t.u.f.; l'art. 66-*bis*, comma 5, RE prevede ulteriormente che la Consob, una volta ricevuta comunicazione del ritardo, alla luce delle circostanze rappresentate dall'emittente possa imporre egualmente la divulgazione al pubblico. Donde la possibilità di escludere la responsabilità dell'emittente qualora esso abbia tempestivamente e correttamente rappresentato alla Consob le ragioni del ritardo e l'Autorità nulla abbia eccepito (conf. G. Accinni, nota 5, p. 52 s.).

⁽⁴⁰⁾ Così, in Germania, si esprimono gli *Emittentenleitfaden der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht* (Stand 15. Juli 2005), p. 52, § IV.2.2.14. In dottrina, per tutti, H.D. Assmann, § 15, in *Wertpapierhandelsgesetz Kommentar*, (nota 8), Rdn. 60, ove espressamente si ammette che ogni singolo stadio della decisione a fasi progressive può rientrare nella *Ad-hoc-Publizität* imposta dal § 15 WpHG.

Non è questa la sede per un compiuto giudizio sulla soluzione adottata dal legislatore italiano e dalla Consob. Da un lato, ponendo da parte l'ipotesi del ritardo, è evidente che la scomposizione del processo decisionale nelle singole fasi intermedie e la prospettazione di informazioni privilegiate riferibili a ciascuna di queste fasi vale ad esasperare le relative difficoltà di accertamento, aprendo abissi di discrezionalità nella valutazione sulla sussistenza dell'obbligo informativo, anche alla luce del livello di probabilità della deliberazione finale: con il rischio che la divulgazione della notizia possa risultare fonte di una responsabilità risarcitoria verso gli investitori indotti in errore e con tutti i pregiudizi che possono derivarne alla società sia sul piano dei rapporti tra i suoi organi (la diffusione della notizia in seguito alla decisione di un organo svuota la funzione dell'organo chiamato successivamente ad esprimersi), sia rispetto alla conclusione dell'operazione e alla "cattura" di tutti i diritti o profitti. Dall'altro lato, tuttavia, la scelta del legislatore comunitario vale ad estendere la responsabilità degli emittenti per omessa informazione, mentre la soluzione della Consob di costruire l'istituto del ritardo in aderenza al reclamo si presta ad essere intesa come una miscela fra tendenze riduzionistiche della trasparenza societaria – con una conseguente drastica limitazione sia dei fatti da divulgare al mercato, sia dei ritardi da rendere noti all'Autorità⁽⁴¹⁾ – e spinte dirigistiche rispetto alla *disclosure* degli emittenti, in grado di perpetuare una visione dell'Autorità di vigilanza "come una sorta di «vestale» dell'informazione societaria, quale garante del bene, sempre più arduo da assicurare, della completezza e della correttezza dell'informazione"⁽⁴²⁾. Ai fini della presente ricerca, è comunque sufficiente rilevare la situazione di profonda incertezza in ordine alla nozione di informazione privilegiata nel rapporto tra ordinamento interno e direttive comunitarie.

4.1. *La determinatezza del divieto di abuso di informazioni privilegiate.* – Vediamo ora di mettere a fuoco, nella prospettiva delle fattispecie in tema di *insider trading*, le due note differenziali tra l'informazione privilegiata da esse assunta come elemento costitutivo e quella valida invece per l'art. 114 t.u.f.

La prima, discendente dal dato normativo, concerne l'oggetto dell'informazione, che per gli artt. 184 e 187-*bis* può riguardare non solo direttamente ma anche indirettamente gli emittenti strumenti finanziari ovvero gli strumenti finanziari stessi. In sintonia con un'impostazione ormai consolidata, dunque, nel divieto di *insider trading* rientrano non solo le *corporate* ma anche le *market information*.

Rispetto a quest'ultima categoria, sotto la previgente normativa taluni avevano ritenuto di estromettere dal divieto di utilizzazione in borsa le *market information* non

⁽⁴¹⁾ Dalla *Relazione Consob per l'anno 2006*, Roma, 31 marzo 2007, p. 64, risulta che in tale anno si sono verificate solo dodici segnalazioni di ritardo nella diffusione di informazioni privilegiate e venticinque reclami per l'esonero dalla pubblicazione di informazioni privilegiate.

⁽⁴²⁾ Così, in riferimento al testo originario del t.u.f., si esprimeva T. De Vitis, *Artt. 113-116*, in *Il testo unico della intermediazione finanziaria*, a cura di C. Rabitti Bedogni, Milano, 1998, p. 619.

aventi carattere economico ovvero riguardanti il mercato nel suo complesso ⁽⁴³⁾. In realtà, se già prima della riforma questa teoria rivelava un fragile fondamento, oggi l'art. 184, comma 2, t.u.f. dimostra come l'informazione privilegiata sia tale alla luce della sua utilizzabilità in borsa, indipendentemente dall'oggetto. Non solo: mentre il 16° *considerando* della direttiva n. 2003/6/Ce afferma che "un'informazione che potrebbe influire in modo sensibile sull'evoluzione e la formazione dei prezzi di un mercato regolamentato in quanto tale potrebbe essere considerata un'informazione che concerne indirettamente uno o più emittenti di strumenti finanziari o uno o più strumenti finanziari derivati connessi", il Cesr menziona espressamente, qualificandoli come informazioni privilegiate, i dati e le statistiche divulgate da istituzioni pubbliche, le decisioni delle Banche centrali sui tassi di interesse e dei Governi in materia fiscale, industriale o economica, le variazioni nella composizione degli indici di mercato o nella *governance* dei mercati, le decisioni delle Autorità di gestione del mercato sulle società quotate o sulle modalità di negoziazione di determinati strumenti ecc. ⁽⁴⁴⁾. In sostanza, non può dubitarsi che le informazioni privilegiate siano tali qualora consentano previsioni su significativi mutamenti, conseguenti alla divulgazione del fatto, dei prezzi di specifici strumenti finanziari; donde la conferma che gli obblighi di *abstain* hanno un oggetto più ampio dei corrispondenti doveri di *disclose*.

La seconda differenza riguarda la probabilità di verifica del fatto cui l'informazione si riferisce: se la comunicazione imposta dall'art. 114, per ragioni di funzionalità del mercato, deve avere ad oggetto fatti già sufficientemente consolidatisi nella realtà dell'emittente societario, per gli artt. 184 e 187-*bis* può ammettersi una ragionevole probabilità di verifica legata a requisiti meno rigorosi. Tale diversità appare strettamente correlata alle situazioni in esame, nel senso che per i casi rientranti nell'art. 114 si tratta di stabilire la necessità della divulgazione alla luce della sua utilità per il mercato mentre, per quelli confluenti nel divieto di *insider trading*, l'immanente

⁽⁴³⁾ Così A. Bartalena, *Insider trading*, in *Dig. priv., sez. comm.*, Torino, 2000⁴ (agg.), p. 414, che poneva rispettivamente gli esempi di notizie di eventi bellici ovvero di modifica del tasso ufficiale di sconto (argomentando in tal senso dalla soppressione dell'art. 2, comma 7, l. n. 157 del 1991, relativa alle operazioni su titoli compiute da Ministri e Sottosegretari di Stato: in realtà, la norma appena richiamata prevedeva una circostanza aggravante, così da rendere manifesto che il fatto fosse già compreso nel reato base). Conf. Assonime, *Circolare n. 78/1991*, in *Riv. soc.*, 1991, p. 885, che escludeva dall'operatività dell'art. 3 della l. n. 157 del 1991 "le informazioni concernenti eventi o situazioni di natura politica, economica, sociale, militare, scientifica, non concernenti singoli emittenti o singoli valori, che siano idonee ad influenzare la generalità dei prezzi di un mercato o dei valori di un intero settore produttivo", salvo che "l'influenza si estenda, bensì, ai corsi dei titoli di un intero settore produttivo o anche all'intero mercato, ma come effetto di trascinamento di un evento concernente un singolo emittente o un singolo titolo *leader*". Nella dottrina statunitense si ritiene che "la distinzione tra *corporate* e *market information* si sia erosa nel tempo. Invero, mentre la differenziazione fra i due tipi di informazione può continuare ad avere un valore accademico, da un punto di vista pratico «è chiaro che il § 10(b) e la *Rule* 10b-5, nella loro formulazione e nella loro storia, non operano alcuna distinzione» (così R.C. Ferrara - D.M. Nagy - H. Thomas, *Ferrara on Insider Trading & The Wall*, New York, 2007, § 2.01.2; il passo riportato è tratto da *Chiarella vs. United States*, 445 U.S. 222, 241 n. 1).

⁽⁴⁴⁾ Cesr, (nota 5), § 1.16. Conf., per tutti, V. Napoleoni, (nota 5), p. 683 s.

alternativa tra *disclose or abstain* allude proprio alla possibilità che una specifica notizia non possa essere rivelata e tuttavia essa fondi un divieto di utilizzazione borsistica.

Ma, come si era in precedenza rilevato, quel che non riesce ad emergere con nitidezza è proprio la consistenza oggettiva dell'informazione privilegiata, che pur costituisce un elemento di fattispecie vincolato al principio di tassatività. A tale proposito, i requisiti della precisione, della probabilità di verificazione dell'evento, dell'idoneità a influire sui prezzi degli strumenti finanziari e della sensibilità di tale potenziale influenza manifestano un preoccupante grado di approssimazione, incapace di trovare un correttivo sul versante del dolo ove già si consideri che il comma 4 dell'art. 187-*bis* definisce come *insider* secondario chiunque conosca o possa conoscere, in base ad ordinaria diligenza, il carattere privilegiato dell'informazione posseduta ⁽⁴⁵⁾.

In un ordinamento seriamente rispettoso del principio di legalità, questa indeterminatezza della nozione di informazione privilegiata risulta inammissibile a causa degli spazi di discrezionalità demandati all'organo giudicante nella concretizzazione del precetto penale e amministrativo. Mentre l'auspicio che l'elaborazione giurisprudenziale del concetto in esame sia ispirata da criteri particolarmente restrittivi, finalizzati a stabilire un netto confine tra lecito e illecito, vale ad evidenziare come ci si trovi dinanzi ad una fattispecie storicamente sorta in sistemi di *common law* e incapace di una soddisfacente trasposizione in regimi improntati a canoni di tassatività delle fattispecie sanzionatorie ⁽⁴⁶⁾.

⁽⁴⁵⁾ La difficoltà di stabilire i contenuti del parametro dell'influenza sensibile dell'informazione, nel testo previgente gli attuali artt. 184 e 187-*bis* t.u.f., costituiva l'oggetto della questione di legittimità costituzionale sollevata da Trib. Siracusa, 10 giugno 2003, Sanfilippo, in *Riv. pen.*, 2003, p. 821 e da Trib. Roma, 6 ottobre 2003, G.C., in *Gazz. Uff.*, 2004, n. 9, p. 77. La Corte costituzionale, con sentenza 14 dicembre 2004, n. 382, in *Cass. pen.*, 2005, p. 1214 ss., ha però respinto la censura osservando che il recepimento delle direttive n. 2003/6/Ce e n. 2003/124/Ce avrebbe puntualizzato i contenuti della fattispecie. Per l'indeterminatezza del divieto di *insider trading*, A. Carmona, *Al capolinea l'insider trading?*, in *Riv. pen.*, 2003, p. 821 ss.; C. Cassani, *L'insider trading tra indeterminazione ed eccesso di delega*, in *Giur. comm.*, 2005, II, p. 125; C. Cupelli, *L'insider trading e la legalità «delegata»: spunti sulla ammissibilità del ricorso al decreto legislativo in materia penale*, in *Cass. pen.*, 2004, p. 251; S. Preziosi, *L'agiotaggio (art. 2637 c.c.)*, in *Reati societari*, a cura di A. Rossi, Torino, 2005, p. 488 s.; R. Zannotti, *L'insider trading finisce al vaglio della Corte costituzionale. Fattispecie indefinita, pene irrazionali, eccesso di delega*, in *Dir. e giust.*, 2003 (28), p. 74 ss.; diff., S. Giavazzi, *Insider trading: profili di incostituzionalità*, in *Le società*, 2004, p. 353. Per una critica alla vigente disciplina, V. Napoleoni, (nota 5), p. 691 s.; S. Seminara, *Informazione finanziaria* (nota 21), p. 262.

⁽⁴⁶⁾ Un efficace esempio della difficoltà di stabilire la natura privilegiata di un'informazione può essere ricavato da due casi concreti tra loro assai simili. Il 20 novembre 2007, *Il Sole-24 Ore* ha riferito che il finanziere Danilo Coppola, azionista di controllo della IPI, società quotata in borsa, e in stato di custodia cautelare per i reati di evasione fiscale, bancarotta fraudolenta e associazione a delinquere finalizzata al riciclaggio, il giorno precedente era stato improvvisamente condotto in ospedale a seguito di un arresto cardiaco e, in conseguenza della divulgazione della notizia, il titolo IPI, dopo una sospensione per eccesso di ribasso, era stato quotato ad un prezzo ufficiale inferiore dell'8,76% rispetto al valore di apertura (cfr. V. Chierchia, *Coppola ricoverato, è grave*, in *Il Sole-24 Ore*, 20 novembre 2007, n. 319, p. 47). A giudicare dalla reazione del mercato, dovrebbe dunque attribuirsi alla conoscenza dell'improvviso malessere del sig. Coppola una natura privilegiata: chiunque avesse proceduto ad un suo sfruttamento, ven-

dedo i titoli della società interessata in proprio possesso, si sarebbe quindi reso responsabile del relativo illecito (in tale ipotesi configurandosi l'art. 187-bis, comma 4, a carico non solo dei famigliari o amici informati del fatto, ma anche di un qualsiasi passante per strada che avesse assistito al trasporto del malato, con la possibilità di ravvisare invece l'art. 184, comma 1, nei confronti del medico, del barelliere, dell'autista dell'ambulanza a causa del loro apprendimento della conoscenza in ragione dell'esercizio di un'attività lavorativa: in realtà, deve però ritenersi che la dizione "in ragione", impiegata dal comma 1 degli artt. 184 e 187-bis t.u.f., alluda a informazioni intrinsecamente connesse all'attività lavorativa, alla professione, alla funzione o all'ufficio, così da rimarcare la necessaria violazione di uno specifico dovere di riservatezza e da relegare nel comma 4 dell'art. 187-bis le ipotesi di apprendimento fortuito, anche se avvenuto nell'esercizio del lavoro). Tutto questo, però, alla luce di una valutazione *ex post*, poiché, sulla base di una considerazione *ex ante*, fondata sulla pubblicità del procedimento penale in corso e sulla notorietà delle precarie condizioni di salute del sig. Coppola, già ripetutamente riportate dai giornali, poteva apparire altamente dubbio, con i conseguenziali problemi in ordine all'accertamento del dolo, che un ragionevole investitore avrebbe attribuito natura privilegiata a quell'informazione, ritenendola in grado di produrre una sensibile alterazione del prezzo degli strumenti finanziari interessati e assumendola come elemento fondante di una decisione di disinvestimento. Il secondo caso è così ricostruito dalla Procura della Repubblica di Milano: "Nella seduta del 25 maggio 2000, prima della diffusione al pubblico della notizia del provvedimento di restrizione della libertà personale di C.R. per frode fiscale, avvenuta alle ore 12,33, è stata rilevata una anomalia sul titolo Olidata. In particolare, dopo avere fatto registrare in fase di apertura un prezzo di 7,33 euro (in leggero rialzo rispetto al prezzo ufficiale fatto registrare nella seduta del 24 maggio 2000), il titolo Olidata ha subito un repentino ribasso: alle ore 9,33 ha fatto segnare il valore minimo della seduta attestandosi a 6,50 euro, con una flessione dell'11,3% rispetto al prezzo di apertura. Tale forte ribasso del titolo Olidata era stato causato dall'operato di un unico committente, M.B.: quest'ultimo aveva conferito a Rolo Banca un ordine di vendita di 20.000 azioni Olidata «al meglio», provocando il repentino e sensibile ribasso della quotazione del titolo Olidata. M.B. è il cognato di C.R. (persona interessata dal provvedimento dell'Autorità giudiziaria, socio fondatore della società Olidata s.p.a. e all'epoca vice-presidente e consigliere della società) e zio di M.S., all'epoca dei fatti consigliere della società Olidata s.p.a. È quindi verosimile che M.B. sia venuto a conoscenza dell'esecuzione della misura cautelare a carico di C.R. prima della diffusione della notizia da parte dei *mass-media* e si sia avvalso dell'informazione privilegiata vendendo azioni Olidata, con l'evidente intento di evitare le perdite che la probabile diminuzione del titolo, conseguente alla divulgazione della notizia, avrebbe causato". Alla luce dei fatti esposti, non sussistevano quindi perplessità sulla sussistenza di uno sfruttamento di informazioni privilegiate (al tempo della vicenda, previsto dall'art. 180 t.u.f.). Tuttavia, su richiesta della procura della Repubblica datata 18 dicembre 2000, il Giudice per le indagini preliminari ha emesso un decreto di archiviazione che richiama la motivazione della richiesta: "Nel caso di specie occorre avere riguardo alle modalità di acquisizione dell'informazione privilegiata. M.B. è venuto a conoscenza di tale informazione in quanto cognato di C.R., così come chiunque quel giorno avesse potuto venire a sapere dell'arresto di costui. A nessuno, in verità, verrebbe in mente di ipotizzare un'accusa di *insider* nei confronti di chi – passando sotto casa di C.R. nel momento in cui ne usciva in stato di arresto – avesse immediatamente venduto le proprie azioni Olidata. Il comportamento di M.B. pertanto non integra gli estremi del reato di cui all'art. 180 t.u.f.". Come si vede, il primo caso evidenzia la difficoltà di individuare l'informazione privilegiata in rapporto alla sua idoneità a influenzare sensibilmente, con la divulgazione, il prezzo degli strumenti finanziari, mentre il secondo caso – il cui esito non può essere condiviso – può invece considerarsi sintomatico di una resistenza, da parte dell'Autorità giudiziaria, a ravvisare il reato di abuso di informazioni privilegiate in situazioni atipiche. Nel loro insieme, le due vicende appaiono comunque emblematiche della difficoltà di allargare la nozione di informazione privilegiata oltre le conoscenze c.d. *hard*, dotate di una valenza immediatamente percepibile nella loro utilizzabilità a fini borsistici, che, non certo a caso, sono state finora anche le più ricorrenti nei procedimenti penali per *insider trading*.

4.2. *Il criminal insider e lo scalping.* – Un cenno particolare meritano due distinti e autonomi profili, che ulteriormente concorrono a dimostrare la confusione che regna, a livello normativo, in ordine alla nozione di informazione privilegiata.

(a) La figura del c.d. *criminal insider* è prevista dal comma 2 degli artt. 184 e 187-bis t.u.f., che equipara agli *insiders* primari indicati nel comma 1 colui che è “in possesso di informazioni privilegiate a motivo della preparazione o esecuzione di attività delittuose”.

L’accento posto sulle modalità di apprensione dell’informazione privilegiata ha indotto una parte della dottrina a leggere l’inciso “a motivo” come equivalente di “a seguito”, così ritenendo che la qualifica di *insider* discenda dal fatto di “eseguire un’attività delittuosa» *in fieri* o consumata (...) tramite la quale (...) è possibile carpire le notizie privilegiate (es. captazione di notizia, ottenuta con interferenza illecita nell’altrui vita privata, art. 615-bis c.p., o con accesso abusivo a sistemi informatici, art. 615-ter c.p.; ovvero per sottrazione furtiva di documenti o per istigazione alla rivelazione di segreti, art. 616 e ss. c.p., per corruzione privata ex art. 2635 c.c., ecc.)”⁽⁴⁷⁾. Alla stregua di questa interpretazione, dunque, la disposizione in esame varrebbe solo ad estendere l’applicabilità dell’art. 184 a colui che risulta già comunque punibile in base all’art. 187-bis, comma 4, a causa del possesso di conoscenze riservate; onde essa esaurirebbe la propria funzione in un aggravamento del carico sanzionatorio, legato alla causa illecita dell’apprendimento dell’informazione, foriero di un’evidente superfetazione nella formulazione dell’illecito amministrativo, ove la stessa ipotesi risulterebbe tipizzata sia nel comma 2 che nel comma 4. In realtà, questa ricostruzione non può essere condivisa.

L’art. 2, comma 1, della direttiva n. 2003/6/Ce, alla lett. *d*), estende il divieto di utilizzo di informazioni privilegiate a coloro che le possiedono “in virtù delle proprie attività criminali” e il 14° *considerando* osserva che la “direttiva dà riscontro alle preoccupazioni espresse dagli Stati membri in seguito agli attacchi terroristici dell’11 settembre 2001 per quanto riguarda la lotta al finanziamento delle attività terroristiche”⁽⁴⁸⁾.

⁽⁴⁷⁾ Testualmente, G.G. Sandrelli, *I reati di market abuse*, in *La responsabilità amministrativa delle società e degli enti*, 2006, p. 66; conf. M. Bellacosa, (nota 10), p. 22; G. Martiello, (nota 19), p. 72. Per il richiamo esemplificativo dei reati informatici e contro l’inviolabilità dei segreti G. Ferrarini, (nota 14), p. 56; L. Foffani, (nota 5), p. 720; C. Manduchi, *Un primo intervento giurisprudenziale sulla nuova fattispecie di insider trading: la sorte dei c.d. insiders secondari*, in *Cass. pen.*, 2006, p. 3348. Nello stesso senso si esprime V. Napoleoni, (nota 5), p. 710, il quale, seppure osservando che l’interpretazione proposta successivamente nel testo appare “maggiormente in linea con la *ratio* «storica» della previsione”, rileva come quella ora riferita, con l’esclusione delle ipotesi di apprendimento fortuito od occasionale, “si lascia preferire, in quanto consentita dalla lettera della norma e meglio rispondente alle esigenze di tutela”.

⁽⁴⁸⁾ Subito dopo l’attacco terroristico del settembre 2001 si diffuse la voce che, nei giorni immediatamente precedenti, sul *Chicago Board Options Exchange* erano state realizzate consistenti operazioni

Ancora più significativo è il 17° *considerando*: “Per quanto riguarda l’abuso di informazioni privilegiate, si dovrebbe tener conto dei casi in cui la fonte di tali informazioni non è legata a una professione o a una funzione ma allo svolgimento di attività criminali, la cui preparazione o esecuzione potrebbe influire in modo sensibile sui prezzi di uno o più strumenti finanziari o sulla formazione dei prezzi del mercato regolamentato in quanto tale”.

Come si vede, nelle intenzioni del legislatore comunitario la figura del *criminal insider* – concepita per fatti di terrorismo, sebbene tale matrice ideologica non emerga dalla formulazione normativa – si riferisce a qualsiasi tipologia delittuosa la cui preparazione o esecuzione dia vita essa stessa ad un’informazione privilegiata, consistente nella prevedibilità dei sensibili effetti di mercato conseguenti alla realizzazione della condotta. In altre parole, qui non viene in rilievo l’acquisizione di una conoscenza esterna all’agente attraverso la commissione di un reato, essendo l’informazione costituita proprio dalla preparazione o esecuzione del reato, alla luce del significativo mutamento dei prezzi degli strumenti finanziari ad esso ascrivibile.

La previsione in esame vale dunque a comprendere nella nozione di *insider* primario soggetti il cui vantaggio conoscitivo non si lega all’esercizio di un’attività lavorativa, professione, funzione o ufficio ⁽⁴⁹⁾ e a tale scopo impiega un concetto di informazione privilegiata eterogeneo rispetto a quello sancito nell’art. 181, poiché l’influenza sui prezzi degli strumenti finanziari qui si lega non alla divulgazione di tale informazione ma alla realizzazione del fatto criminoso. A sua volta, tale fatto criminoso può indifferentemente consistere in un attacco terroristico come pure, ad esempio, nel progetto di porre in essere un falso in bilancio, una corruzione o un’evasione fiscale idonee a provocare, con la loro realizzazione, una sensibile alterazione delle quotazioni dei titoli interessati. Il solo limite alla configurabilità della fattispecie è costituito dall’esigenza che ricorra uno sfruttamento borsistico dell’informazione ovviamente ulteriore alla commissione del reato e che tale informazione abbia ad oggetto la previsione degli effetti di mercato conseguenti al reato stesso; donde l’esclusione dei casi in cui il profitto dell’agente discenda proprio dalla condotta illecita, come avviene nella manipolazione di mercato ⁽⁵⁰⁾.

speculative al ribasso sui titoli di compagnie aeree che sarebbero poi state coinvolte nel disastro, su alcuni titoli assicurativi e su due banche d’affari aventi sede nelle *Twin Towers*; inoltre, a fronte di una situazione tendenzialmente stazionaria degli indici di borsa nel periodo dal 4 al 10 settembre, i volumi delle vendite di *future* erano cresciute in alcuni casi di oltre il 100%. Le indagini esperite dalle autorità statunitensi non hanno però condotto ad alcun risultato [per tutti, M.I. Steinberg, *The Sec and the Securities Industry Respond to September 11*, in *International Lawyer*, 2002 (36), p. 131 ss.].

⁽⁴⁹⁾ Sul punto, F. Mucciarelli, (nota 5), p. 1472, evidenzia come l’art. 184, comma 2, provveda a colmare una lacuna, derogando al principio che non si può essere *insider* di sé stessi e incriminando il “produttore” dell’informazione privilegiata. Va tuttavia precisato che la formulazione della norma è tale da consentire la sua configurabilità anche rispetto al concorrente nel reato e a qualsiasi terzo che abbia avuto notizia della sua preparazione o esecuzione.

⁽⁵⁰⁾ Cfr. Corte di Giustizia CE, 10 maggio 2007, causa C-391/04, in *Dir. e prat. soc.*, 2007, n. 13, p. 62 ss., commentata da S. Frazzani. Dinanzi alla questione pregiudiziale se, alla stregua della direttiva n.

Stabilito che, nell'ipotesi in esame, l'attribuzione della qualità di *insider* primario avviene sulla base di un dato estrinseco alla posizione o al ruolo dell'agente e al suo vincolo di riservatezza e pertanto disallineato rispetto alle ragioni cui si lega tale qualifica⁽⁵¹⁾, occorre notare come l'espressione "preparazione", in senso tecnico, sia riferibile alla fase precedente l'inizio di un tentativo punibile, giungendo fino alla mera ideazione del proposito criminoso. La soluzione che attribuisce rilievo già alla *nuda cogitatio* risulta però assurda oltre che viziata da insanabile indeterminatezza, consentendo di ravvisare un'informazione privilegiata prima ancora che taluno abbia proceduto ad una qualsiasi esteriorizzazione del progetto. Da qui muove l'esigenza di intendere il termine "preparazione" – in conformità al disposto dell'art. 181, comma 2, lett. a) – come organizzazione o predisposizione di mezzi che abbia raggiunto uno stadio tale da rendere la verifica dell'evento ragionevolmente prevedibile.

(b) Spostando l'attenzione sullo *scalping*, esso designa la condotta di colui che rilascia raccomandazioni su uno o più strumenti finanziari attraverso un qualsiasi mezzo di comunicazione e subito dopo profitta del movimento dei prezzi innescato dalla sua condotta vendendo i titoli da lui detenuti.

Invero, ferma restando la scorrettezza insita in tale fenomeno alla luce dell'omessa dichiarazione del conflitto di interessi in cui versa l'autore della raccomandazione, con il connesso pericolo che il contenuto dell'opinione espressa sia asservito al fine speculativo, appare problematica la sua sussunzione nell'ambito degli illeciti di borsa.

Quanto all'abuso di informazioni privilegiate, a prima vista potrebbe rilevarsi che tra l'intenzione di realizzare un'attività delittuosa e quella di rivendere i titoli detenuti, "catturando" il differenziale di prezzo provocato dalla diffusione della raccomandazione, non sussistono significative differenze e pertanto è possibile una comune valutazione in termini di illiceità. In entrambi i casi, infatti, l'informazione di cui si tratta attiene agli effetti causati dalla realizzazione della propria condotta, che l'agente è in grado di prevedere. Nondimeno, tale parallelismo è solo apparente, giacché rispetto allo *scalping* la configurabilità dell'illecito in esame risulta preclusa da ragioni strutturali.

89/592/Cee, "i principali azionisti e i membri del consiglio di amministrazione di una società, qualora concordino di effettuare tra loro transazioni di borsa su valori mobiliari di tale società al fine di sostenerne artificialmente il corso, dispongono di un'informazione privilegiata che sfruttano consapevolmente quando realizzano le dette transazioni", la Corte ha ritenuto che gli *insiders* detenevano effettivamente un'informazione privilegiata, ma non la sfruttarono in quanto la reciprocità delle loro operazioni li poneva su un piano di parità, impedendo che taluno potesse ricavare un vantaggio in danno degli altri. La medesima soluzione poteva peraltro essere raggiunta attraverso il principio generale, recepito dall'11° *considerando* della direttiva n. 89/592/Cee (*retro*, nota 33), che consente anche di evitare che ogni illecito di manipolazione del mercato realizzato mediante acquisto o vendita di strumenti finanziari integri automaticamente un abuso di informazioni privilegiate.

⁽⁵¹⁾ Conf. R. Zannotti, (nota 10), p. 408, il quale evidenzia la sfasatura tra il concetto di abuso riferito al legittimo detentore dell'informazione privilegiata ovvero a chi l'abbia acquisita mediante un'attività illecita.

A ben vedere, nel caso del *criminal insider* l'abuso di informazioni privilegiate si consuma con l'esecuzione dell'ordine di acquisto o di vendita degli strumenti finanziari, rispetto al quale il possesso della conoscenza assume il ruolo di antecedente cronologico e di presupposto causale: nello *scalping* – anche trascurando l'ipotesi che l'agente detenga gli strumenti finanziari e solo dopo prenda corpo in lui la decisione di effettuare la raccomandazione – la dinamica dei fatti risulta però invertita, con la conseguente impossibilità di ravvisare la consumazione sia nell'acquisto dei titoli in vista della successiva raccomandazione, trattandosi di una mera intenzione non ancora esteriorizzata, sia nella successiva loro vendita, non sussistendo più un'informazione destinata alla pubblicazione. Invero, il disvalore dello *scalping* risiede per intero nel conflitto di interessi che muove l'agente a raccomandare l'acquisto dei valori da lui detenuti e che egli rivende subito dopo: elemento, questo, destinato a restare fuori dalla condotta tipica dell'abuso di informazioni privilegiate e in grado, da solo, di rivelare la profonda divergenza intercorrente tra i due fenomeni in esame ⁽⁵²⁾.

La soluzione non muta rispetto agli illeciti di manipolazione del mercato. Nelle ipotesi in cui la raccomandazione sia presentata come tale, cioè come una mera opinione o un consiglio, essa si sottrae infatti al giudizio di verità o falsità caratterizzante le notizie, così precludendo la configurabilità del reato di cui all'art. 185 t.u.f.; d'altra parte, a escludere la possibilità di rinvenire nel fatto un "artificio" ovvero una "informazione o voce falsa o fuorviante" nel senso dell'art. 187-ter t.u.f., sta la considerazione che l'intenzione di rivendere in borsa i titoli detenuti, subito dopo la diffusione della raccomandazione, costituisce un elemento incapace di rendere artificiosa o fuorviante la precedente condotta, il cui oggetto e contenuto non possono assumere una valenza illecita solo in base al conflitto di interessi che inquina (*rectius*, può inquinare) la raccomandazione.

Deve però registrarsi che il legislatore comunitario e la Consob sono di diverso avviso: l'allegato 3 del Regolamento Mercati (emanato dalla Consob con delibera 29 ottobre 2007, n. 16191), riprendendo la corrispondente previsione dell'art. 1 n. 2 della direttiva n. 2003/6/Ce, pone come esempio di manipolazione del mercato, integrante l'art. 187-ter t.u.f., "l'utilizzo occasionale o regolare di mezzi di informazione tradizionale o elettronici per diffondere una valutazione su uno strumento finanziario (o indirettamente sul suo emittente) dopo aver precedentemente preso posizione sullo strumento finanziario, beneficiando di conseguenza dell'impatto della valutazione diffusa sul prezzo di detto strumento, senza avere allo stesso tempo comunicato al pubblico, in modo corretto

⁽⁵²⁾ Sul punto, sia consentito un rinvio a S. Seminara, *Insider trading*, (nota 21), p. 193 ss. Nella dottrina tedesca, ove il problema è stato ampiamente dibattuto, per l'estraneità dello *scalping* all'illecito di *insider trading* vd. J. Eichelberger, *Scalping - ein Insiderdelikt?*, in *Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht*, 2003, p. 2124; K. Volk, *Die Strafbarkeit von Absichten im Insiderhandelsrecht*, in *Betriebs-Berater*, 1999 (2), p. 66 ss.; Id., *Scalping strafbar?*, in *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht*, 1999, p. 787 ss. Un orientamento prevalente si era però pronunciato per la tesi contraria (per tutti, U.H. Schneider - U. Burgard, *Scalping als Insiderstraftat*, in *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht*, 1999, p. 381 ss.), a sua volta respinta dalla giurisprudenza (cfr. LG Frankfurt a.M., 9 novembre 1999, in *NJW*, 2000, p. 301; OLG Frankfurt a.M., *ivi*, 2001, p. 982; LG Stuttgart, 30 agosto 2002, in *Wistra*, 2003, p. 153).

ed efficace, l'esistenza di tale conflitto di interessi" ⁽⁵³⁾. In sostanza, indipendentemente dalla correttezza e dalla serietà della raccomandazione, che può procurare anche un profitto a colui che la riceve, la presenza di un conflitto di interessi dovrebbe valere a trasformarla in un "artificio idoneo a fornire indicazioni false o fuorvianti in merito all'offerta, alla domanda o al prezzo di strumenti finanziari" (art. 187-ter, comma 3, lett. d): e tale risultato – conviene ribadirlo – si determina alla luce non del contenuto della condotta, bensì in forza di un elemento estrinseco e incapace di conferire ad essa una natura presuntivamente artificiosa.

Questa soluzione, priva di coerenza già nel contesto della stessa direttiva n. 2003/6/Ce ⁽⁵⁴⁾, conduce ad una deflagrazione semantica del concetto di informazione finanziaria, contribuendo a precludere una sua rigorosa definizione ed evocando piuttosto l'idea di un caleidoscopio che rinvia all'osservatore immagini diverse a seconda dell'angolo visuale.

5. *La determinatezza delle sanzioni minacciate dagli artt. 184 e 187-bis e dagli artt. 114 e 193 t.u.f.* – All'atto della sua introduzione nel nostro ordinamento giuridico, con l'art. 2 l. n. 157 del 1991, la fattispecie di abuso di informazioni privilegiate era sanzionata, nell'ipotesi base, con la reclusione fino ad un anno e la multa da dieci a trecento milioni

⁽⁵³⁾ A questa soluzione è approdata anche la dottrina tedesca, sulla scia di BGH, 6 novembre 2003, in *Wistra*, 2004, p. 109, secondo cui una raccomandazione motivata dal fine di *scalping* costituisce manipolazione anche se in sé fondata sulla base del giudizio di un esperto: per tutti, J. Eichelberger, *Das Verbot der Marktmanipulation (§ 20a WpHG)*, Berlin, 2006, p. 316 s.; J. Vogel, § 20a, in *Wertpapierhandelsgesetz Kommentar*, (nota 8), *Rdn.* 191; Id., *Scalping als Kurs- und Marktpreismanipulation*, in *NStZ*, 2004, p. 252 ss.; con talune perplessità, H. Kudlich, *Börsen-Gurus zwischen Zölibat und Strafbarkeit - Scalping als Straftat?*, in *JR*, 2004, p. 191 ss.; crit. K. Gaede - T. Mühlbauer, *Wirtschaftsstrafrecht zwischen europäischem Primärrecht, Verfassungsrecht und der richtlinienkonformen Auslegung am Beispiel des Scalping*, in *Wistra*, 2005, p. 9 ss. È da notare che in Germania il § 20a WpHG sanziona al comma 1, n. 3, condotte di inganno idonee a influenzare i prezzi degli strumenti finanziari, mentre il § 4, comma 3 n. 2, della *Verordnung zur Konkretisierung des Verbotes der Marktmanipulation* (MaKonV) sancisce il medesimo principio affermato dall'allegato 3 del nostro Regolamento Mercati.

⁽⁵⁴⁾ L'art. 1 n. 2 della direttiva n. 2003/6/Ce inserisce lo *scalping* tra le manipolazioni di mercato sulla base delle "definizioni centrali riportate alle lettere a), b) e c)", l'ultima delle quali – che è la sola qui rilevante – concerne la diffusione di informazioni "che forniscano, o siano suscettibili di fornire, indicazioni false ovvero fuorvianti in merito agli strumenti finanziari". Sotto tale profilo può comprendersi Cass., 16 marzo 2006, Labella, in *Le società*, 2007, p. 621, con nota di M. Miedico, *La manipolazione del mercato: illecito penale o illecito amministrativo?*, secondo cui l'art. 187-ter t.u.f. "non è riferibile a condotte qualificabili *lato sensu* come «truffaldine» o «artificiose», in quanto realizza una tutela anticipata, attraverso la minaccia di sanzioni amministrative che colpiscono singole condotte astrattamente in grado di produrre un «disturbo» dei mercati finanziari" (per ulteriori commenti alla sentenza, E. Amati, *La disciplina della manipolazione del mercato tra reato ed illecito amministrativo. Primi problemi applicativi*, in *Giur. comm.*, 2006, II, p. 991 ss.; M.B. Magro, *Le manipolazioni di mercato tra illecito penale e illecito amministrativo*, in *Cass. pen.*, 2007, p. 61 ss.; nel senso di radicare esclusivamente sull'elemento psicologico la differenza tra le due fattispecie vd. invece M. Vizzardi, *Manipolazione del mercato: un "doppio binario" da ripensare?*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 2006, p. 729 s.).

di lire, che poteva essere aumentata fino al triplo quando, per la rilevante gravità del fatto, apparisse inadeguata anche se applicata nel massimo. I commi 3 e 7 prevedevano inoltre un raddoppiamento delle pene nelle ipotesi di violazione, rispettivamente, da parte degli azionisti di controllo, amministratori, liquidatori, direttori generali, dirigenti, sindaci e revisori dei conti, ovvero Ministri e Sottosegretari di Stato, che avessero agito dopo la convocazione del consiglio di amministrazione o di organo equivalente, ovvero del Consiglio dei Ministri o di un comitato interministeriale, al fine di deliberare su operazioni *price sensitive* o adottare provvedimenti idonei a influenzare sensibilmente i corsi.

In seguito alla riformulazione del reato avvenuta con l'art. 180 t.u.f., che prevedeva anche ad eliminare le circostanze aggravanti, la sanzione consisteva nella reclusione fino a due anni e nella multa da venti a seicento milioni di lire, con facoltà del giudice di aumentare la multa fino al triplo quando, per la rilevante offensività del fatto, le qualità personali del colpevole o l'entità del profitto, essa risultasse inadeguata anche se applicata nel massimo.

Con l'art. 9, comma 2, lett. a), l. 18 aprile 2005, n. 62, che ha recepito la direttiva n. 2003/6/Ce sostituendo il capo IV del titolo I del t.u.f., al reato in esame è stato affiancato un illecito amministrativo integralmente coincidente salvo che per l'ulteriore previsione della condotta dell'*insider* secondario, il primo sanzionato con la reclusione da uno a sei anni e la multa da euro ventimila a tre milioni e il secondo punito con una sanzione amministrativa pecuniaria di importo eguale alla multa ed entrambi suscettibili di un aumento della multa o della sanzione amministrativa pecuniaria fino al triplo o fino al maggiore importo di dieci volte il prodotto o il profitto quando, per la rilevante offensività del reato, ovvero per le qualità personali del colpevole o per l'entità del prodotto o del profitto conseguito dal reato o dall'illecito, essa appare inadeguata anche se applicata nel massimo.

Questo inasprimento repressivo, corredato da una confisca penale e amministrativa e da sanzioni interdittive, ha trovato il suo culmine nell'art. 39, commi 1 e 3, l. 28 dicembre 2005, n. 262, che, disponendo un generalizzato aumento delle sanzioni penali e amministrative previste nel t.u.f. – senza l'accortezza di escludere quelle introdotte appena otto mesi prima –, ha condotto alle attuali cornici edittali, che per l'art. 184 consistono nella reclusione da due a dodici anni e nella multa da ventimila a tre milioni di euro e per l'art. 187-*bis* nella sanzione amministrativa da centomila a quindici milioni di euro, con facoltà per il giudice – come si è già rilevato – di aumentare la multa e la sanzione amministrativa fino al triplo o fino al maggiore importo di dieci volte il prodotto o il profitto ⁽⁵⁵⁾.

⁽⁵⁵⁾ L'art. 39 l. n. 262 del 2005 dispone che le sanzioni “sono raddoppiate entro i limiti posti per ciascun tipo di pena dal libro I, titolo II, capo II, del codice penale”. Risultando però la multa prevista dall'allora vigente art. 184 t.u.f. già assai più elevata dei limiti posti dall'art. 24 c.p., una parte della dottrina ha ritenuto di raddoppiare anche tale sanzione, che oscillerebbe quindi tra un minimo di quarantamila e un massimo di sei milioni di euro (così R. Zannotti, nota 10, p. 397), mentre un condivisibile orientamento prevalente è nel senso di ammettere l'aumento solo rispetto alle fattispecie che prevedevano pene

Alla luce di tali previsioni – anche evitando di considerare la loro duplicazione in illecito penale e amministrativo –, l'abuso di informazioni privilegiate, insieme alla manipolazione di mercato, costituisce il fatto in assoluto più gravemente sanzionato all'interno del diritto penale finanziario, con una manifesta sproporzione rispetto sia alla lesività della condotta che al bene giuridico tutelato. Va poi da sé lo stridente contrasto tra una siffatta scelta repressiva e le miti pene minacciate nell'ambito del diritto penale societario. Breve: come dimostra anche la comparazione con gli altri Stati dell'Unione europea, le sanzioni contenute negli artt. 184 e 187-*bis* si rivelano prive di ogni intrinseca ragionevolezza ⁽⁵⁶⁾.

Tale illegittimità si accresce sotto due distinti profili. Il primo concerne l'eccessiva divaricazione tra il limite minimo e il limite massimo della pena sia detentiva che pecuniaria, che impedisce di commisurare la sanzione alla luce del disvalore ravvisato dal legislatore attraverso la tipizzazione del fatto, così da rendere soltanto apparente la predeterminazione normativa della misura della pena e da trasformare in arbitrario il potere discrezionale del giudice ⁽⁵⁷⁾.

Il secondo profilo attiene per un verso alla circostanza aggravante prevista dai commi 3 e 5 rispettivamente degli artt. 184 e 187-*bis*, che non si limita all'entità del prodotto o del profitto conseguito dal reato (ciò che sarebbe stato ancor più ragionevole se accompagnato dalla previsione che in ogni caso la sanzione non può risultare ad esso inferiore), ma qualifica come cause di inasprimento della multa e della sanzione pecuniaria anche le qualità personali del colpevole, cioè un elemento inscindibile dalla commisurazione della pena base, con il rischio dunque di una sua doppia valutazione; per altro verso, riguarda l'estrema latitudine delle pene interdittive di cui agli artt. 186 e

pecuniarie inferiori ai confini indicati dall'art. 24 c.p. ed entro il limite da esso segnato (L. Foffani, nota 5, p. 714; C.E. Paliero, *La riforma della tutela penale del risparmio: continuità e fratture nella politica criminale in materia economica*, in *Corr. mer.*, 2006, p. 616).

⁽⁵⁶⁾ Conf. V. Napoleoni, (nota 5), p. 740 s.; già in riferimento alle originarie cornici edittali degli artt. 184 e 187-*bis*, A. Rossi, *Market abuse e insider trading: l'apparato sanzionatorio*, in *La responsabilità amministrativa delle società e degli enti*, 2006, pp. 85 e 90; limitatamente all'importo delle pene pecuniarie, C.F. Grosso, *Cinque anni di leggi penali: molte riforme (talune contestabili), nessun disegno organico*, in *Dir. pen. proc.*, 2006, p. 534. Vd. anche C. Manduchi, (nota 47), p. 3347; F. Mucciarelli, (nota 5), p. 1466; S. Seminara, *Nuovi illeciti penali e amministrativi nella legge sulla tutela del risparmio*, in *Dir. pen. proc.*, 2006, p. 563. Un quadro completo e aggiornato delle normative in tema di abuso di informazioni privilegiate vigenti negli Stati dell'Unione europea è rinvenibile in CESR, *Report on Administrative Measures and Sanctions as well as the Criminal Sanctions available in Member States under the Market Abuse Directive (MAD)*, 17 October 2007 (CESR/07-693); da tale documento si evince come una reclusione superiore a sette anni, il più spesso comunque alternativa alla multa, sia prevista per il reato base di abuso di informazioni privilegiate solo da Cipro, Repubblica Ceca, Irlanda, Lettonia, Malta, Polonia e Slovacchia mentre, tra gli Stati culturalmente e giuridicamente più vicini al nostro, la cornice di pena più severa si rinviene in Germania e consiste nella reclusione fino a cinque anni.

⁽⁵⁷⁾ Sul punto, Corte cost., 24 giugno 1992, n. 299, in *Giur. cost.*, 1992, p. 2257 ss. Per tutti, S. Corbetta, *La cornice edittale della pena e il sindacato di legittimità costituzionale*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 1997, p. 148 ss.; G. Fiandaca - E. Musco, *Diritto penale, pt. gen.*, Bologna, 2007⁵, p. 74; G. Marinucci - E. Dolcini, *Corso di diritto penale*, Milano, 2001³, p. 230 s.; D. Pulitanò, *Diritto penale*, Torino, 2007², p. 176 s.

187-*quater* che, anche per l'assenza di un loro necessario collegamento con la condotta vietata, sembrano dirette ad un'emarginazione lavorativa del colpevole connotata in senso esclusivamente afflittivo ⁽⁵⁸⁾.

Spostando l'attenzione sull'obbligo sancito dall'art. 114, comma 1, la sua violazione è sanzionata dall'art. 193 t.u.f., che in seguito alle modifiche apportate dall'art. 9, comma 1, lett. *n*), l. n. 62 del 2005 prevede una sanzione amministrativa pecuniaria da cinquemila a cinquecentomila euro. L'estrema ampiezza della forbice tra limite minimo e limite massimo qui si accompagna all'utilizzo di una tecnica indiscriminata del rinvio, tale che la cornice sanzionatoria in esame trova applicazione per le violazioni degli obblighi posti dagli artt. 114, 114-*bis*, 115, 115-*bis*, 154-*bis* e 154-*ter* t.u.f. e delle relative disposizioni regolamentari, senza spazio per valutazioni differenziate legate alla natura e al contenuto dei precetti o degli interessi specificamente tutelati e con il risultato di una delega pressoché in bianco alla Consob, non solo nell'introduzione degli obblighi ma anche nella fase della commisurazione della sanzione ⁽⁵⁹⁾. Ma v'è di più: se l'art. 193 t.u.f. si limita a sanzionare l'«inosservanza» degli obblighi, le comunicazioni false alla Consob in relazione ai doveri comunicativi sanciti dalle norme prima richiamate rendono configurabile l'art. 2638, commi 1 e 3, c.c., che prevede la reclusione da due a otto anni; e la medesima fattispecie trova applicazione ogni volta che i soggetti vigilati abbiano frapposto un ostacolo alle richieste di informazioni da parte dell'Autorità ⁽⁶⁰⁾.

⁽⁵⁸⁾ Più diffusamente F. Mucciarelli, *Primato della giurisdizione e diritto economico sanzionatorio: a proposito di market abuse*, in *Dir. pen. proc.*, 2006, p. 139 s.; S. Seminara, *Disposizioni comuni agli illeciti di abuso di informazioni privilegiate e di manipolazione del mercato*, *ivi*, 2006, p. 11 s.

⁽⁵⁹⁾ Per una critica a tali forme di “controllo mediante sanzione”, di dubbia compatibilità con l'art. 25 Cost., S. Seminara, *La tutela penale del mercato finanziario*, in C. Pedrazzi - A. Alessandri - L. Foffani - S. Seminara - G. Spagnolo, *Manuale di diritto penale dell'impresa*, Bologna, 1999², p. 526 ss.

⁽⁶⁰⁾ Vd. D. Notaro, *Art. 9 co. 1 lett. l*, in *Leg. pen.*, 2006, p. 51; S. Seminara, (nota 58), p. 21. La spirale repressiva raggiunge il suo culmine nell'ipotesi dei *market rumours*. L'art. 66, comma 8, RE impone agli emittenti, qualora il prezzo degli strumenti finanziari vari in misura rilevante rispetto all'ultimo prezzo del giorno precedente in conseguenza di notizie non “ufficiali” diffuse tra il pubblico concernenti la loro situazione economica o patrimoniale o finanziaria ovvero operazioni di finanza straordinaria, di pubblicare senza indugio un comunicato “circa la veridicità delle stesse notizie integrandone o correggendone ove necessario il contenuto, al fine di ripristinare la parità informativa”. A tale proposito, la comunicazione Consob n. DME/6027054, (nota 32), § 31, specifica che tale obbligo si configura sia nel caso di *rumours* e/o andamento irregolare del corso dei titoli, sia nel caso di fuga di informazioni rilevanti quando l'emittente non ha saputo garantirne la confidenzialità; nell'assenza di ulteriori prescrizioni, la Circolare Assonime n. 48/2006, (nota 17), § 3.3, p. 1136, desume che, “allo stato, non si prevede che la società possa limitarsi a un «no comment» in presenza di *rumours*: l'obbligatoria pubblicazione di un comunicato da parte dell'emittente rischia però di essere fuorviante per il mercato e pregiudizievole per l'emittente stesso”. Alla stregua della prospettiva delineata, dunque, sia che all'ente possa rimproverarsi una divulgazione selettiva a terzi non vincolati da doveri (legali, regolamentari, statutari o contrattuali) di riservatezza, sia in presenza di *market rumours* in nessun modo riconducibili o imputabili a un difetto di diligenza dell'ente stesso, in ogni caso esso sarebbe obbligato a comunicare al pubblico le informazioni privilegiate in suo possesso, anche quando ne derivi la totale perdita delle opportunità di profitto connesse ad un'operazione non conclusa (ad es., per la mancata stipula del contratto o per il non avvenuto ottenimento del brevetto); qualora invece l'emittente neghi la sussistenza di tali informazioni in un proprio comunicato alla Consob e al pubblico, dovrebbero configurarsi i reati di cui agli artt. 2621 o 2622 c.c., 2638 c.c. e

Come si vede, la tutela della trasparenza del mercato, affidata a disposizioni genericamente formulate e destinate a sovrapporsi, ha innescato un vortice repressivo privo di ogni proporzionalità e ragionevolezza.

Una considerazione finale. A differenza che nel reato di abuso di informazioni privilegiate, il cui precetto impone un'astensione dall'utilizzazione di un vantaggio conoscitivo precluso alla generalità degli investitori, di cui l'agente deve essere consapevole, l'obbligo di informativa continua è strutturato come un comando di azione punito a titolo doloso e colposo, la cui violazione espone non solo ad una responsabilità risarcitoria nei confronti degli investitori danneggiati ma anche ad una gravosa sanzione pecuniaria. La costruzione di questa posizione di garanzia degli emittenti in ordine alla propria trasparenza rivela però confini assai incerti poiché, come riconosce la Consob, "l'art. 114, comma 1, del tuf – rinviando all'art. 181 del tuf che indica in astratto i caratteri che qualificano un complesso di circostanze o un evento come rilevante perché *price sensitive* – affida ai soggetti interessati l'individuazione in concreto di tali fattispecie" ⁽⁶¹⁾: il pericolo, come si vede, è rappresentato dall'elevato margine di discrezionalità caratterizzante la valutazione dapprima del destinatario del precetto e quindi dell'organo competente a irrogare la sanzione.

6. *Linee conclusive dell'indagine.* – Le considerazioni svolte hanno posto in luce le differenze che intercorrono, ad onta della comune definizione, tra l'informazione privilegiata rilevante ai fini dell'obbligo di divulgazione posto a carico degli emittenti e quella che costituisce oggetto del divieto di *insider trading*. Inoltre, anche attraverso l'esame dell'art. 114 e del relativo regolamento di attuazione, è stata evidenziata la sostanziale indeterminazione che affligge la definizione dell'informazione privilegiata, tanto nella prospettiva dell'obbligo degli emittenti quanto in rapporto al precetto penale e amministrativo in tema di *insider trading*. Infine, hanno costituito oggetto di censura, anche qui sul piano della determinatezza, le troppo ampie e, specie rispetto all'abuso di informazioni privilegiate, troppo severe sanzioni.

Tali conclusioni, salvo che per il profilo sanzionatorio che costituisce una peculiarità della normativa italiana, trovano riscontro negli esiti cui è recentemente approda-

185 t.u.f. Un siffatto esito, nella sua inusitata e irragionevole durezza, non trova riscontro nell'art. 114 t.u.f. e neppure sul piano comunitario e nella normativa di altri Stati dell'Unione europea, ove il problema in esame viene affrontato nell'ambito dell'istituto del ritardo e l'obbligo di comunicazione al pubblico risulta legato ad una violazione della riservatezza ascrivibile all'emittente. Così, in Germania, gli *Emittentenleitfaden*, (nota 40), p. 56, § IV.3.3, consentono all'emittente, se in grado di escludere che si sia verificata una fuga di notizie dal suo interno, di proseguire il ritardo della comunicazione al pubblico, limitandosi ad un «no comment»; mentre ESME Report, *Market abuse EU legal framework and its implementation by Member States: a first evaluation*, Bruxelles, 6 luglio 2007, § 3.1, afferma che "un generale obbligo di rivelare informazioni in risposta ai *rumours* potrebbe compromettere l'esito di operazioni progettate: in principio, è fatto obbligo agli emittenti di rivelare le informazioni solo se i *rumours* forniscono la prova di una «violazione della confidenzialità» ai sensi dell'art. 6, comma 3" della direttiva n. 2003/6/Ce.

⁽⁶¹⁾ *Comunicazione* della Consob n. DME/6027054, (nota 32), § 4.

to il *European Securities Markets Expert Group*, che – valutando la definizione unitaria di informazione privilegiata come “un fondamentale difetto della direttiva”, in grado di “incrementare sia la manipolazione del mercato che l’*insider trading*” – suggerisce una modifica volta a specificare i presupposti in presenza dei quali insorge l’obbligo di divulgazione da parte degli emittenti o si rende ammissibile un suo ritardo e propone a tale riguardo una più precisa definizione del criterio del ragionevole investitore, che potrebbe identificarsi nell’investitore professionale ⁽⁶²⁾.

Come si vede, il cantiere dei lavori resta aperto nonostante l’affannoso susseguirsi di direttive di primo e secondo livello, di regolamenti comunitari e di linee guida del Cesr. La situazione è purtroppo ben nota alla dottrina penalistica, che a partire dal d.lgs. 11 aprile 2002, n. 61, assiste a continue e improvvise riforme del sistema societario e finanziario: solo la forza di una disillusa ragione impone di formulare l’auspicio che l’obiettivo della trasparenza del mercato venga perseguito dal legislatore italiano ed europeo con una maggiore sensibilità per il principio di determinatezza.

⁽⁶²⁾ ESME Report, (nota 60), § 3.1 ss. Nel documento si osserva come sussistano ampie divergenze nel recepimento delle direttive da parte delle Autorità di vigilanza, il cui più chiaro esempio è offerto dalle negoziazioni *in itinere*: “In alcuni Stati (ad esempio l’Italia, art. 66 del Regolamento emittenti della Consob), un obbligo di pubblicare informazioni *inside* non si ritiene insorga per ciascuno stadio di una procedura complessa (ad esempio, in caso di negoziazioni precedenti la conclusione di un contratto), essendo riferito solo all’esito finale del processo: per il conseguimento di tale risultato, si fa un uso «strumentale» dell’art. 2.2 della direttiva n. 2003/124/Ce”.