

Sergio Seminara

## **Crisi finanziaria e disorientamenti etici e giuridici**

Tutto cominciò negli Stati Uniti con i mutui *subprime*, mutui immobiliari concessi a soggetti di scarsa affidabilità economica (diversi appunto dai clienti solvibili, denominati come *prime*) e cartolarizzati dalle banche mediante cessione a speciali società-veicolo che avevano emesso obbligazioni (denominate *asset-backed-securities* o Abs) garantite da quei mutui. Se agli inizi del 2007 l'importo complessivo dei mutui *subprime* ammontava a circa mille miliardi di dollari, le Abs collocate sul mercato e ad essi legate presentavano già un valore più che doppio; ma le stesse Abs sui mutui diedero poi vita a nuove obbligazioni (*collateralized debt obligations* o Cdo) garantite dalle prime e i Cdo si moltiplicarono in nuove obbligazioni ancora e poi in derivati (*credit default swap*), per importi assai superiori a quelli degli originari mutui *subprime*. Non solo: le banche avevano creato società-veicolo (c.d. *Conduit* e *Siv*) che si finanziavano sui mercati di obbligazioni a brevissima scadenza (c.d. *commercial paper*) per acquistare *bond* a scadenza più lunga, vincolati ai mutui immobiliari. L'improvvisa frenata del mercato immobiliare statunitense, dovuta all'aumento dei tassi di interesse, avviò l'inizio della fine: i *commercial paper* legati ai mutui immobiliari non trovarono più acquirenti e i *Conduit* e i *Siv*, non essendo in grado di rimborsarli, dovettero ricorrere alle banche di riferimento; gli Abs, i Cdo e tutti i derivati collegati persero di valore, il mercato obbligazionario entrò in paralisi, le borse infine crollarono. Siamo nell'agosto 2007 e quella finanza che aveva creato tanta ricchezza lasciava sul campo le fortune accumulate da pochi e un enorme impoverimento collettivo.

L'attuale crisi dei mercati finanziari parte dunque da lontano e di essa non si scorgono né la precisa portata né la conclusione. Dopo l'esplosione del mercato dei derivati, la cui definizione come «armi finanziarie di distruzione di massa» (Warren Buffett) si è rivelata drammaticamente rispondente al vero, nelle prime sedute borsistiche di gennaio 2009 sembrava dovesse avviarsi una ripartenza; la pubblicazione dei dati sull'andamento del mercato del lavoro negli Stati Uniti ha provocato però una reazione negativa che ha condotto le quotazioni del mercato ai minimi dello scorso mese di novembre.

Le *performance* delle varie borse mondiali evidenziano che, nell'anno passato, la loro capitalizzazione si è ridotta mediamente di oltre il 50%; un giustificato pessimismo ha preso il sopravvento nelle valutazioni degli analisti e i mercati temono quotidianamente l'annuncio di nuove funeste notizie (al momento in cui si scrive, l'ultima per l'Europa in tema di banche riguarda la *Royal Bank of Scotland*, crollata sul listino del 66% subito dopo l'annuncio di una perdita di 28 miliardi di sterline per il 2008; quanto agli Stati Uniti, il caso più recente concerne la *First Centennial Bank* californiana, che costituisce il terzo fallimento dall'inizio del 2009, dopo i venticinque dell'anno precedente) e affidano le proprie speranze a piani di intervento statale. I c.d. titoli "tossici", abbagliante allegoria di un sistema in grado di inventare una ricchezza finanziaria assai

maggiore di quella consentita dall'economia reale e che poi ha dimostrato la propria virtualità, non appaiono di facile individuazione neppure per coloro che li hanno maneggiati con grandi profitti. Emblematiche, a questo proposito, le vicende di *Bank of America* e *Citigroup*: la prima, dopo avere "salvato" mediante un assorbimento Merrill Lynch, trionfalmente annunciando la nascita della più grande organizzazione nel mondo per la gestione patrimoniale, ha dichiarato una perdita nell'ultimo trimestre per 1,8 miliardi di dollari e ha chiesto al Tesoro statunitense un finanziamento per 20 miliardi e ulteriori garanzie per assetti "sospetti" pari a 118 miliardi; la seconda, pochi giorni dopo avere fornito al mercato ampie rassicurazioni sulla propria solidità e liquidità, ha ricevuto aiuti statali per importi ancora maggiori di quelli ora indicati, chiudendo il trimestre con perdite per 8,2 miliardi di dollari e varando un piano di ristrutturazione che prevede lo scorporo dei settori più esposti alla crisi finanziaria.

Il funzionamento dei mercati finanziari dipende dalla fiducia degli investitori, le cui scelte allocative sono in funzione della redditività ma anche delle garanzie offerte in tema di corretta determinazione e stabilità dei prezzi. «Un mercato finanziario integrato ed efficiente – affermava il secondo *considerando* della direttiva 28 gennaio 2003, n. 2003/6/Ce, che ha introdotto la nuova disciplina degli abusi di mercato – non può esistere senza che se ne tuteli l'integrità. Il regolare funzionamento dei mercati mobiliari e la fiducia del pubblico nei mercati costituiscono fattori essenziali di crescita e di benessere economico».

L'attuale situazione congiunturale, che si ripercuote sulla ricchezza collettiva e individuale evidenziando con drammatica chiarezza gli interessi coinvolti, ha fortemente incrinato i parametri del regolare funzionamento dei mercati e della fiducia del pubblico. E se anche ottimisticamente v'è chi rileva una ciclicità delle bolle speculative, occorre riconoscere che, questa volta, la crisi verificatasi ha una natura sistemica e strutturale che impone un'efficace prevenzione delle cause che le hanno consentito di manifestarsi; ma di una seria e compiuta riflessione in chiave riformistica non si colgono ancora indicazioni né decise né precise, a livello sia nazionale che sovranazionale.

Sul piano sovranazionale, è assodato il ruolo rivestito da una finanza c.d. creativa svolta soprattutto da banche che, reciso ogni rapporto con la loro originaria funzione creditizia e di raccolta del risparmio e celebrando il mito del ritorno sul patrimonio (roe) in assoluto dispregio dei principi di solidità patrimoniale, hanno creato e manovrato strumenti finanziari assumendo immani rischi senza copertura e in presenza di permanenti conflitti di interesse; rispetto a tale problema, non si scorgono all'orizzonte incisivi disegni riformistici.

Parimenti nebulosa appare la situazione delle agenzie di *rating*, entità non regolamentate i cui campanelli di allarme hanno troppo spesso suonato quando il disastro per gli investitori era ormai divenuto irreparabile, così evidenziando lo scarto tra l'importanza assegnata dal mercato al loro giudizio e l'inadeguatezza del ruolo segnalatico da esse svolto. Attualmente, una proposta di regolamento presentata al Consiglio e al Parlamento europeo nel novembre 2008 prevede la registrazione delle agenzie di *rating* operanti in Europa, l'applicazione di una serie di misure idonee ad evitare conflitti di interesse, l'obbligo di adottare sistemi di controllo interno intesi ad assicurare l'indipendenza nelle valutazioni e di indicare le metodologie utilizzate per i propri giudizi, sotto il controllo di un'Autorità. Troppo tardi – verrebbe da dire, considerando che

il problema delle oligopolistiche agenzie (tre delle quali si dividono il 95% del mercato mondiale) si è affacciato sulla scena già in occasione degli scandali Enron e Parmalat – e anche troppo poco, ove si pensi che sostanzialmente la disciplina tende a ricalcare quella dei revisori contabili senza però richiamare né i loro poteri-doveri in ordine all’acquisizione delle informazioni e alla correttezza delle valutazioni emesse né le loro responsabilità (si aggiunga che i revisori sono nominati ufficialmente dalla società che rende noti anche i compensi corrisposti, mentre l’agenzia di *rating* stipula con il cliente un contratto privato e gli fornisce un giudizio che solo l’interessato decide se rendere noto).

Sul piano nazionale la situazione non è diversa, poiché le riforme introdotte nel 2005 per rafforzare la trasparenza delle società commerciali hanno trovato un riscontro limitato nella realtà. Intendiamoci: sul piano delle responsabilità penali le pene sono state raddoppiate, sono state introdotte nuove fattispecie criminose, è stato ampliato il catalogo dei reati presupposto per la responsabilità amministrativa della persona giuridica (<sup>1</sup>), è stata creata la figura del dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili societari, in attuazione della direttiva n. 2006/46/Ce sui conti annuali delle imprese è stato predisposto uno schema di decreto legislativo che accresce i compiti di verifica dei revisori contabili. Ma per quel che interessa realmente al risparmiatore, cioè l’effettivo corretto funzionamento del mercato, gli antichi vizi del capitalismo italiano sono rimasti pressoché intatti: si pensi solo agli intrecci azionari e agli incroci nei consigli di amministrazione (*interlocking directorates*), che un’indagine conoscitiva – dal titolo *La corporate governance di banche e compagnie di assicurazioni* – chiusa il 23 dicembre 2008 dall’Autorità garante della concorrenza e del mercato ha riscontrato rispettivamente nel 60,9% e nell’89,2% delle società quotate prese in esame, con le intuibili conseguenze in tema di gestione, competizione e stabilità che da tali concentrazioni possono derivare.

Gli spunti problematici ora accennati non coinvolgono in prima linea il sistema penale, a causa della sua natura solo accessoria rispetto alla normativa preposta a disciplinare il funzionamento dei mercati finanziari. Nondimeno, posto che il mercato è tale in quanto presidiato da regole e che la violazione di esse deve supporre l’inflizione di una sanzione, proviamo a passare in rassegna i problemi emersi a livello giudiziario rispetto ai più significativi reati finanziari, al fine di comprendere quale sia il livello di efficacia della legislazione penale di settore.

(A) La prima fattispecie criminosa che viene in considerazione è la manipolazione del mercato (per intenderci, il vecchio aggio) di tipo informativo, la cui violazione è stata recentemente affermata dal Tribunale di Milano nel procedimento relativo alle vicende della Parmalat.

Il processo si è svolto a Milano in quanto in tale città sono state materialmente rilasciate al pubblico le false informazioni distorsive del prezzo degli strumenti finanziari interessati, mentre il procedimento per bancarotta fraudolenta *ex art. 223 legge fall.* è radicato davanti al Tribunale di Parma, territorialmente competente alla luce della se-

---

<sup>1</sup> Per un nostro commento alle disposizioni penali della l. 28 dicembre 2005, n. 262, v. questa *Rivista*, 2006, 549 ss.

de legale della società. La comprensione a livello tecnico di questo sdoppiamento passa per il tramite dei differenti contesti in cui i rispettivi fatti hanno prodotto i propri effetti: nella bancarotta fraudolenta il reato ha una dimensione patrimoniale correlata ai creditori sociali, nella manipolazione il reato incide sui meccanismi di formazione dei prezzi sul mercato finanziario, inducendo distorsioni in cui l'inganno nei confronti degli investitori si aggiunge al pregiudizio per la corretta allocazione degli investimenti, con evidenti danni sia per le imprese concorrenti che per la stabilità del mercato stesso. Questa duplice incidenza delle false comunicazioni provenienti dalle società quotate è peraltro riconosciuta dallo stesso art. 2622 c.c. che, pur con una formula estremamente infelice, per le società quotate esclude la condizione di procedibilità della querela e prevede una sanzione più grave, ulteriormente inasprita nel caso di grave nocimento ai risparmiatori.

Solo per inciso è opportuno accennare ad un'anomalia della nostra legislazione. Confrontando gli artt. 2621 s. c.c. e 185 t.u.f., emerge che il reato di false comunicazioni sociali è tipizzato con requisiti assai più restrittivi che il reato di manipolazione: il primo richiede infatti un'alterazione «in modo sensibile» della rappresentazione della situazione patrimoniale, economica o finanziaria della società o del gruppo di appartenenza, mentre il secondo postula solo una concreta idoneità della notizia a provocare la sensibile alterazione del prezzo di strumenti finanziari; inoltre, il delitto *ex* art. 2622 c.c. è calibrato su un evento di danno patrimoniale per la società, i soci o i creditori, mentre il delitto di manipolazione è tipizzato nella forma del pericolo; ancora, l'elemento psicologico delle false comunicazioni sociali comprende dolo generico, specifico e intenzionale, mentre la manipolazione è integrata dal solo dolo generico. Alla stregua di queste notazioni, dovrebbe dunque ritenersi che le false comunicazioni sociali siano caratterizzate da un disvalore più pregnante delle condotte di manipolazione, laddove al contrario l'art. 185 t.u.f. minaccia una pena detentiva eguale nel minimo a quella prevista dal comma 4 dell'art. 2622 c.c. per l'ipotesi di «grave nocimento ai risparmiatori» ma, nel massimo, pari a esattamente il doppio di essa.

Tornando alle nostre riflessioni sull'attualità, è opportuno notare che il processo per manipolazione da poco conclusosi in Milano, relativo alla vicenda Parmalat, fra tutti gli scandali finanziari che hanno costellato l'economia italiana degli ultimi anni, rappresenta l'unico caso giunto a sentenza. Al di là dei meriti degli organi inquirenti e giudicanti milanesi e dei problemi di organico che affliggono invece altre Procure della Repubblica, è da chiedersi se per procedimenti così tecnicamente complessi e delicati, ove il clamore mediatico si associa ad un elevato numero di imputati e ad istanze punitive e risarcitorie da parte di migliaia di persone danneggiate, possano ancora seguirsi le regole ordinarie della procedura penale o se non convenga piuttosto pensare all'istituzione di uffici giudiziari specializzati su base almeno distrettuale, così da coniugare competenza e speditezza nella trattazione dei relativi processi.

(B) Restando sul reato di cui all'art. 185 t.u.f., la stampa specializzata ha ultimamente dato notizia di due processi per manipolazioni operative, entrambi in fase di svolgimento dinanzi al Tribunale di Milano, l'una avvenuta nel corso della tentata scalata di Unipol a BNL e l'altra avente ad oggetto l'acquisto di azioni della S.S. Lazio s.p.a. La singolarità dei procedimenti sta nel fatto che la Consob si è costituita parte civile solo per la concorrente imputazione di ostacolo all'esercizio delle funzioni dell'Autorità di vigilanza (art. 2638 c.c.) e non anche per il delitto *ex* art. 185 t.u.f.

In linea generale, considerando che la Consob è competente in via autonoma a giudicare per i fatti di manipolazione tipizzati dall'art. 187-ter t.u.f., in larga parte sovrapponibili a quelli penalmente sanzionati dall'art. 185, la costituzione di parte civile – come in dottrina è già stato rilevato – appare una distorsione logica e giuridica, che consente all'Autorità di essere giudice rispetto all'illecito amministrativo, con facoltà di condannare ad una sanzione pecuniaria da centomila a venticinque milioni di euro, e poi di costituirsi nel procedimento penale in relazione al medesimo fatto per chiedere, «a titolo di riparazione dei danni cagionati dal reato all'integrità del mercato, una somma determinata dal giudice, anche in via equitativa» (art. 187-undecies t.u.f.). Ora, nel caso che la Consob intervenga nel processo penale prima della definizione del procedimento amministrativo, al di là di ogni formalismo non si vede davvero come essa possa assicurare la sua necessaria terzietà; mentre, sul piano sostanziale, è difficile attribuire alla “riparazione” un fondamento autonomo rispetto alla sanzione comminata in via amministrativa.

Ma, tornando ai due processi in corso a Milano, il problema risulta diverso, poiché l'omessa costituzione di parte civile da parte della Consob, in assenza di procedimenti amministrativi avviati per gli stessi fatti (che potrebbero dunque non essere mai iniziati ovvero potrebbero essersi conclusi in via preliminare con un'archiviazione, restando in tal caso i relativi atti ignoti agli interessati e al pubblico), parrebbe sottendere una valutazione nel senso dell'insussistenza del reato.

Che la configurabilità degli artt. 185 e 187-ter t.u.f. si presti a diverse opinioni non può sorprendere, a causa delle formule estremamente vaghe che caratterizzano entrambi gli illeciti, la cui portata applicativa si è via via appesantita, dopo la direttiva di primo livello n. 2003/6/Ce, attraverso i successivi interventi comunitari e della Consob che, proprio per il loro espresso valore esemplificativo, stanno a denotare come si tratti di illeciti destinati a essere individuati nella prassi <sup>(2)</sup>.

Tuttavia, dinanzi ad una disparità di giudizi sul piano giuridico e su quello economico, sarebbe da attendersi una maggiore selettività sul versante penalistico, alla luce sia della naturale sussidiarietà del precetto penale che della tecnica di tipizzazione utilizzata per gli artt. 185 e 187-ter t.u.f. <sup>(3)</sup>. Comunque si concluderanno i due procedimenti penali, la difformità tra le valutazioni dell'Autorità giudiziaria e di quella amministrativa resta assai inquietante e getta un alone di indeterminatezza sia sul delitto che sull'illecito amministrativo, forse addirittura aprendo spazi per la configurabilità di un errore inevitabile ex art. 5 c.p.

---

<sup>2</sup> Ci si riferisce in particolare all'art. 4 direttiva 2003/124/Ce del 22 dicembre 2003, al regolamento 2273/2003 della Commissione del 22 dicembre 2003, alla comunicazione Consob n. DME/5078692 del 29 novembre 2005 e all'art. 43 e al relativo Allegato 3 del Regolamento Mercati adottato dalla Consob con delibera n. 16191 del 29 ottobre 2007.

<sup>3</sup> Cfr. Cass., 16 marzo 2006, Labella, 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» (in *Cass. pen.*, 2007, 61, con nota di M.B. Magro; in *Giur. comm.*, 2006, II, 991, con nota di E. Amati; in *Società*, 2007, 621, con nota di M. Miedico). Da ult., in riferimento all'art. 185 t.u.f., Id., sez. V, dep. 20 gennaio 2009, n. 2063, che esclude la possibilità di legare la natura artificiosa del mezzo in sé non illecito al solo fine di turbare il mercato, richiedendo che esso sia posto in essere artificialmente, cioè con modalità e circostanze di tempo e di luogo tali da alterare il normale gioco tra domanda e offerta.

(C) Dalla manipolazione del mercato all'abuso di informazioni privilegiate (art. 184 t.u.f.) il passo è breve.

Invero, andando oltre i casi costituiti dallo sfruttamento di notizie "tipiche" come l'imminente annuncio al mercato di un'offerta pubblica di acquisto, il c.d. *insider trading* risulta di agevole percezione concettuale fino al momento in cui lo si vuole seriamente approfondire. Già Armando Bartulli, che tra i penalisti fu il primo a studiare il problema lasciandoci scritti di insuperato valore, avvertiva tale pericolo; e il legislatore italiano – intervenuto ben tre volte (prima con la l. 17 maggio 1991, n. 157, poi con il d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 e infine con la l. 18 aprile 2005, n. 62) – si è fatto carico di dimostrarlo puntualmente, consegnandoci una normativa incentrata su una nozione di informazione privilegiata tanto prolissa quanto confusa.

La questione emersa proprio in questi giorni è però un'altra e precisamente concerne la consumazione del reato. Stando a quanto riferiscono i giornali, il 21 gennaio 2009 la Cassazione ha annullato una sentenza della Corte di Appello di Milano – che, confermando la pronuncia di primo grado, per un *buy back* di obbligazioni da parte della società emittente, prima che essa annunciasse al mercato il loro rimborso anticipato, aveva condannato il presidente e l'amministratore delegato – e ha disposto il rinvio degli atti alla Procura della Repubblica bolognese in quanto in Bologna erano gli uffici della banca che avevano proceduto ad annotare l'acquisto degli strumenti finanziari.

Invero, essendo il delitto di cui all'art. 184 t.u.f., nella specie contestata agli imputati, tipizzato come un fatto di acquisto, la Suprema Corte avrebbe dunque ritenuto che l'annotazione da parte dell'intermediario rivesta un valore costitutivo e che fino a tale momento sia pertanto configurabile solo un tentativo. Dinanzi a una siffatta ricostruzione, che recepisce uno schema comune ai reati contro il patrimonio, occorre tuttavia rilevare che alla categoria è estraneo l'abuso di informazioni privilegiate che, come evidenzia la sua stessa denominazione, presenta un disvalore radicato sullo sfruttamento di un vantaggio conoscitivo, ove il profitto è estraneo sia come fine che come elemento costitutivo: al punto che la fattispecie è consumata anche quando, come era nel caso di specie, il profitto si realizza in capo ad un soggetto diverso dall'*insider* ovvero la pubblicazione della notizia non ha prodotto alcun effetto sul prezzo del titolo a causa di fattori sopravvenuti.

Una volta precisata la natura dell'illecito, è da osservare che, durante la fase di negoziazione continua nel sistema telematico *TradElect* operante per i mercati MTA ed Expandi – regolamentati, organizzati e gestiti da Borsa Italiana s.p.a. –, ogni ordine immesso è confrontato immediatamente con gli ordini già presenti nel *book* di negoziazioni in modo da verificare la sussistenza delle condizioni per l'esecuzione e, in caso positivo, il sistema abbina automaticamente gli ordini secondo regole di priorità, determinando la conclusione del contratto e quindi la sua esecuzione<sup>(4)</sup>. Tale principio della definitività e irrevocabilità degli scambi<sup>(5)</sup> conferisce quindi all'annotazione dell'inter-

---

<sup>4</sup> V. il titolo 4.1. del Regolamento dei Mercati organizzati e gestiti da Borsa, modificato da ultimo il 19 gennaio 2009.

<sup>5</sup> Il principio è sancito già dall'art. 2 d.lgs. 12 aprile 2001, n. 210 (emanato in attuazione della direttiva n. 1998/26/Ce sulla definitività degli ordini immessi in un sistema di pagamento o di regolamento titoli), secondo cui «gli ordini di trasferimento, la compensazione e i conseguenti pagamenti e trasferimenti sono vincolanti tra i partecipanti a un sistema» e «nessuna azione, compresa quella di nullità, può pregiudicare

mediario sul *dossier* titoli del cliente una valenza meramente dichiarativa della conclusione dell'operazione già avvenuta con l'abbinamento, sul circuito telematico, dell'ordine di acquisto con un ordine di vendita. Nella prospettiva ora delineata, il perfezionamento sia del reato che del corrispondente illecito amministrativo si realizza in Milano, presso la sede di Borsa italiana.

Da notare pure che, alla stregua dell'orientamento della Cassazione, i procedimenti per abuso di informazioni privilegiate sarebbero destinati a disperdersi sul territorio nazionale secondo la localizzazione degli uffici interni dell'intermediario preposti all'annotazione sui *dossier* della clientela; tale risultato, rispetto a quanto prima si osservava a proposito del reato di manipolazione, non può essere salutato con favore.

Ancora una parola è opportuna sul trattamento sanzionatorio. In conseguenza delle modifiche apportate prima dalla legge n. 62 del 2005 e poi dalla legge 28 dicembre 2005, n. 262, la cornice edittale consiste per l'art. 184 t.u.f. 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 pecuniaria da centomila a quindici milioni di euro, con la possibilità in entrambi i casi per il giudice di aumentare la multa o la sanzione pecuniaria fino al triplo o fino al maggiore importo di dieci volte il prodotto o il profitto conseguito dall'illecito. Per comprendere le conseguenze afflittive derivanti dal passaggio dalla normativa previgente a quella attuale (e anche per riflettere sulla presunzione di un *favor* per il reo nella trasformazione dell'illecito penale in illecito amministrativo), è sufficiente citare il caso di un imputato che, condannato nella qualità di *tippee* in primo grado dal Tribunale di Brescia a sei mesi di reclusione e 100.000 euro di multa, venne poi assolto in appello per sopravvenuta abrogazione del reato e quindi giudicato dalla Consob per il relativo illecito amministrativo, con la conseguente condanna a una sanzione amministrativa pecuniaria di 1,5 milioni di euro.

Senza indugiare sull'irragionevolezza di queste previsioni, sia per la loro severità che per la troppo ampia forbice tra limite minimo e massimo, deve ulteriormente notarsi che per l'illecito ora in esame e per la manipolazione del mercato gli artt. 187 e 187-*sexies* t.u.f. prevedono la confisca obbligatoria del prodotto o del profitto conseguito e dei beni utilizzati. Nell'interpretazione del giudice sia penale che amministrativo, la locuzione normativa implica l'ablazione dell'intero importo utilizzato per il compimento dell'operazione ovvero della totalità del suo ricavato, senza considerazione per le spese sostenute o per l'impiego di disponibilità economiche o finanziarie di origine lecita; questa rigorosa soluzione è peraltro ritenuta dalla Suprema Corte conforme all'art. 31, comma 1, lett. *b*), n. 1, legge comunitaria 25 febbraio 2008, n. 34, che, nel conferire delega al Governo per l'attuazione della decisione quadro 2005/212/GAI del Consiglio del 24 febbraio 2005, relativa alla confisca di beni, strumenti e proventi di reato, specifica che con l'espressione "proventi del reato" devono intendersi il prodotto e il prezzo del reato nonché il "profitto derivato direttamente e indirettamente dal reato" <sup>(6)</sup>.

Invero, la questione non sembra riducibile al piano esegetico (e, su questo terreno, può dubitarsi che il profitto indiretto comprenda i beni lecitamente detenuti già prima del reato) e piuttosto rientra nella politica criminale: stabilire che il reo di *insider trading* o di manipolazione del mercato si vedrà confiscato, anche per equivalente, non

---

nei confronti del sistema la definitività degli ordini di trasferimento, della compensazione e dei conseguenti pagamenti e trasferimenti».

<sup>6</sup> Cass., sez. V, 18 luglio 2008, n. 44032.

solo il profitto realizzato ma anche il denaro o gli strumenti finanziari utilizzati per la commissione dell'illecito, vale a trasmettere l'idea che il crimine non solo non rende, ma ben di più risulta assai costoso.

Una volta imboccata questa strada, però, deve riconoscersi che «appare assai arduo – per usare qui le parole della Suprema Corte –, oggi, catalogare l'istituto della confisca nel rigido schema della misura di sicurezza, essendo agevole per esempio riconoscere, in quella di valore, i tratti distintivi di una vera e propria sanzione e, in quella “speciale”, una natura ambigua, sospesa tra funzione specialpreventiva e vero e proprio intento punitivo»<sup>(7)</sup>. In altre parole, la funzione oggi assolta nel settore finanziario dalla confisca sollecita una più generale riflessione sulle strategie sanzionatorie; ma di questo si dirà successivamente.

(D) Un breve cenno va dedicato all'art. 2638 c.c., che contempla il reato di ostacolo all'esercizio delle funzioni delle autorità pubbliche di vigilanza con una formula estremamente vaga cui fa riscontro una severa sanzione, che si spinge fino ad un massimo di otto anni quando il fatto sia commesso da esponenti di società quotate.

Sull'importanza di questa disposizione e sul ruolo fondamentale da essa svolto nelle indagini giudiziarie degli ultimi anni è inutile indugiare. Anche sulle incongruità del sistema la dottrina si è però espressa già da tempo e non sarebbe dunque il caso di tornarvi ancora, se non fosse che oggi sui reati societari è scesa una coltre di silenzio che ripugna alla coscienza del giurista onesto e lo costringe a levare (inutilmente) la propria voce contro scelte legislative che hanno reso il reato di cui all'art. 2638 c.c., finalizzato a proteggere le funzioni di vigilanza come bene intermedio rispetto allo scopo finale di assicurare la trasparenza delle società commerciali, assai più gravemente punito delle violazioni degli artt. 2621 e 2622 c.c., che questa trasparenza in linea immediata e diretta offendono.

(E) L'ultima disposizione che merita di essere richiamata in questa sede è l'art. 223 legge fall., in tema di bancarotta fraudolenta c.d. impropria, che costituisce il consueto epilogo, in sede giudiziaria, dei disastri finanziari.

Le disposizioni penali fallimentari sono ormai da tempo nell'agenda del legislatore, sia per la revisione della formulazione di talune di esse, sia per una necessità di adeguamento alla riforma del diritto fallimentare appena pervenuta a compimento, la cui attuazione trova difficoltà di raccordo con le attuali fattispecie penali soprattutto nelle ipotesi di risoluzione stragiudiziale delle crisi di impresa. È noto peraltro che, a più riprese, in sede governativa era stata ventilata l'idea, per il reato di bancarotta fraudolenta, di una radicale attenuazione della pena, attualmente consistente nella reclusione da tre a dieci anni<sup>(8)</sup>.

Nello scorso mese di ottobre sono state rese note le linee essenziali di un progetto governativo, da presentare in Parlamento in forma di legge delega, che per la bancarotta fraudolenta prevede una pena detentiva il cui limite massimo oscilla tra gli otto e i

---

<sup>7</sup> Cass., Sez. Un., 27 marzo 2008, in questa *Rivista*, 2008, 1263, con nota di T.E. Epidendio.

<sup>8</sup> Sulla congruità della cornice edittale, respingendo una questione di legittimità costituzionale, si è da ultimo pronunciata Cass., sez. V, 18 ottobre 2007, n. 44884, che ha ritenuto «le pene previste per i reati fallimentari del tutto ragionevoli perché proporzionate al notevole disvalore sociale delle condotte distrattive e compatibili con il fine rieducativo della pena».

dodici anni e ulteriormente contempla come circostanza aggravante la particolare gravità del danno patrimoniale cagionato. La speranza che i reati fallimentari non seguano, sul piano delle sanzioni, la sorte dei reati societari trova dunque alimento.

Il diritto penale gravita intorno alla pena e anzi è proprio essa che lo caratterizza rispetto agli altri settori dell'ordinamento giuridico. Appare dunque doverosa, nella prospettiva penalistica, una riflessione sulla pena e sulla sua funzione rispetto ai reati finanziari.

Oggi che negli ambienti politici va di moda il confronto con la legislazione penale degli Stati Uniti – anche se allo scopo di colpire principalmente la microcriminalità –, possiamo esordire con qualche dato esemplificativo sulle condanne intervenute rispetto ai fatti accertati dopo la valanga innescata nel 2001 dalla *Enron Corporation*: ventiquattro anni di reclusione per Jeffrey Skilling, direttore operativo della stessa *Enron* (il cui presidente e amministratore delegato Kenneth Lay è morto di infarto prima dell'udienza definitiva per la determinazione della pena, mentre Andrew Fastow, direttore finanziario, ha patteggiato dieci anni di reclusione grazie alla sua collaborazione processuale), venticinque anni per Bernard Ebbers, *chief-executive* del gigante delle telecomunicazioni *Worldcom*, quindici e vent'anni per John e Timothy Rigas, padre e figlio nonché fondatore l'uno e direttore finanziario l'altro del colosso dei cavi televisivi *Adelphia*, venticinque anni sia per Dennis Kozlowski che per Mark Swartz, rispettivamente presidente e direttore finanziario della *Tyco*.

L'utilità di questi richiami lascia però molto dubbiosi in merito all'entità delle sanzioni, che nei reati prima passati in rassegna risultano già sufficientemente elevate per assolvere i loro compiti generalpreventivi. Il problema risiede invece nei tempi processuali e qui il paragone tra la situazione statunitense e quella italiana si rivela impietoso: di tutti gli scandali finanziari verificatisi negli ultimi anni, solo la vicenda Parmalat, nella *tranche* relativa alla manipolazione del mercato, ha registrato la conclusione del processo di primo grado, mentre per gli altri si attende ancora la chiusura delle indagini preliminari o del dibattimento dinanzi al Tribunale. Questa constatazione implica il riconoscimento di una sconfitta per l'ordinamento penale: anche a non considerare il rischio della prescrizione, una condanna intervenuta a distanza di così tanti anni risulta priva di efficacia nei confronti sia del reo che della collettività e inoltre improduttiva di ogni effetto anche sul piano dei risarcimenti in favore dei soggetti danneggiati.

Senza insistere sul versante della severità delle sanzioni detentive, occorre dunque accrescere la serietà della minaccia della pena.

Sotto questo profilo, considerando la complessità delle indagini in tema di reati finanziari e la frequente necessità che esse richiedano il compimento di atti all'estero, diviene necessario riflettere sull'opportunità che tali atti siano previsti dall'art. 159 c.p. tra le ipotesi di sospensione del corso della prescrizione. D'altra parte, è pure indispensabile impegnarsi per un'accelerazione dei procedimenti e a questo scopo potrebbe pensarsi alla costituzione di uffici requirenti e giudicanti specializzati in materia economico-finanziaria e competenti su base almeno distrettuale. La conseguente concentrazione dei procedimenti ovviamente suppone un organico adeguato, in grado non solo di assicurare la celerità dei processi, ma anche di evitare l'attuale prassi che vede il ricorso al c.d. patteggiamento, con pene assai miti rispetto alle imputazioni, come strumento per

decongestionare il carico di lavoro dei magistrati o, trattandosi di procedimenti con elevato numero di imputati, per permetterne una più spedita trattazione (<sup>9</sup>).

Neppure può dubitarsi della necessità di una sollecita soluzione dell'ormai annoso problema della *class action* che, oltre ad apprestare più efficaci modalità di risarcimento a tutela delle persone danneggiate dal reato, eviterebbe la loro costituzione di parte civile e così l'ingresso nel procedimento penale di istanze non necessariamente mirate alla sua più rapida definizione e all'individuazione delle reali responsabilità penali.

Ulteriori spunti riformistici sono offerti dall'istituto della confisca che, pur nell'eterogeneità della sua disciplina all'interno della legislazione speciale, emerge oggi anche a livello comunitario come un fondamentale strumento di lotta nei confronti della criminalità. In una recente e importante sentenza, le Sezioni unite della Cassazione, dopo avere escluso la confiscabilità *ex art.* 240, comma 2, n. 1, c.p. delle cose costituenti il prezzo del reato in ogni caso di estinzione di quest'ultimo, osservano – individuandovi un «motivo di riflessione per il legislatore» – che sia il diritto penale sostanziale (ad es. in tema di lottizzazione abusiva e di contrabbando: rispettivamente, art. 44, comma 2, d.p.r. 6 giugno 2001, n. 380; art. 301 d.p.r. 23 gennaio 1973, n. 43), sia quello processuale (artt. 425, comma 4, e 576 c.p.p.) rendono compatibile l'obbligo dell'immediata declaratoria di estinzione del reato con accertamenti finalizzati all'adozione di provvedimenti come appunto la confisca del prodotto, profitto o prezzo conseguito dall'illecito e dei beni utilizzati per la sua commissione (<sup>10</sup>). Ora, posto che specie nei reati societari e finanziari – la cui unica ragione è costituita dal profitto – la prevenzione deve mirare a ridurre il più possibile l'utilità economica dell'illecito, non dovrebbero sussistere ostacoli all'applicazione della confisca nonostante la prescrizione del reato nell'ipotesi che essa segua ad un accertamento di colpevolezza.

Un ultimo profilo riguarda l'apparato “di fuoco” previsto per l'abuso di informazioni privilegiate e la manipolazione del mercato, tipizzati come delitti e come illeciti amministrativi corredati da pene terrificanti, accompagnate dalla confisca obbligatoria, da pene interdittive e sanzioni amministrative accessorie, dalla duplice responsabilità della persona giuridica per i reati (art. 25-*sexies* d.lgs. 8 giugno 2001, n. 231) e gli illeciti amministrativi (art. 187-*quinquies* t.u.f.) commessi nel suo interesse o a suo vantaggio. Anche alla luce della non sospensibilità delle sanzioni inflitte in via amministrativa, occorre chiedersi se un siffatto arsenale punitivo possa restare confinato agli abusi di mercato, senza coinvolgere fatti illeciti di pari o maggiore lesività previsti nel diritto societario e finanziario. Questa esigenza di armonizzazione trae con sé ulteriori quesiti in ordine alla ragionevolezza non solo dell'automatica estensione del beneficio della sospensione condizionale della pena alle pene accessorie di tipo interdittivo (art. 166 c.p.), ma anche, più in generale, di un sistema in cui l'illecito amministrativo è divenuto più temibile dell'illecito penale.

---

<sup>9</sup> In tema di istituzione di giudici specializzati, anche evitando di citare il problematico art. 3 l. 14 luglio 2008, n. 123, concernente i procedimenti penali relativi alla gestione dei rifiuti nella regione Campania, è meritevole di attenzione che nell'ultima bozza di disegno governativo di legge delega sulla *class action*, resa nota nel novembre 2008, è previsto che la domanda vada presentata al tribunale del capoluogo della regione in cui ha sede l'impresa.

<sup>10</sup> Cass., Sez. Un., 10 luglio 2008, in questa *Rivista*, 2008, 1502.

**A**ncora un problema merita di essere sottolineato.

L'efficacia preventiva, generale e speciale, delle sanzioni penali – nonché il loro tratto più qualificante rispetto a qualsiasi altra forma di afflizione – è che esse sono inflitte “in nome del popolo italiano”, cioè in forza di un giudizio di riprovazione che muove dalla collettività. Senza necessità di evocare lo stigma sociale che dovrebbe associarsi alla pena o la cultura c.d. della vergogna per la pena stessa, in una corretta ed equilibrata visione della natura e dei fini del diritto penale appare dunque indispensabile che la comunità si riconosca nelle norme vigenti e ne condivida il contenuto. Tanto più agevole, in linea teorica, dovrebbe poi risultare il consenso in ordine ai precetti penali aventi ad oggetto regole di correttezza intrinseche al corretto funzionamento del mercato, la cui violazione sia fonte di pregiudizi patrimoniali per soggetti individuati: ciò che appunto avviene per molti reati finanziari.

Ma la situazione italiana presenta qui un tratto peculiare. Nel caso prima riferito, l'amministratore giudicato in Cassazione per abuso di informazioni privilegiate, costituito nell'acquisto per conto della società di obbligazioni emesse dalla società medesima e per le quali sarebbe stato di lì a poco annunciato il rimborso anticipato, ha realizzato una condotta in frode di tutti coloro che hanno venduto ad un prezzo che essi, non conoscendo la decisione dell'emittente di anticipare la scadenza del titolo, ignoravano fosse inferiore a quello reale; ma l'amministratore, a sua volta ignorando che sul rispetto di queste elementari regole di correttezza il mercato costruisce la fiducia degli investitori, dopo la sentenza della Suprema Corte – dalla quale presto deriverà la prescrizione del reato – ha espresso ai giornali il suo sdegno per essere stato sottoposto a procedimento penale («È paradossale che uno venga condannato a sei mesi per il fatto che la sua azienda ha guadagnato soldi»: così riporta *Il Sole-24 ore* del 22 gennaio 2009, p. 43). E cosa dire di quell'assemblea di azionisti di una banca che nel marzo 2008 ha deliberato di sollevare il presidente e il vicepresidente, appena condannati dal Tribunale di Milano per *insider trading*, dal pagamento della multa comminata in quanto, essendo l'acquisto dei titoli avvenuto sui conti della banca, la condotta illecita era avvenuta «nell'interesse dell'istituto»? In realtà, non vi è proprio motivo di meraviglia, potendosi citare numerosi altri casi, più e meno recenti, di amministratori condannati per avere venduto i titoli della società da essi posseduti prima di annunciare le passività di bilancio, di imprenditori colpevoli di frodi e appropriazioni, di esponenti politici resisi autori, da soli o in concorso, di gravi manipolazioni informative del mercato, i quali tutti – anche dopo la sentenza di condanna o di patteggiamento – hanno con successo continuato nelle proprie attività gestionali, imprenditoriali e politiche, circondati da una generale ammirazione.

A coloro che oggi scoprono l'etica del mercato verrebbe da osservare che, quando essa risulta estranea ai sentimenti della collettività, è difficile sperare che possa funzionare da disincentivo nei confronti dei potenziali autori dei reati. Ma poiché l'invocazione dell'etica è servita anche a mascherare l'aspirazione ad un incontrollato liberismo, conviene in ogni caso ribadire che, specie in un contesto globalizzato che reclama discipline uniformi e universali, la fiducia può essere riposta solo nelle regole elaborate in sede giuridica: confidando, ovviamente, che il diritto sia seriamente applicato in quanto rispettato e condiviso dalla comunità.