

Abuso d'informazioni privilegiate: mercato efficiente e legalità

Autore: Giovanni Catanzaro

In: Diritto penale

1.Introduzione. - 2. Condotta abusiva: speculazione e investimento. - 3. L'elemento soggettivo e l'investitore ragionevole. - 4. Materialità e offensività della condotta: variazione dei prezzi e profitto dell'insider. -5.Conclusioni.

INTRODUZIONE

Com'è noto, il mercato finanziario si alimenta d'informazioni che guidano la domanda e l'offerta determinando ogni variazione dei prezzi dei titoli. Il presupposto scientifico assunto dal legislatore quale metro per l'accertamento della variazione dei titoli e della formazione del "giusto prezzo" è la teoria economica sull'efficienza del mercato dei capitali¹: "Il mercato è, quindi, efficiente quando i prezzi del titolo riflettono le informazioni disponibili. Il prezzo di un titolo è allora risultante dalle aspettative che gli operatori considerate le informazioni a loro disposizione, hanno sull'andamento del titolo stesso. Gli investitori venendo a conoscenza di nuove informazioni, modificano le loro aspettative sul prezzo, formulandone delle nuove. Perché dunque si abbia, secondo quest' accezione, efficienza, occorre che il prezzo di un titolo si adegui immediatamente al nuovo livello d'informazioni disponibili e che questo accada per tutti titoli presenti sul mercato"².

La teoria del mercato efficiente produce come effetto la presunzione di poter tipizzare le informazioni e gli operatori del mercato, al fine di fornire un unico percorso logico-interpretativo atto determinare le cause

della formazione del prezzo di un titolo di mercato.

Alla luce di ciò, viene spontaneo domandarsi come possa la scienza non-esatta della materia economica e finanziaria soddisfare le esigenze di legalità necessarie per la formulazione di ogni fattispecie di illecito penale. In altre parole, è da chiedersi come può la scelta di presumere che le informazioni intervenienti nel mercato finanziario producano il prezzo “giusto” di uno strumento finanziario, dirsi rispettosa della causalità, offensività e della personale responsabilità del sistema penale?

Oggetto del presente lavoro è proprio tentare di valutare se l’efficienza di mercato possa essere tollerata dalla legalità penale come nesso causale per l’accertamento del fatto tipico di cui il reato di abuso d’informazioni privilegiate ex art. 184 T.U.F., e conseguentemente come presupposto scientifico per irrogare la pena criminale.

CONDOTTA ABUSIVA: SPECULAZIONE E INVESTIMENTO

Il primo elemento del reato ex art. 184 T.U.F che si prenderà in esame è la condotta tipica delittuosa che pone in essere l’insider. In particolar modo, si valuteranno le problematiche che la teoria del mercato efficiente può creare in relazione alla principio di personalità della sanzione criminale dell’attuale formulazione delle condotte di reato.

La fattispecie penale dell’insider trading disciplinata nel nostro ordinamento e punito all’art. 184 del T.U.F., prevede tre condotte tipiche al fine di integrare il delitto: acquistare o vendere o compiere altre operazioni, comunicare e, infine, raccomandare ad altri tali informazioni.

La strutturazione della norma suggerisce, che per aversi illecito penale una o più delle condotte di utilizzazione, comunicazione, raccomandazione, devono essere commesse acquistando o vendendo sui mercati finanziari, da parte del soggetto che ne acquista il possesso in ragione della sua qualità di membro di organo dell'amministrazione, o dal soggetto terzo cui l'informazione viene riferita. Rileggendo, quindi la formulazione delle condotte dal punto di vista dell'efficienza del mercato ne deriva che la semplice presenza dell'elemento del possesso dell'informazione privilegiata porta alla conclusione di considerare qualsiasi operazione astrattamente realizzabile nel mercato finanziario, meritevole di sanzione criminale nei confronti dell'insider: dal punto di vista dell'onere probatorio, quindi, graverà sull'accusa dimostrare solo il collegamento fra la decisione di effettuare l'operazione e il possesso dell'informazione privilegiata da parte dell'agente³, presupponendo che qualsiasi operazione effettuata da un soggetto insider sia idonea ad integrare una fattispecie delittuosa.

E' ovvio che una simile interpretazione delle condotte di reato descritte ampli eccessivamente la sfera di applicazione della fattispecie criminale, sino a costituire una sorta di responsabilità oggettiva in capo all'insider. L'assunzione a metro di giudizio l'efficienza del mercato, rende la formulazione legislativa delle condotte, infatti, indeterminata e, in certi casi, fuorviante.

Per chiarire l'assunto possono essere utili alcuni esempi: può astrattamente essere ascritto il reato di cui all'art. 184 T.U.F. lett.B all'amministratore di una società che sta per annunciare un lancio di un nuovo prodotto, se anticipatamente "vende" l'informazione ad una società concorrente? Una condotta del genere, che ben potrà integrare una violazione di un obbligo di non divulgazione, può essere considerata abuso dell'informazione privilegiata, se la comunicazione non è utilizzata dal soggetto che la riceve, per operare sul mercato finanziario? O ancora: la condotta di un soggetto che, in ragione della sua qualità di membro dell'organo di una società e, quindi, in possesso di determinate informazioni non accessibili a soggetti esterni, decide di investire una parte dei propri risparmi nel capitale quindi nella crescita della società stessa, correndo, perciò, il vero e proprio rischio d'impresa, può essere considerata un abuso di informazione privilegiata, nello specifico una condotta ex lett. a) art. 184 T.U.F.?

Già solo alla luce di questi esempi deve ritenersi che un semplice collegamento motivazionale che vi può

essere tra informazione privilegiata e la commissione di una delle condotte delittuose ex art. 184 T.U.F. non può ritenersi in via presuntiva meritevole di sanzione criminale; né si può concordare con quella dottrina che, al fine di distinguere la condotta illecita da meri elementi fittizi, ha proposto che sia il giudice a dover andare a ricercare altre le motivazioni —diverse da quelle derivante dal vantaggio informativo— che abbiano portato alla decisione di compiere l'operazione. Non è neanche pensabile accollare ad ogni soggetto insider che opera sul mercato finanziario la presunzione di reato, costringendolo a dimostrare la propria innocenza⁴.

E' opportuno, invece, che la condotta delittuosa attuata, presenti dei caratteri di maggiore tipicità affinché sia permesso di distinguerla da tutte quelle operazioni finanziarie che non sono lesive dei beni giuridici della trasparenza di mercato e/o della relativa liquidità; deve essere dimostrato in via oggettiva dall'accusa che la condotta posta in essere dall'agente sia estranea ad altre attività finanziarie⁵. Solo così argomentando, la formulazione delle condotte di cui alle lettere A, B e C ex art. 184 T.U.F. potrà dirsi rispettosa della necessaria personalità della sanzione criminale. A tale proposito autorevole dottrina rileva come Il divieto assoluto di operare prescinda da ogni indagine sul rapporto esistente fra il possesso dell'informazione e di reale sfruttamento fine di profitto: per integrare la fattispecie in esame è sufficiente che l'insider agisca, conoscendo il carattere privilegiato della notizia, e che sussista un collegamento tra informazione e operazione. L'ampiezza del divieto rischia di configurare, per insider istituzionale e per i quasi-insiders, un reato da autore fondato su una duplice presunzione: da un lato, della conoscenza dell'informazione da parte di alcuni soggetti in virtù della loro posizione rispetto la società; dall'altro, dello sfruttamento di queste da parte di tali soggetti nelle operazioni sul mercato degli strumenti finanziari⁶.

La soluzione a questa problematica può essere ricercata nella rubrica legis: è proprio il termine "abuso" che deve essere utilizzato come parametro per distinguere le attività lecite da quelle illecite. Se esiste un ab-uso, cioè un utilizzo ulteriore all' "uso" corretto, di determinate informazioni che è considerato illecito, e che si sostanzia nelle condotte definite dalle lettere A, B, C dell'articolo 184; deve essere, d'altra parte, astrattamente ipotizzabile un uso lecito e naturale dell'informazione privilegiata.

Pare, perciò, corretto coordinare il testo della normativa per l'abuso informazioni privilegiate con i valori

costituzionali che questa stessa disciplina mira a tutelare. La dottrina e la giurisprudenza concordano nel ritenere che gli interessi tutelati dalla norma 184 del T.U.F., siano la trasparenza informativa e la conseguente pari opportunità di accesso alle conoscenze del mercato. I suddetti valori costituzionali, altro non sono però che “mezzi” per garantire il fine più ampio della libertà economica ex art 41 cost. Ecco, allora che il discrimen fra un uso lecito e l’abuso illecito dell’informazione privilegiata, deve essere temperato con il valore della libertà d’impresa.

Si deve, quindi, considerare “abusiva” quella condotta che, nel linguaggio comune viene definita “speculativa”, consistente nell’utilizzare determinate informazioni o conoscenze riservate, solo per profittare di una fluttuazione dei titoli, acquistando ad un prezzo più basso e rivendendo ad prezzo più alto; senza investire nella società emittente il titolo, ma solo scommettendo sul valore price sensitive dell’informazione stessa.

La giurisprudenza nel definire soggetto attivo del reato colui che “essendo al corrente delle trattative in corso tra un gruppo industriale e la società da lui stesso amministrata ha utilizzato tali informazioni per agevolare le speculazioni di terzi, suoi amici, sui titoli del gruppo industriale”⁷, ha indirettamente confermato che il disvalore abuso è integrato con l’attività di speculazione.

Per l'effetto, dev'essere considerata consentita e lecita la possibilità di fare usi non speculativi delle informazioni: se la natura stessa del mercato e della attività d’impresa deve essere considerata nel rischio di investire tempo e denaro in una o ad in un'altra idea, ecco la condotta di chi utilizza determinate informazioni-anche se riservate-, senza la finalità di lucrare sulle variazioni dei prezzi degli strumenti della società emittente, ma investendo nelle idee della società (un classico esempio può essere il recupero del capitale investito con i dividendi), non può considerarsi abusiva, perché integra completamente quanto ontologicamente previsto dall'attività d'impresa e dalla concezione capitalista del mercato.

Nonostante l’assenza di un’esplicita determinazione legislativa, alcuni parametri al fine di poter distinguere fra un investimento ed una speculazione sono stati, -forse involontariamente- già utilizzati

dalla giurisprudenza: “Nel complesso, quali indizi gravi, precisi e concordanti, a dimostrare il possesso di un’informazione riservata da parte dell’imputato di « insider trading » e « tuyautage»: l’aver questi comprato e rivenduto quantitativi ingenti di valori mobiliari al cui emittente si riferisce l’informazione riservata in un arco di tempo particolarmente ristretto, specialmente quando i valori mobiliari siano stati in massima parte rivenduti a ridosso della diffusione presso il pubblico della informazione riservata e prima dello stabilizzarsi del mercato in conseguenza della diffusione della predetta informazione; l’esser stata confermata l’esistenza di « voci » di contenuto identico alla notizia (rectius informazione) poi diffusa ed in seguito alla quale si è verificata una sensibile variazione nell’andamento (quantità trattate e prezzi) dei valori mobiliari interessati; l’aver l’imputato più volte consigliato a soggetti terzi il compimento di operazioni del medesimo tipo di quelle da lui effettuate ed effettuande sul medesimo valore mobiliare; il tutto trovandosi l’imputato ad avere un ruolo di sicura importanza nell’altra società partecipante alla progettata fusione”⁸. Rilevano, infatti, “l’aver comprato e rivenduto in arco di tempo particolarmente ristretto” e “l’aver consigliato a terzi operazioni dello stesso tipo”.

Ecco che la formulazione attuale della condotta abusiva fondata sulla presunta efficienza del mercato non può ritenersi sufficientemente garantista del principio di personalità della sanzione penale. La convinzione che il mercato si adegui regolarmente alle informazioni che riceve e che i soggetti in possesso d’informazioni privilegiate operino sul mercato solo per profittare dell’alterazione dei prezzi, costituiscono due presunzioni eccessivamente pericolose.

Attribuire una presunzione all’andamento del mercato e al comportamento degli operatori, ha condotto irrimediabilmente il legislatore a codificare in maniera inappropriata le condotte che un soggetto può compiere quando è in possesso di un’informazione privilegiata, rendendo, perciò, astrattamente punibili azioni, che pur integrando tutte gli elementi del fatto tipico, non sono espressione di una condotta criminosa e antigiusuridica, ma di una libertà costituzionalmente garantita. E’ necessario, pertanto, che si distingua che per aversi l’illecito la condotta debba costatarsi esclusivamente in comportamento alieno all’attività stessa del mercato e, quindi, non in un investimento, ma in una speculazione; deve perciò sanzionarsi solo la “scommessa” sull’informazione non l’investimento sul titolo.

L'ELEMENTO SOGGETTIVO E L'INVESTITORE RAGIONEVOLE

Appurato nel capitolo che precede che la condotta prevista e punita dall'art. 184 può essere definita come speculazione e solo l'utilizzo distorto dell'informazione privilegiata da parte del soggetto che ne è in possesso è idoneo a integrare la fattispecie delittuosa, bisogna ora tentare di descrivere il coefficiente volitivo che deve muovere il comportamento dell'insider per aversi illecito.

La dottrina⁹ e la giurisprudenza, in ossequio alla teoria del mercato efficiente, concordano nel ritenere che l'elemento soggettivo sia costituito dal semplice dolo generico: "Il delitto de quo dal punto di vista soggettivo è imputato a titolo di dolo generico, il che implica l'accertamento in capo al soggetto attivo della rappresentazione e volizione di tutti gli aspetti oggettivi della condotta"¹⁰. Occorre, allora, domandarsi se la teoria del mercato efficiente consenta al soggetto agente di rappresentarsi e di volersi oggettivamente ogni elemento della condotta ex art. 184 T.U.F.

E' fuori di dubbio che costituisca elemento oggettivo compiere le condotte umane descritte alle lettere A, B, C dell'art. 184 del T.U.F.. Risulta invece assai più problematico connotare di oggettività gli elementi costituenti un'informazione privilegiata¹¹: non è ontologicamente possibile considerare elemento oggettivo visibile erga omnes, il carattere privilegiato, preciso e price sensitive, dell'informazione privilegiata.

Le ragioni sono presto dette.

Innanzitutto, giova ricordare che la scienza economica non è, per sua natura, una scienza esatta, pertanto, la ragionevole previsione di verificazione di un evento non può essere valutata con lo stesso metro di valutazione e grado di certezza di ogni altro rapporto causa-effetto analizzato con leggi scientifiche. E' indicativa in tal senso la formulazione dell'articolo 181 del T.U.F., che dispone al comma 3 che

“un'informazione si ritiene di carattere preciso se: a) si riferisce ad un complesso circostanze esistenti o che si possa ragionevolmente prevedere che si verrà ad esistenza o ad evento verificatosi che si possa ragionevolmente prevedere che si verificherà. B) è sufficientemente specifica da consentire di trarre conclusioni sul possibile effetto del complesso di circostanza dell'evento di cui la A sui prezzi degli strumenti finanziari”. E al comma quattro “per informazione che se resa pubblica potrebbe influire in modo sensibile sui prezzi di strumenti finanziari si intendono informazione che presumibilmente un investitore ragionevole utilizzerebbe come uno degli elementi su cui fondare le proprie decisioni di investimento”. Per ovviare all'inconveniente dell'accertamento concreto del valore price sensitive dell'informazione, il legislatore ha predisposto per la normativa in questione che il rapporto causa-effetto debba essere constatato in base ad un parametro esterno creato ad hoc. Viene creata la figura dell'investitore ragionevole. L'investitore ragionevole è un emblematico parallelismo dell'homo eiusdem professionis et condicionis estrapolato dalla teoria economica dell'efficienza del mercato dei capitali; la dottrina definisce l'investitore ragionevole come “l'investitore, seppur non professionale, certo accorto e avvezzo alle negoziazioni sul mercato finanziario e non inconsapevole delle alee economiche e delle regole che lo governano. Non un investitore occasionale, comunque, ma un soggetto economico in grado di ponderare l'intero bagaglio di conoscenze delle quali dispone nel momento nel quale intende operare sul mercato”¹².

Dalla lettura delle disposizioni normative appare chiaro che gli elementi oggettivi, di cui deve avere conoscenza e rappresentazione il soggetto agente, non sono elementi visibili erga omnes, ma determinati accadimenti che invece, solo un soggetto idealizzato definito “investitore ragionevole” sarà in grado d'interpretare e volere. Saranno, quindi, la ragionevolezza della previsione di verifica e la scelta d'investimento effettuata da parte della caratteristica figura dell'investitore ragionevole che dovranno essere presenti nell'animus del soggetto agente al fine d'integrare ogni requisito ontologico del suddetto dolo generico dell'insider.

Nonostante la costruzione logica idealmente corretta tali considerazioni non possono essere accolte positivamente. La complessità della materia economica e ancor di più della materia finanziaria impone di non poter suddividere categoricamente le informazioni e i soggetti che intervengono sul mercato. Serve un parametro realmente oggettivo e diverso dall'investitore ragionevole e dalle sue previsioni, che possa

filtrare la reale volontà delittuosa.

Non tutti i soggetti che intervengono sul mercato hanno le stesse conoscenze, le stesse esperienze, le stesse avversioni a rischio, e d'altra parte non tutte le informazioni che vengono rese pubbliche sul mercato, influenzano allo stesso modo uno o più strumenti finanziari: non può parlarsi di elementi oggettivi in merito alla ragionevolezza degli investitori e in merito alla previsione degli eventi di mercato. Non si può pensare di sanzionare il soggetto che è in possesso di un'informazione privilegiata lasciando l'aspetto valutativo della volizione dello stesso a parametri incerti quali l' "investitore ragionevole" o "la ragionevole probabilità che un determinato evento accada". E' illogico considerare oggettivo un elemento che si definisce in base ad un giudizio di ragionevolezza, e ancor di più, in base ad un giudizio di ragionevolezza parametrato ad una figura ideale inesistente.

La figura del dolo generico non può risultare idonea a descrivere il coefficiente soggettivo del reato ex art. 184 T.U.F.; è opportuno aggiungere almeno un elemento che contraddistingua in maniera evidente e realmente oggettiva la volontà criminale ed effettivamente lesiva, da altre sfumature non meritevoli di sanzione criminale.

Pertanto, pare corretto indicare come unico elemento in grado di distinguere il reale disvalore, la plusvalenza economica cui deve necessariamente mirare l'insider nel porre in essere la sua condotta. L'arricchimento patrimoniale dovrà essere necessariamente previsto e voluto dal soggetto agente per aversi la costituzione della fattispecie delittuosa; sembra più appropriato pensare a una definizione dell'elemento soggettivo costruita secondo lo schema del c.d. dolo specifico: il soggetto agente deve agire con volontà e coscienza tali da compiere una delle operazioni di cui all'articolo 184 lettere A,B,C, T.U.F. basandosi sull'informazione di natura privilegiata di cui è venuto in possesso, esclusivamente mirando al proprio- o dei soggetti destinatari della comunicazione o raccomandazione- vantaggio patrimoniale causato dalla variazione dei prezzi, come diretta conseguenza della pubblicazione dell'informazione.

Solo un'interpretazione in tal senso della volontà e rappresentazione dell'agente, condurrebbe a sanzionare esclusivamente quelle condotte di reale avversione all'ordinamento e che concretamente

mirano a ledere la liquidità e la trasparenza del mercato.

Anche in merito all'elemento soggettivo si deve osservare come la teoria dell'efficienza del mercato finanziario conduca a risultati interpretativi non soddisfacenti. Il dolo generico presuppone un eccessivo grado di oggettività del sostrato materiale della condotta: non possono essere evinti da una presunta e presupposta efficienza del mercato elementi oggettivi dell'informazione.

MATERIALITA' E OFFENSIVITA' DELL'EVENTO: LA VARIAZIONE DEI PREZZI E IL PROFITTO DELL'INSIDER

Dopo aver descritto la condotta (come speculazione) e l'elemento soggettivo (come dolo specifico finalizzato al vantaggio patrimoniale), occorre, da ultimo, delineare se la teoria del mercato efficiente possa dirsi rispettosa del nesso di causalità e del principio di legalità.

La giurisprudenza definisce il reato di cui all'articolo 184 T.U.F come reato di pericolo concreto. Non rileva ai fini della punibilità che l'operazione (cui riferisce l'informazione) abbia determinato effettivamente un'alterazione sensibile dei prezzi degli strumenti o un vantaggio per il soggetto attivo ovvero un danno per i soggetti passivi¹³, secondo autorevole dottrina "Il delitto di cui all'art. 180, d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 dal punto di vista oggettivo è di pura condotta e di pericolo concreto. Non è necessario che il giudice verifichi un'alterazione sensibile dei prezzi degli strumenti finanziari, cagionata dall'abuso dell'informazione, né un vantaggio per il soggetto attivo od un danno per i soggetti passivi. Non è nemmeno necessario che il giudice accerti l'esistenza dell'effetto dell'abuso sul mercato, ma è sufficiente che ritenga, con giudizio rigoroso e motivato, l'informazione utilmente sfruttabile da un investitore ragionevole, dato che la definizione di informazione « price sensitive » è stata declinata, con effetto interpretativo retroattivo, in termini non già oggettivi, cioè del suo impatto potenziale o effettivo sul corso dei titoli, ma soggettivi, cioè dell'utilizzo che ne farebbe l'investitore ragionevole"¹⁴.

La qualificazione del delitto de quo in termini di reato di pericolo è coordinata con il presupposto della teoria del mercato efficiente. Solo ipotizzando che il mercato sia prevedibile e che le informazioni possano essere ex ante categorizzate in base alla loro capacità d'influenzare il mercato, vi si può emettere un giudizio rigoroso e motivato anteriormente alla concreta alterazione dei prezzi¹⁵.

Tale considerazione non può essere condivisa; la teoria del mercato efficiente si pone in assoluta incompatibilità con la necessaria offensività e materialità che devono caratterizzare ogni condotta penalmente rilevante.

In passato si era già dubitato della legittimità costituzionale della fattispecie di abuso d'informazioni privilegiate, ma solo in ordine alla tassatività del valore price sensitive dell'informazione¹⁶. La questione di legittimità è stata risolta nei seguenti termini: " è stata l'art. 1, numero 1, della direttiva 2003/6/CE contiene una nuova definizione dell'«informazione privilegiata», peraltro non troppo dissimile, nella sostanza, da quella già presente nella direttiva 89/592/CEE; l'art. 1 della direttiva 2003/124/CE — nella specifica prospettiva di «accrescere la certezza del diritto per i partecipanti al mercato» (v. il «considerando» n. 3) — reca, a sua volta, indicazioni complementari intese a puntualizzare ulteriormente la definizione suddetta, sia per quanto attiene al «carattere preciso» della notizia, sia per quel che riguarda il requisito dell'«importanza del suo impatto potenziale sui prezzi degli strumenti finanziari o degli strumenti derivati connessi»¹⁷.

Una pronuncia in tal senso non può, però, essere considerata convincente per salvare la fattispecie da ulteriori censure di costituzionalità.

Il mero rinvio ad un elenco di casistiche¹⁸, in cui vengono descritti eventi che in passato hanno alterato l'andamento di mercato non risolve il problema di fondo: la mutabilità del mercato e la varietà dei soggetti non esclude che informazioni previste per legge come price sensitive non alterino i prezzi in ogni occasione in cui vengono rese pubbliche; per il semplice motivo che il valore sensibile della notizia

privilegiata deve essere sempre rimessa al giudizio di chi intende concretamente utilizzarla, e non di chi è funzionalmente e temporalmente distante dall'attività di mercato.

Come già più volte ribadito, il mercato finanziario non si muove secondo rapporti causali logici e prestabiliti; le reazioni del variegato pubblico d'investitori, per quanto prevedibili, non possono mai essere accertate ex ante con un grado di certezza tale da poter essere rispettose del principio di legalità, nonostante le normative si facciano sempre più precise e dettagliate.

A parere di chi scrive, sembra corretto assumere come criterio principe il principio costituzionale della materialità e della necessaria offensività della condotta (ex art. 25 cost.), al fine di determinare l'effettivo valore price sensitive dell'informazione e quindi di filtrare le fattispecie concretamente e oggettivamente lesive, dovendo considerare meritevoli di sanzioni criminali solo gli abusi di quelle informazioni che hanno prodotto effetti modificativi della realtà sostanziale. In caso contrario, si produrrebbe l'esito di allargare il giudizio d'idoneità della condotta sino a qualificare come delittuose fattispecie concrete assolutamente non lesive. Si pensi, ad esempio, ad un soggetto che essendo in possesso d'informazione privilegiata stabilita da una delle normative di riferimento (es. Linee guida del CESR- Committee of European Security Regulators), decide di operare sul mercato finanziario. Al momento della pubblicazione della notizia di cui soggetto era già in possesso, non vi è, però, alcuna alterazione sensibile dei prezzi. A questo punto, secondo quanto stabilito dalla giurisprudenza il reato è stato commesso, nonostante non si sia verificata l'alterazione dei prezzi. Ragionando in tal modo si andrebbe a sanzionare un soggetto che non ha messo in pericolo la trasparenza o il market egalitarianism, giacché l'informazione che presuntamente dalla legge è ritenuta lesiva, non ha alterato il valore dei titoli e non aveva la capacità di influenzare i prezzi. Il soggetto in questione dovrebbe essere assolto per non aver commesso il fatto; infatti, ha compiuto una delle operazioni descritte dall'articolo 134 alle lettere A,B e C, non essendo in possesso di una formazione privilegiata; ha compiuto una delle suddette operazioni essendo in possesso di un'informazione pressoché inutile, dal momento è stato dimostrato con un grado di certezza assoluto che l'informazione di cui era in possesso difettava del requisito della capacità di alterazione dei prezzi. La non verificazione dell'alterazione non è causata dall'inidoneità della condotta -non residuando pertanto neppure l'applicazione delle norme ex art. 56 oppure 49 co.2 C.P., ma è un'eventualità perfettamente riscontrabile in un sistema in cui non sono le leggi fisiche o matematiche a regolare i rapporti di causa-effetto, ma le reazioni - il più delle volte emotivamente incontrollabili- dei soggetti interessati.

L'esempio appena descritto indica chiaramente come il presupposto dell'efficienza di mercato non può essere assunto a indicatore per la dimostrazione della causalità del reato in questione. E' evidente, quindi, che la dinamica dei mercati finanziari che viene lasciata intendere dalle disposizioni legislative e della giurisprudenza non rifletta la reale ed effettiva dinamica del mondo finanziario e degli operatori di mercato. Tra la diffusione dell'informazione e l'alterazione dei prezzi s'interpone necessariamente il vaglio degli operatori di mercato. Non è l'informazione stessa ad alterare automaticamente i prezzi, ma lo squilibrio tra domanda e offerta che viene causato dalla pubblicazione dell'informazione. In altri termini, il legislatore non tiene conto del processo motivazionale proprio che compie ogni singolo operatore di mercato nel rapporto fra domanda e offerta. L'insider, che è in possesso di un'informazione privilegiata, prima di essere convinto che l'informazione sia effettivamente price sensitive deve sempre e comunque aspettare che il mercato si esprima apprezzando o disprezzando l'informazione stessa; non è con l'informazione privilegiata che si alterano i prezzi, ma con lo squilibrio tra domanda e offerta che questa può generare.

Quanto articolato fa capire come la norma ex art. 184 T.U.F. non possa essere costruita e interpretata come di reato di pericolo: la scienza finanziaria non può ex ante stabilire con una certezza oltre ogni ragionevole dubbio che l'informazione sia price sensitive, è sempre necessario il filtro del mercato. L'indefinita ed indefinibile moltitudine di soggetti e di teorie economiche che reciprocamente intervengono nel mercato confrontandosi e contrapponendosi rendono imprevedibile la reazione sia in termini dell'an sia del quantum circa la variazione percentuale di prezzo dello strumento finanziario, che una notizia può avere sul mercato. Pertanto, contrariamente ad ogni reato previsto e punito nel nostro sistema penale, in cui la produzione dell'evento o del pericolo è causata dalla reazione naturale a determinati comportamenti, l'attuale disciplina del reato di abuso d'informazioni privilegiate ha la presunzione di conoscere ogni singola reazione, anche irrazionale, dell'atteggiamento umano. Non può, però, ritenersi in pericolo qualcosa di cui s'ignorano le cause in base alle quali l'evento si produrrà o meno.

Infine, è opportuno ancora osservare come il principio di materialità può essere l'unico elemento in grado di essere utilizzato come parametro per determinare il quantum dell'alterazione dei prezzi: la sensibile alterazione è da intendersi solo in termini quantitativi o anche temporali? La sensibilità deve essere parametrata con la volatilità del titolo? O deve fare riferimento all'indice di mercato? In termini temporali

poi, per quanto deve manifestarsi l'alterazione? È chiaro che già il solo porsi questi interrogativi non può portare a giustificare alla luce del principio di legalità la fattispecie di reato di abuso informazioni privilegiate così come attualmente prevista.

Basterebbe, infatti, solamente guardare oltre confine per accorgersi che l'efficienza di mercato non può essere il fondamento scientifico utilizzato per la formulazione legislativa del reato di abuso d'informazioni privilegiate, dal momento che già in alcuni ordinamenti stranieri per l'applicazione della sanzione penale viene richiesta una variazione "concreta" dei prezzi¹⁹.

Per completare sembra opportuno citare quanto più si possa avvicinare ad una sorta di "perizia" in materia squisitamente finanziaria. In una delle poche interviste concesse Bruce Kovner²⁰ confessò che: "Persino quando apprendo notizie insider attendo la conferma del mercato. Ho visto troppe volte un titolo scendere dopo l'annuncio di un incremento dei dividendi, per cadere nell'errore di comprarlo il primo giorno dopo l'annuncio"²¹.

CONCLUSIONI

Attualmente i mercati finanziari mondiali hanno acquisito un'importanza ed un'influenza tale da condizionare quasi ogni aspetto della vita lavorativa imprenditoriale. Il processo di "finanziarizzazione" dell'economia ogni giorno investe un sempre crescente numero di soggetti e attività. L'attuale formulazione dell'illecito dell'abuso d'informazione privilegiate fondandosi sul presupposto dell'efficienza di mercato, però, non è più in grado di affrontare la continua evoluzione dell'attività finanziaria; e la presupposizione di condotte tipiche e di investitori standardizzati, non può assolutamente riflettere l'odierna dinamica del panorama della finanza italiana.

Urge una riformulazione della materia, che permetta di scindere dall'infinità di condotte poste in essere nel mercato finanziario solo quelle concretamente lesive. Esclusivamente attraverso una tipizzazione e

un'oggettivazione delle condotte e dell'elemento soggettivo, rapportati ad un effettiva offensività nel mercato, si potranno filtrare le attività lecite e punire le attività di speculazione abusiva. Solo così ragionando si potrà applicare la sanzione criminale limitatamente a quei comportamenti che hanno realmente integrato un abuso dell'informazione e della reazione del mercato; ciò al fine di contemperare i caratteri unici di peculiarità e atipicità che presenta la disciplina finanziaria con le esigenze garantiste proprie del sistema penale.

In conclusione, la sanzione penale dovrà residuare esclusivamente per quelle operazioni finanziarie poste in essere come "scommesse" sull'informazione, motivate dal solo fine del concreto ed effettivo vantaggio patrimoniale, limitando —eventualmente— al campo della sanzione civile e/o amministrativa tutti quei comportamenti inquadrabili nei presupposti della causalità atipica del mondo finanziario e, contestualmente, non tollerabili dalla legalità penale.

1[□] Cfr. A.Crespi in Studi di diritto penale societario, Collana delle rivista delle società a cura di Guido Rossi, II edizione, pag. 554

2[□] Così Bartalena in l'abuso d'informazioni privilegiate, 1989, p.14.

³Cfr. N. Mazzacuva e E. Amati, in *Diritto penale dell'impresa*, CEDAM, Milano, 2010, pag. 398

⁴ Soluzione così prospettata da N. Mazzacuva e E. Amati, in *Diritto penale dell'impresa*, CEDAM, Milano, 2010, pag. 399

⁵Di diverso avviso cfr. Astolfo di Amato in *Diritto Penale dell'Impresa*, VI° edizione, Giuffrè editore, Milano, 2006, pag. 296 in cui “il divieto nella lettera a si rivolge non solo gli atti di compravendita di titoli, ma anche alle altre operazioni effettuate su strumenti finanziari. Risultano, pertanto, inibite anche tutte le operazioni estranee alla nozione più ristretta di compravendita quali, ad esempio i conferimenti in società in via di costituzione o l'adozione di titoli a garanzia di un fido. Rientrano, inoltre, nella previsione, tutte le operazioni anche fuoriborsa, effettuate su strumenti finanziari da cui possa derivare l'aumento la diminuzione del portafoglio dell'insider.”

⁶Cit. Astolfo di Amato in *Diritto Penale dell'Impresa*, VI° edizione, Giuffrè editore, Milano, 2006, pag. 298.

7^oCass. pen., Sez. V, 10 luglio 2006, n. 26943 massima non ufficiale,

8^oTrib. Roma, 23 maggio 1996, Busiello, massima già pubblicata in Giur. comm.,1997, II, 207 nota GALLI

9^oEx multis N. Mazzacuva e E. Amati, in Diritto penale dell'impresa, CEDAM, Milano, 2010pag 401

10^oCit. L. Troyer in GIURISPRUDENZA PENALED'IMPRESA, in Rivista dei dottori commercialisti n. 2/2007 pag.39

11[□] Art 181 del T.U.f. Art. 181 (Informazione privilegiata) “1. Ai fini del presente titolo per informazione privilegiata si intende un'informazione di carattere preciso, che non è stata resa pubblica, concernente, direttamente o indirettamente, uno o più emittenti strumenti finanziari o uno o più strumenti finanziari, che, se resa pubblica, potrebbe influire in modo sensibile sui prezzi di tali strumenti finanziari. 2. In relazione ai derivati su merci, per informazione privilegiata si intende un'informazione di carattere preciso, che non è stata resa pubblica, concernente, direttamente o indirettamente, uno o più derivati su merci, che i partecipanti ai mercati su cui tali derivati sono negoziati si aspettano di ricevere secondo prassi di mercato ammesse in tali mercati. 3. Un'informazione si ritiene 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. 4. Per informazione che, se resa pubblica, 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. 5. Nel caso delle persone incaricate dell'esecuzione di ordini relativi a strumenti finanziari, per informazione privilegiata si intende anche l'informazione trasmessa da un cliente e concernente gli ordini 395 Il precedente Capo IV - “Abusi di informazioni privilegiate e aggio su strumenti finanziari”, comprendente gli articoli da 180 a 187-bis, è stato sostituito con il presente Titolo I-bis (artt. 180-187-quaterdecies) dall’art. 9 della l. n. 62 del 18.4.2005 (Legge comunitaria 2004) . 396 V. ndr al Titolo I-bis. Riforma dei mercati finanziari e della corporate governance pag. 105 del cliente in attesa di esecuzione, che ha un carattere preciso e che concerne, direttamente o indirettamente, uno o più emittenti di strumenti finanziari o uno o più strumenti finanziari, che, se resa pubblica, potrebbe influire in modo sensibile sui prezzi di tali strumenti finanziari³⁹⁷.”

12[□]N. Mazzacuva e E. Amati, in *Diritto penale dell’impresa*, CEDAM, Milano, 2010 pag 390

13^oCosì, Trib. Milano, Sez. III pen., Sent. n. 771/2007

14^oCit. L. Troyer in GIURISPRUDENZA PENALED'IMPRESA, in Rivista dei dottori commercialisti n. 2/2007 pag.40

15^oIn tal senso anche Astolfo di Amato in Diritto Penale dell'Impresa, VI° edizione, Giuffrè editore, Milano, 2006, pag. 299 in cui si dice: " la notizia deve essere idonea ad influenzare sensibilmente il prezzo: tale idoneità dovrà essere accertato attraverso un giudizio ex ante. Trattasi, perciò, di una ipotesi di pericolo individuato nell'apprezzabile grado di possibilità di un evento temuto".

16^oLa 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.

17[□]Cost., Sent. n. 382 del 14 dicembre 2004 , in Cass. pen., 2005, p. 1214 ss.,

18[□] La Corte Costituzionale ha esplicitamente salvato la tassatività della suddetta norma rinviando alle Direttiva 2006/3/Ce e n. 2003/124/Ce

19[□] In tal senso si vedano il § 13 del Wertpapierhandlungsgesetz (WpHG) tedesco e l'art. 81.1 della Ley del Mercado de Valores spagnola.

20[□] Bruce Kovner, socio fondatore della Caxton Corp.

21[□] Così in un'intervista a Bruce Kovner nel libro *Market Wizards* di Jack D. Schwager, 1998.

<https://www.diritto.it/abuso-d-informazioni-privilegiate-mercato-efficiente-e-legalita/>