

RIVISTA
TRIMESTRALE
DI DIRITTO
DELL'ECONOMIA

RASSEGNA
DI
DOTTRINA
E
GIURISPRUDENZA

DIREZIONE SCIENTIFICA
G. ALPA - M. ANDENAS - A. ANTONUCCI
F. CAPRIGLIONE - R. MASERA - G. MONTEDORO

RIVISTA TRIMESTRALE DI DIRITTO DELL'ECONOMIA

WWW.RTDE.LUISS.IT

La sede della Rivista è presso

la Fondazione G. Capriglione Onlus,

Università Luiss G. Carli,

Viale Romania 32, 00197 Roma.

Direzione Scientifica

G. Alpa - M. Andenas - A. Antonucci

F. Capriglione - R. Masera - G. Montedoro

Direttore Responsabile

F. Capriglione

Comitato di Redazione

A. Tucci - E. Venturi - D. Rossano - N. Casalino

I contributi pubblicati in questa Rivista potranno essere
riprodotti dalla Fondazione G. Capriglione Onlus su altre
proprie pubblicazioni, in qualunque forma.

COMITATO SCIENTIFICO PER LA VALUTAZIONE

S. Amorosino, E. Bani, P. Benigno, A. Blandini, C. Brescia Morra, E. Cardi, M. Clarich, F. Colombini, G. Conte, P.E. Corrias, L. De Angelis, M. De Benedetto, P. De Carli, C. De Caro, M. De Poli, L. Di Brina, G. Di Taranto, C. Fresa, R. Lener, F. Maimeri, A. Manna, F. Merusi, G. Nicolini, M. Pellegrini, P. Reichlin, N. Rangone, A. Romano, C. Rossano, C. Russo, M. Sepe, A. Sereni, D. Siclari, G. Terranova, V. Troiano, A. Urbani, A. Zimatore

REGOLE DI AUTODISCIPLINA PER LA VALUTAZIONE DEI CONTRIBUTI

I contributi inviati alla Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia sono oggetto di esame da parte del Comitato per la valutazione secondo le presenti regole.

1. Prima della pubblicazione, tutti gli articoli, le varietà, le note e le osservazioni a sentenza inviati alla *Rivista* sono portati all'attenzione di due membri del *Comitato*, scelti in ragione delle loro specifiche competenze ed in relazione all'area tematica affrontata nel singolo contributo.
2. Il contributo è trasmesso dalla *Redazione* in forma anonima, unitamente ad una scheda di valutazione ai membri del *Comitato*, perché i medesimi - entro un congruo termine - formulino il proprio giudizio.
3. In ciascun fascicolo della *Rivista* sarà indicato, in ordine alfabetico, l'elenco dei membri del *Comitato* che hanno effettuato la valutazione dei contributi pubblicati.
4. In presenza di pareri dissenzienti, la *Direzione* si assume la responsabilità scientifica di procedere alla pubblicazione, previa indicazione del parere contrario dei membri del *Comitato*.
5. Ove dalle valutazioni emerga un giudizio positivo condizionato (a revisione, integrazione o modifica), la *Direzione* promuove la pubblicazione solo a seguito dell'adeguamento del contributo alle indicazioni dei membri del *Comitato*, assumendosi la responsabilità della verifica.

IL CONTRIBUTO DEL PRESENTE FASCICOLO È STATO VALUTATO DA:

A. Manna, A. Sereni

INFORMAZIONI FINANZIARIE FALSE E TUTELA PENALE DEL MERCATO*

CAPITOLO 1. Il diritto penale della macrocriminalità economica e il pendolo delle idee

<i>1. La genesi del diritto penale della macroeconomia.</i>	<i>1</i>
<i>2. Lo slancio interventista nella legislazione penale del tardo ottocento.</i>	<i>4</i>
<i>3. I reati contro l'ordine economico.</i>	<i>5</i>
<i>4. Legislazione economica e libero mercato alla fine del Novecento: inizia l'implosione del diritto penale dell'impresa.</i>	<i>7</i>
<i>5. La riforma del 2002: dalla tutela penale della trasparenza alla tutela del patrimonio dei soci e dei creditori</i>	<i>10</i>
<i>6. La filosofia di fondo dell'attuale disciplina dei reati societari e l'accezione miope dell'offensività.</i>	<i>13</i>
<i>7. Le riforme dopo gli scandali. Gli interventi correttivi del 2005 (l. 62/2005 e l.262/2005).</i>	<i>18</i>
<i>8. Le false informazioni ai soci contenute nelle comunicazioni sociali: la tutela della trasparenza e informazione al vaglio delle autorità giudiziarie europee.</i>	<i>22</i>
<i>9. Il passaggio dalla tutela penale dell'informazione alla tutela penale del meccanismo di formazione dei prezzi di mercato.</i>	<i>28</i>
<i>10. Le false informazioni al pubblico: il delitto di aggio e il delitto di manipolazione del mercato.</i>	<i>31</i>
<i>11. Dalla tutela della trasparenza alla tutela di beni istituzionali e strumentali.</i>	<i>35</i>
<i>12. La bipolarizzazione del diritto penale tra penale societario e penale del mercato finanziario.</i>	<i>41</i>

* Contributo approvato dai revisori.

CAPITOLO 2. Informazioni false al pubblico, ai soci, all'autorità di vigilanza. Orientamenti giurisprudenziali in tema di informazione finanziaria e di tutela del mercato

1. <i>Modelli di sistemi finanziari e correttivi alle disfunzioni del mercato.</i>	47
2. <i>La trasparenza e l'informazione finanziaria: interconnessione tra mercato dell'informazione e mercato dei capitali.</i>	52
3. <i>Il caso Parmalat: un'ipotesi di aggio informativo.</i>	56
4. <i>False comunicazioni ai soci e false informazioni al pubblico.</i>	60
5. <i>La rilevanza della mera omissione di informazioni e la configurabilità dell'aggio "per omissione".</i>	66
6. <i>L'omissione di comunicazioni obbligatorie all'autorità di vigilanza.</i>	70
7. <i>L'inerzia dell'amministratore non esecutivo e la comunicazione di dati informativi falsi.</i>	74
8. <i>Il caso Unipol e la scalata alla BNL. I casi di omessa o incompleta comunicazione di informazioni al mercato e all'autorità di vigilanza.</i>	78
9. <i>Mancata comunicazione di accordi parasociali e violazione della normativa sull'OPA. Le figure di illecito amministrativo previste nel Tuf.</i>	82
10. <i>La nozione di artificio come elusione della normativa in tema di lancio obbligatorio di Opa.</i>	84
11. <i>Aggio informativo e operativo e mantenimento forzato dei prezzi.</i>	88

CAPITOLO 3. I delitti di aggio e di manipolazione del mercato: apparato sanzionatorio e responsabilità dell'ente

1. <i>L'apparato sanzionatorio degli illeciti di aggio e manipolazione del mercato.</i>	92
2. <i>La responsabilità dell'ente per i reati di aggio e manipolazione del mercato. Criteri di imputazione oggettiva e soggettiva.</i>	98
3. <i>Funzione e contenuti dei modelli organizzativi.</i>	103
4. <i>Il trattamento sanzionatorio dell'ente</i>	110
5. <i>La confisca.</i>	113
6. <i>Il modello procedimentale di accertamento della responsabilità amministrativa dell'ente dipendente da reato.</i>	124
7. <i>La responsabilità amministrativa dell'ente derivante da illecito amministrativo.</i>	126

CAPITOLO 1

IL DIRITTO PENALE DELLA MACROCRIMINALITÀ ECONOMICA E IL PENDOLO DELLE IDEE

SOMMARIO: 1. La genesi del diritto penale della macroeconomia - 2. Lo slancio interventista nella legislazione penale del tardo ottocento - 3. I reati contro l'ordine economico - 4. Legislazione economica e libero mercato alla fine del Novecento: inizia l'implosione del diritto penale dell'impresa - 5. La riforma del 2002: dalla tutela penale della trasparenza alla tutela del patrimonio dei soci e dei creditori - 6. La filosofia di fondo delle attuale disciplina dei reati societari e l'accezione miope dell'offensività - 7. Le riforme dopo gli scandali. Gli interventi correttivi del 2005 (l. 62/2005 e l.262/2005) - 8. Le false informazioni ai soci contenute nelle comunicazioni sociali: la tutela della trasparenza e informazione al vaglio delle autorità giudiziarie europee - 9. Il passaggio dalla tutela penale dell'informazione alla tutela penale del meccanismo di formazione dei prezzi di mercato - 10. Le false informazioni al pubblico: il delitto di aggio e il delitto di manipolazione del mercato - 11. Dalla tutela della trasparenza alla tutela di beni istituzionali e strumentali - 12. La bipolarizzazione del diritto penale tra penale societario e penale del mercato finanziario.

1. L'interesse penale per il controllo della criminalità economica storicamente è un riflesso degli oscillanti e ciclici rapporti tra potere politico e mercato. L'inesorabile processo di espansione che investe la materia penale in ambito economico esprime un atteggiamento di subalternità del diritto penale rispetto alle politiche economiche e le ideologie del tempo. Le scelte di politica criminale d'impresa, schiave e figlie come sono della politica economica, riflet-

tono più direttamente scelte di classe, visioni economiche e sociali che a monte, nella selezione dei fatti costituenti reato, segnano spazi e circuiti di immunità e di penalità¹.

Nell'ottocento, le poche le figure di reato dedicate alla vita dei commerci e al mercato si inserivano nell'ambito di un sistema di regolamentazione e di repressione frammentato, e quindi assai risicato era lo spazio riservato al diritto penale dell'economia; successivamente con la progressiva espansione dell'attività imprenditoriale e del capitalismo industriale, si avvertiva l'esigenza di un sistema più adeguato alla nascente società mercantile.

Soprattutto è a partire della fine del XIX secolo, in Italia come nel resto dell'Europa, che si innesca un'inarrestabile esplosione di interesse verso la repressione di comportamenti economici che produce una corposa estensione della disciplina pubblicistica (e penalistica) a fenomeni fino ad allora non regolati nel convincimento radicato della necessità e insostituibilità del controllo pubblico.

Si manifesta quindi una nuova sensibilità verso quelle operazioni economiche che, oltre a comportare danni in prima istanza ai soci o ai creditori dell'impresa, sortiscono i loro effetti dannosi e negativi sull'intero sistema economico². Emergono quindi come oggetti di tutela penale interessi di natura collettiva di nuovo conio, strumentali, legati all'affermazione dei presupposti di funzionamento del sistema dei commerci che hanno come scopo la trasparenza e la correttezza dei mercati. Sotto il profilo della analisi teorica, la

¹ FLICK, *Problemi e prospettive del diritto penale dell'impresa all'alba del nuovo secolo: il nodo dei beni protetti*, in AA.VV., *Governo dell'impresa e mercato delle regole*, Scritti in onore di Guido Rossi, Milano, 2005, II, p.1303.

² PATALANO, *Reati e illeciti del diritto bancario. Profili sistematici della tutela del credito*, Torino, 2003, p. 75 p. 269-270; GALGANO, *Lex mercatoria. Storia del diritto commerciale*, Bologna, 1993. Per una approfondita ricognizione dell'evoluzione del diritto penale dell'impresa, ALESSANDRI, *Diritto penale e attività d'impresa*, Bologna, 2012, p.20 ss.

trasparenza, nata sul terreno della disciplina dell'informazione societaria, come sintesi degli scopi di tutela civile e penale da essa perseguiti, è giunta ad assumere spessore e dignità di bene giuridico autonomo ed autosufficiente.

Questo fenomeno di progressiva estensione della tutela penale ai fenomeni economici si inserisce in uno scenario culturale in cui vi è grande fiducia a che lo Stato, e il diritto penale, in quanto depositario della forza consentita, sia in grado di fornire tutela a tutti i consociati anche all'interno del luogo fisico o ideale che è il mercato.

Le direttrici di intervento tipiche di quegli anni sono finalizzate a rendere più incisivi e equilibrati i meccanismi repressivi della criminalità d'impresa, rispetto all'immobilismo che aveva connotato l'epoca precedente, e a condurre ad una centralizzazione del suo ruolo nell'ambito dell'ordinamento penale *tout court*.

La situazione generale in Italia nei primi del novecento si connota quindi per l'emergere di condizioni generali che rendono propizia una politica finanziaria più attiva da parte dello Stato, e un conseguente ridimensionamento del potere delle grandi banche d'affari e delle classi dell'imprenditoria. Non deve dimenticarsi che la *merchant bank* italiana in quell'epoca soffriva di una grave depressione derivante da una forte crisi che aveva coinvolto i mercati locali e mondiali.

Si diffonde pertanto la convinzione della necessità di una diretta funzione statale nell'attività finanziaria e creditizia, con relativa assunzione, da parte di amministrazioni e governi, di responsabilità nella gestione economica fino ad allora sconosciute. Questo fenomeno di responsabilizzazione sociale sortisce delle forti ripercussioni anche sul piano della regolamentazione pub-

blica, destinata ad estendersi anche su quello che, fino ad allora, era rimasto sostanzialmente uno *ius mercatorum*³.

2. L'evoluzione del processo poc'anzi descritto si estende fino alla metà del Novecento e riguarda sia il settore commerciale che quello bancario. Il codice penale Rocco, radicalmente modificando il blando sistema sanzionatorio previsto dal codice di commercio del 1882, introduce pene più severe per i delitti esistenti e prevede un nuovo titolo di reati contro l'economia pubblica.

A seguire, dopo appena sei anni dalla sua entrata in vigore, la legge bancaria del 1936 appronta un altrettanto imponente apparato sanzionatorio prevedendo un cospicuo numero di reati bancari e dando vita ad un ordinamento bancario pubblicisticamente disciplinato, a cui capo era posto un unico istituto, la Banca d'Italia, ed incentrato su una netta distinzione tra attività creditizia e attività di investimento.

Dunque, anche in ambito economico, commerciale e bancario si riproduce un fenomeno di espansione del diritto penale, esperienza che accomuna ormai da più di un secolo la maggior parte degli ordinamenti occidentali contemporanei, caratterizzati tutti per un'ampia, incontrollata e frastagliata dilatazione dell'area della illiceità penale in ogni settore della vita civile ed economica⁴. Le spinte che conducono a tale generale processo di espansione del diritto penale, non circoscritto alla sola materia economica, sono di natura assai eterogenea e non sono ormai contenibili né quanto meno superabili. L'espansione penalistica si presenta come un fenomeno non più tollerato come devianza eccezionale da un modello teorico, ma comincia a godere di una

³ PATALANO, *Reati e illeciti del diritto bancario*, cit., p.97.

⁴ SILVA SANCHEZ, *L'espansione del diritto penale. Aspetti della politica criminale nelle società postindustriali*, Milano, 2004, pref. all'edizione italiana di Militello.

sua copertura ideologica, ponendosi così in termini di antinomia concettuale con il principio di intervento minimo.

L'impetuosa crescita del diritto penale economico, accompagnata dalla consapevolezza della inidoneità delle forme tradizionali di controllo - civilistiche *in primis*- ad arginare il fenomeno ha, per eccesso nel corso degli anni a venire, messo in atto una produzione normativa all'insegna dell'abbondanza, della penalizzazione a tappeto, per di più dai margini ambigui e malcerti⁵.

Allo smantellamento dello Stato sociale, alla forte compressione dei compiti dello Stato nazionale corrisponde comunque una resistenza e un irrobustimento dell'apparato repressivo penale statale e un forte inasprimento delle politiche repressive, che tuttavia non rivela una propria autonomia concettuale ed ideologica.

Questa tendenza favorevole alla repressione, ad un intervento forte dello Stato, regolatore e gestore dell'economia, si rafforza e sopravvive nel tempo anche quando, mutato il contesto ideologico, con la globalizzazione e la crisi globale, lo Stato si ritrae dall'assumere un atteggiamento di ingerenza nel mercato.

3. Bisogna ammettere che, in campo economico, il codice penale del 1930 presenta una singolare caratterizzazione. Ed infatti, sebbene lo Stato autoritario collochi al centro della disciplina la potenza nazionale e la creazione della ricchezza economica di un sistema corporativo, tuttavia attraverso le fattispecie incriminatrici poste a tutela dell'economia pubblica si percepisce un costruito ideologico-politico che impernia nelle fondamenta le norme penali in materia economica in modo assai peculiare: la vocazione nazionalistica e auto-

⁵ Così, LO MONTE, *Riflessioni in tema di controllo della criminalità economica: tra legislazione ed esigenze di riforma*, in *Riv.trim.dir.pen.ec.*, 1998, p.323.

ritaria sembra infatti lasciare il passo ad una schietta matrice propagandistica che non intende attribuire alle norme penali alcuna incidenza pratica.

Il diritto penale economico dello Stato autoritario proprio del codice del 1930, relativo ai delitti contro l'economia pubblica, produce un sistema repressivo inefficace, quasi totalmente carente di applicazione pratica. L'attivismo del legislatore è solo apparente, e non si identifica con una ricerca reale degli strumenti di controllo penalistici.

Si evidenzia nel momento genetico uno dei mali che ha afflitto il diritto penale d'impresa fino all'ultimo decennio, costituito dall'altissimo margine di ineffettività delle norme incriminatrici: è un dato di fatto che i reati appartenenti a tale arcipelago normativo, con la sola eccezione dei reati fallimentari, siano vissuti per lunghissimo tempo ai margini dell'esperienza giudiziale.

Le possibilità di prova dell'intero fatto e quindi di applicazione sono anientate dal fatto che la maggior parte delle fattispecie poste a tutela dell'economia pubblica sono proiettate sulla tutela di beni immensi, inafferrabili, la cui lesione o anche solo la messa in pericolo, è di impossibile verifica nel mondo fenomenico e quindi insuscettibile di accertamento probatorio.

La sottostante idea di un libero mercato autoregolantesi, cioè capace di procedere alla formazione del prezzo corretto agendo secondo leggi tanto automatiche e naturali quanto immanenti al mercato stesso produce un atteggiamento conoscitivo quasi agnostico che arretra rispetto l'obiettivo di penetrare la complessità del meccanismo di funzionamento del mercato che naturalmente, senza alcuna ingerenza esterna, è in grado di funzionare e di assicurare la prosperità.

Pur attribuendo alla concezione economica liberale e individualistica le colpe di una limitata efficacia repressiva, il codice penale del 1930 nell'ambito

dei delitti contro l'economia pubblica solo in apparenza non manifesta un atteggiamento di subalternità rispetto le scelte di politica economica. Il sistema dei reati posti a tutela della economia pubblica invero genera un meccanismo inceppato, pseudo repressivo e spuntato, formulato in modo tale da rendere estremamente improbabile la sua applicazione⁶. Ne costituisce un esempio paradigmatico l'art. 501 del codice penale, che costituisce l'originaria figura di delitto di aggio, posta a tutela del mercato, norma fin dalla sua nascita tacciata di inutilità, di gigantismo, carica di ideologia, destinata a rivestire il ruolo di norma immagine, di norma manifesto che, lungi da un'operatività pratica, aspira ad esprimere, in una dimensione storica e metafisica, l'esigenza di tutela dell'economia nazionale⁷.

4. Verso la fine del Novecento, e in particolare dagli anni '80 in poi, inizia una nuova fase in cui chiaramente e senza la falsa pudicizia propria del corporativismo fascista, si celebra l'euforica fiducia verso le capacità di autoregolazione del mercato.

Il processo normativo si affianca a quello politico-sociale: dalla nazionalizzazione delle imprese, dalla pubblicizzazione dell'attività finanziaria, si passa alla privatizzazione delle banche e al riconoscimento all'attività creditizia del carattere di attività d'impresa⁸.

L'abbandono del modello organizzativo delle banche pubbliche, la cui conversione in private società per azioni rappresenta l'ultimo anello di una generale trasformazione del settore, si muove all'insegna della concorrenza e

⁶ FORNASARI, *Il concetto di economia pubblica nel diritto penale, Spunti esegetici e prospettive di riforma*, Bologna, 1994, p.197. PEDRAZZI, *Problemi del delitto di aggio*, Milano, 1958, p.17; ID., *Economia pubblica (delitti contro la)*, in *Enc. Dir.*, vol. XIV, 1965, p.278.

⁷ MAGRO, *Art. 501*, in *Trattato di diritto penale*, a cura di Cadoppi, Canestrari, Manna, Papa, vol. V, 2010, Torino, p. 672.

⁸ FLICK, *Dal pubblico servizio all'impresa banca: ritorno al futuro*, in *Riv.soc.*, 1987, p.342.

della competitività internazionale, lontano da un penetrante controllo pubblicistico⁹.

La despecializzazione dei soggetti esercenti attività creditizia, con la conseguente possibilità per gli enti bancari di operare sull'intera gamma dell'attività finanziaria secondo il modello multidivisionale della banca universale, completa il cammino in direzione opposta e contraria da quella che aveva connotato il secolo scorso. La logica della concorrenza sconvolge l'ordine di mezzo secolo, imponendo la rimozione di vincoli (anche penali) alla libertà operativa e l'adozione di modelli organizzativi come quelli delle società per azioni, più idonei ad operare in un mercato concorrenziale¹⁰.

A livello teorico, il ritorno ormai chiaro alla ideologia del libero mercato concorrenziale pone un problema di misura dell'intervento penale, in ossequio ai basilari canoni della meritevolezza e del bisogno di punizione, della selettività delle scelte di penalizzazione, piuttosto che una estensione piatta e diffusa della penalità ad ogni intervento normativo regolatore del mercato¹¹.

⁹ MERUSI, *Dalla banca pubblica alla fondazione privata. Cronache di una riforma decennale*, Torino, 2000; D'AGOSTINO, *Le nuove disposizioni penali in materia di reati bancari (D.Lgs. 14 dicembre 1992, n. 481)*, in *Riv.trim.dir.pen.ec.*, 1993, p.322; CESARE, *I nuovi reati bancari*, in *Cass. pen.*, 1993, p.1858; ALIBRANDI, *I reati bancari*, Milano, 1976, p. 51; BONINI, *L'aggiotaggio bancario: in evidente caso di discrasia tra legislatore e giurisprudenza*, in *Banca, Borsa, Titoli di credito*, 1997, p.201; BRICOLA, *Commento agli artt. 10,95,96,97 e 98 della legge bancaria (1990)*, ora in *Scritti di diritto penale*, a cura di Canestrari e Melchionda, Milano, 1997, p. 2541.

¹⁰ PATALANO, *Reati ed illeciti del diritto bancario*, cit., p.119. Non dimentichiamo il ruolo decisivo che cominciano ad assumere gli obblighi di attuazione delle direttive comunitarie, che miravano ad una armonizzazione delle discipline interne in materia creditizia e finanziaria, in vista dell'integrazione europea; CESARINI, *Il ruolo delle banche: controllo del rischio di credito e collocamento di strumenti finanziari*, in *La crisi finanziaria: banche, regolatori, sanzioni*, Atti del Convegno di studio del CNPDS, Courmayeur, 25-26 settembre 2009.

¹¹ Una spia inequivoca questa che la strategia della penalizzazione a tappeto e dell'inasprimento della minaccia punitiva abbia rappresentato una ben misera soluzione per garantire il corretto svolgimento dell'attività delle imprese. ALESSANDRI, *I reati societari: prospettive di rafforzamento e di riformulazione della tutela penale*, in *Riv.it.dir.proc.pen.*, 1992, p.482; ALESSANDRI, *Un esercizio di diritto penale simbolico: la c.d. tutela penale del risparmio*, in *Scritti per Federico Stella*, Napoli, 2007, p. 939.

Si inaugura così un *trend* di recupero dello momento regolatorio di impronta amministrativa e civilistica, a scapito di massiccio intervento della sanzione penale nell'ambito della tutela degli interessi connessi allo svolgimento di un'attività commerciale.

Quest'inversione di tendenza, dovuta a diversi fattori di natura politica economica (crisi del *welfare state*, nascita di intermediari finanziari diversi da quelli bancari, crisi del modello di mercato protetto) conduce ad una progressiva frantumazione degli interessi collettivi e immateriali che afferiscono all'ambito economico.

Di fronte a quello slancio interventista del legislatore e della giurisprudenza, si lamenta una eccessiva invadenza della sanzione penale nel mondo del mercato: una invadenza che avrebbe fatto dell'imprenditore e di *managers dell'impresa*, precedentemente visti come una categoria immune, dei perseguitati, oltre ogni limite di ragionevolezza, dallo spettro di reazioni punitive.

La consacrazione dell'accennata inversione di rotta viene dalla riforma del diritto penale societario apportata con il d.lgs. n. 61 del 2002, la quale ha comportato un drastico prosciugamento delle norme incriminatrici di settore attestata sulla linea di difesa di beni strumentali.

All'alba del terzo millennio, al culmine di quella spinta evolutiva che aveva privilegiato la materia economica, vista, a livello della analisi scientifica, la punta dell'*iceberg*, la cartina di tornasole dei "problemi" del diritto penale, si assiste ad una svolta storica, che innesta un processo di involuzione dell'intero complesso normativo, ripiegato su se stesso, che si ritrae e si comprime come un ciclico *big bang*.

All'insegna della selettività, della ricerca dell'offensività, inizia quindi l'implosione di almeno una parte del diritto penale dell'impresa.

5. La riforma attuata dal d.lgs. n. 61 del 2002 ha perseguito tale risultato di “implosione” del diritto penale dell’impresa recuperando una tecnica normativa propria del codice penale del 1930: la creazione di una fattispecie di danno a carattere delittuoso e l’affiancamento ad esse di una costellazione di fattispecie prive di danno a carattere contravvenzionale.

Le false comunicazioni sociali sono state così ricondotte nell’alveo originario, quale concepito dal legislatore del 1942, al fine di potenziare i poteri di controllo interno dei soci sulla gestione della società. Tutta la costruzione della fattispecie depone in questa direzione (la limitazione delle comunicazioni dirette solo ai soci o al pubblico, l’espreso requisito della insidiosità economica richiesta nella idoneità a ingannare i destinatari, l’intento *decipiendi* e l’*animus lucrandi*, i connotati di rilevanza dell’informazione falsa, l’evento di danno patrimoniale).

Risulta ridotto all’osso anche il *corpus* delle disposizioni penali intese a garantire il regolare funzionamento degli organi sociali: valore che più degli altri era stato posto all’indice, come immeritevole, per la sua scarsa concretizzazione di figurare nell’elenco dei beni giuridici di settore. Si restringe sensibilmente anche il microsistema dei delitti contro il capitale sociale.

Si determina quindi un brusco mutamento: escono di scena l’interesse all’informazione societaria, la platea dei soggetti ad individuazione indeterminata, i futuri sottoscrittori, la pubblica opinione, gli analisti e osservatori dell’economica. Ne scaturisce un bene di stretta natura endosocietaria, quale appunto il patrimonio dei soci e dei creditori, simile al bene del patrimonio, con le differenze concernenti la molteplicità dei soggetti passivi e l’esistenza di connotazioni pubblicistiche.

La trasparenza, l’informazione finanziaria e commerciale perdono rilevanza in sé e per sé considerate, e ricadono nel fuoco della tutela penale solo

nella misura in cui il bagaglio informativo comunicato ai soci abbia determinato agli stessi un danno patrimoniale.

Nella realtà pratica, deve ammettersi che il bene giuridico dell'informazione e della trasparenza riveste dignità di interesse meritevole di protezione solo e in quanto le falsità siano poste in essere da società quotate e in quanto produttive di un danno patrimoniale ai medesimi soci che ne fanno parte. Un falso quindi agganciato ad un evento dannoso di natura patrimoniale, da parametrare agli interessi dei soggetti intranei alla società.

La protezione della trasparenza societaria, la credibilità della società agli occhi dei potenziali investitori, la fiducia nella stabilità del sistema, appartengono ormai alla sfera del tutelabile in via indiretta, eventuale, o attraverso fattispecie minori di natura contravvenzionale¹², sancendo così un divorzio definitivo con tutti i beni collettivi che faticosamente erano emersi nel diritto penale dell'economia, e riavvicinandolo alle tradizionali figure patrimoniali, da cui si era emancipato con fatica¹³.

Invero, il bisogno e l'urgenza di una riforma complessiva del settore penale societario non è stata mai posta in dubbio da nessun commentatore. Neppure si è mai messo in dubbio l'ancoraggio ad interessi di natura patrimoniale comunque, anche se indirettamente, tutelati; né era in discussione il modello di tutela anticipata di interessi patrimoniali dei partecipanti al traffico

¹² L'ottica patrimoniale del singolo e l'abbandono di interessi che non sono strettamente individuali è confermata e rafforzata dal duplice, ripetuto ricorso di due istituti: la querela e i meccanismi riparatori con efficacia estintiva. La querela, ormai strumento di pacificazione sociale, di deflazione, ai confini della depenalizzazione e nel contempo espressione delle proiezioni individuali delle fattispecie, della disponibilità degli interessi sottesi. Sull'uso "polifunzionale" della querela V. GIUNTA, *Interessi privati e deflazione nell'uso della querela*, Milano, 1993.

¹³ FORTI, *Democrazia economica e regolazione penale dell'impresa*, in *Dir.pen. e proc.*, 2010, p.773.

giuridico, che poggia su ragioni ampiamente argomentate dalla dottrina penalistica e non richiede particolari giustificazioni.

Occorreva infatti riportare in più limitati ambiti applicativi alcune norme, tipizzarne più dettagliatamente la descrizione, ridurre la discrezionalità giurisprudenziale. Più propriamente, i vizi della legislazione *ante* riforma concernevano quelle norme in cui l'anticipazione era tale da perdere del tutto di vista la tutela degli oggetti immediati di tutela: le istituzioni societarie, ovvero i beni strumentali.

Rispetto a tali originarie esigenze la riforma segna una brusca inversione di marcia, attribuendo alla tutela degli interessi patrimoniali un significato del tutto nuovo: di delimitazione dell'intervento penale, e non di fondazione di una tutela mancante. Lo spostamento rilevante attiene alle soglie di tutela che erano attestate, nel sistema precedente, a livelli assai anticipati intorno a interessi strumentali, mentre nel nuovo sistema sono attestate intorno ad interessi finali¹⁴.

Il bilancio sulla riforma è assai triste: la soluzione intrapresa dal legislatore della riforma è andata oltre gli auspici degli stessi critici dell'informazione societaria come bene giuridicamente protetto; l'aspirazione di questi era infatti per lo più orientata verso una tutela penale dell'informazione societaria patrimonialmente orientata, cioè tale da lasciar trasparire la necessaria progressione tra manipolazione del vero societario e lesione e messa in pericolo degli interessi patrimoniali categoriali restanti, e non quella di un'appiattimento della tutela sugli schemi, risalenti e ormai sorpassati della tutela del patrimonio individuale¹⁵.

¹⁴ Così, PULITANO', *La riforma del diritto penale societario, fra dictum del legislatore e ragioni del diritto*, in *Riv.it.dir.proc.pen.*, p.938; MUSCO, *I nuovi reati societari*, Milano, 2008, p. 124 ss.

¹⁵ ALESSANDRI, *Corporate governance nelle società quotate: riflessi penalistici e nuovi reati societari*, in *Le nuove funzioni degli organi societari: verso la Corporate Governance?*, a cura del

6. Una lettura ormai distaccata del sistema delle incriminazioni di diritto penale societario modificato dalla novella del 2002 attesta l'impressione di un sostanziale ripensamento del legislatore rispetto al principio di offensività, accolto in una accezione privata, interna alla compagne societaria, solo negativa, non fondante delle scelte di penalizzazione. Tutto il sistema dei reati societari è connotato da un riflusso verso forme tradizionali di reato schiettamente patrimoniali che oblitera gli interessi metaindividuali coinvolti dai reati societari e che lascia deporre per una concezione dell'offensività assai afferrabile, di natura patrimoniale e privatistica degli interessi meritevoli di protezione.

Queste scelte politico-criminali rappresentano la fase discendente di una parabola che aveva raggiunto l'acme con la legislazione corporativa fascista e con la conseguente esasperata pubblicizzazione degli oggetti di tutela.

L'opzione della riforma del diritto penale societario a favore di beni giuridici fin troppo afferrabili, al punto da trascurare del tutto i profili di offensività ad ampio spettro, e di ridurre l'oggettività giuridica a beni di rilevanza assolutamente ed esclusivamente privata, appare ben lontana dalle premesse teoriche che avevano sostenuto tutta l'evoluzione del diritto penale dell'impresa, che lascia scoperta un'area nella quale taluni interessi strumentali non sono più tutelati penalmente¹⁶.

Trionfa "la retorica dei buoni principi" (sussidiarietà, *extrema ratio*, certezza del diritto, mitezza delle pene), che attraversa tutti gli interventi a sostegno delle innovazioni più dirompenti della riforma del diritto penale so-

Centro nazionale di prevenzione e difesa sociale, Milano, 2002, p.160-161; "Praticamente soppeso il bene giuridico dell'informazione societaria a seguito della riforma del 2002", così PEDRAZZI, *In memoria del falso in bilancio*, in *Riv.soc.*, 2001, p.6.

¹⁶ PADOVANI, *Diritto penale della prevenzione e mercato finanziario*, in *Riv.it.dir.proc.pen.*, 1995, p.634.

cietario¹⁷, e che è invocata a copertura di qualsiasi proposta di restrizione dell'intervento penale, senza una seria discussione sulle ragioni e sui presupposti dell'opzione effettuata, ovvero sul versante positivo e fondante degli stessi criteri richiamati. Un approccio solo in negativo, comunque etichettato, dell'offensività rischia di lasciare nell'ombra il momento (il problema) della positiva giustificazione (e conformazione) di quel tanto o poco di penale che sia opportuno conservare. Senza una positiva considerazione delle ragioni di tutela, e delle condizioni di una tutela possibile, l'invocazione della sussidiarietà del diritto penale o di consimili buoni principi si riduce a retorica atta a motivare (illusoriamente) qualsiasi restrizione dell'intervento penale, solo perché tale¹⁸.

Queste tendenze di politica criminale rappresentano un duro banco di prova per la plausibilità delle proposte politiche criminali che vanno sotto la bandiera del diritto penale minimo. L'espressione "diritto penale minimo", quanto mai negli ultimi tempi usata ed abusata di fronte al repentino mutamento del volto della criminalità delle società moderne, ha finito per assurgere a luogo comune privo di ogni significato pratico¹⁹. Tale espressione rinvia ad

¹⁷ In realtà, parte della dottrina attribuisce questi difetti a tutta la legislazione penale dagli anni '90 in poi, in cui si attesta un modello di penalizzazione che si caratterizza per approssimazione, caoticità, contrasto con i principi di legalità/determinatezza, offensività, proporzione, materialità, sussidiarietà, frammentarietà., così MOCCIA, *La politica criminale dell'era progressista*, in *La riforma continua. Il riformismo giuridico dell'era progressista. Tentativo di bilancio*, a cura di Moccia, 2002, Napoli – Roma, p.63.

¹⁸ "Prendere sul serio l'idea della sussidiarietà dell'intervento penale significa riflettere su diverse possibili soluzioni tecniche di un problema di tutela, assegnando allo strumento penale un ruolo di chiusura o di extrema ratio", là dove altri strumenti non bastano"; così PULITANO', *La riforma del diritto penale societario, fra dictum del legislatore e ragioni del diritto*, cit., 936; allo stesso modo, ALESSANDRI, *La riforma dei reati societari: alcune considerazioni provvisorie*, in *Riv.it.dir.proc.pen.*, p.993.

¹⁹ MARINUCCI – DOLCINI, *Diritto penale "minimo" e nuove forme di criminalità*, in *Riv.it.dir.proc.pen.*, 1999, p.813; MANTOVANI, *Il vero "diritto penale minimo": la riduzione della criminalità?*, in *Riv.it.dir.proc.pen.*, 2005, p.864; PAVARINI, *Per un diritto penale minimo "in the books" o "in the facts"?* *Discutendo con Luigi Ferrajoli*, in *Delitti e pene*, 1998, p.125; PAVARINI – BERTACCINI, *L'altro diritto penale. Percorsi di ricerca sociologica sul diritto penale complementare nelle norme e nei fatti*, Torino, 2004.

un'aspirazione restrittiva del diritto penale, ma senza un'effettiva concordanza in merito ai modi in cui essa dovrebbe avvenire. Le maggiori divergenze emergono nel momento in cui, abbandonato il momento delle dichiarazioni di principio e delle affermazioni scolastiche, si analizza quali interessi possano assurgere ad oggetto di tutela penale, quando tali interessi si possano ritenere sufficientemente definiti, e soprattutto, come decidere quali interessi rientrano nel minimo e quali nel massimo di estensione dei confini della tutela penale²⁰.

Il paradosso è che, sotto il vessillo del "diritto penale minimo", si celano tendenze a selezionare in senso classista e selettivo della risposta penale. Le tendenze di ritorno di una concezione "minima" dell'intervento penale, proprio in settori concernenti la criminalità dei potenti, piuttosto che quella degli indigenti, lascia apparire come ingenua e semplicistica la proposta di una ridu-

²⁰ In tutte le sue versioni, il diritto penale minimo cade in contraddizione di fronte ai beni collettivi, quella congerie di interessi generici, diffusi, non individuati, che assurgono ad oggetto di tutela penale soprattutto nel diritto penale moderno e nel settore economico. Sono questi a mettere in crisi l'impianto liberale costruito sull'idea di bene giuridico, il rifiuto di una estensione indeterminata degli interessi oggetto di tutela, il rifiuto dell'uso di termini vaghi, imprecisi o valutativi, che lasciano spazio a processi di soggettivizzazione nell'interpretazione della norma. La corrente di pensiero rappresentata da insigni studiosi di ispirazione riduzionista è dell'idea che il principio di offensività consenta di considerare beni solo quelli la cui lesione si concreta in un'offesa in danno di persone in carne ed ossa: HASSEMER, *Kennzeichen und Krisis des modernen Strafrechts*, in *Zeitschrift fuer Rechtspolitik*, 1992, p.378. All'insegna della tutela dei diritti umani Alessandro Baratta, auspica, del pari, un diritto penale minimo; BARATTA, *La politica criminale e il diritto penale della Costituzione. Nuove riflessioni sul modello integrato delle scienze penali*, in CANESTRARI, *Il diritto penale alla svolta di fine millennio*, Torino, 1998, p.24. Altro filone riduzionista, accanito assertore della legittimità di un modello di diritto penale "minimo", include in questo minimo solo i beni riferibili ad individui: vita, salute, libertà, patrimonio, onore, proprietà: FERRAJOLI, in *Diritto e ragione. Teoria del garantismo penale*, Roma-Bari, auspica una riduzione al minimo del diritto penale sia sul versante della tipologia che del *quantum* delle sanzioni nonché degli oggetti di tutela. La concezione naturalistica, materiale del bene giuridico, che richiede un substrato materiale suscettibile di percezione sensoriale tuttavia rischia di sembrare anacronistica e ridicola rispetto all'emergere di rischi diffusi nella società, nei settori economici, rispetto all'emergere di nuove istanze di tutela e di ridurre l'offensività ad un doppione della tassatività, della precisione, della determinatezza nella descrizione della norma.

zione secca del diritto penale proprio con riferimento alle nuove forme di criminalità²¹ rivelando una concezione “manovrata” dell’offensività come un comodo grimaldello strumentalizzato a favore di logiche di potere²².

La tutela dei beni immateriali e strumentali è un fenomeno caratteristico del diritto penale dell’impresa, storicamente affermatosi come segmento autonomo rispetto ai delitti classici contro il patrimonio, proprio in conseguenza di questo “spostamento all’indietro” dell’oggetto di protezione, in cui sono valori meritevoli di protezione istituiti giuridici la cui funzione è quella di assicurare in via preventiva le condizioni favorevoli alla tutela di interessi finali dei singoli. Il *trend* di valorizzazione di beni strumentali intermedi che connota *ab origine* il diritto penale dell’impresa d’altra parte si adatta perfettamente alla conformazione assunta dal settore, connotato da una progressiva finanziarizzazione delle ricchezza, la quale si presenta ormai distaccata dai patrimoni individuali ed incanalata in investimenti seriali e di massa, gestiti per lo più da intermediari professionali. Situazione per la quale l’aggressione al patrimonio

²¹ Persino il diritto penale “classico” non ha mai escluso dal suo raggio di azione interessi di natura collettiva. Ciò che caratterizza il diritto penale contemporaneo è soltanto una crescente attenzione verso questi beni, collettivi, diffusi, sovra-individuali, spesso poco afferrabili in senso materiale, frutto delle trasformazioni economico-istituzionali che hanno fatto emergere nuove entità meritevoli e bisognose di tutela penale; Cfr. SILVA SANCHEZ, *L’espansione del diritto penale. Aspetti della politica criminale nelle società postindustriali*, Milano, 2004, pref. all’edizione italiana di Militello, che fa notare come la selezione di interessi meritevoli di tutela ispirata ad un forte personalismo non impone che tali interessi abbiano natura materiale, ma che il reato abbia alla base una vicenda personale.

²² FLICK, *Problemi e prospettive del diritto penale dell’impresa all’alba del nuovo secolo: il nodo dei beni protetti*, in AA.VV., *Governo dell’impresa e mercato delle regole*, cit., p.1303. Vi è chi adombra che le scelte politiche in tema di diritto societario, più che essere finalizzate alla realizzazione del benessere sociale, siano in funzione dell’accrescimento di interessi particolari di classi gruppi sociali cui appartengono giuristi, consulenti, contabili, ovvero soggetti portatori di interessi potenzialmente in conflitto sia con le imprese che con i consumatori. E’ infatti il rinnovato quadro normativo a richiedere consigliabile il ricorso a una serie di professionisti, cui corrisponde un aumento delle rendite, ma a danno delle imprese, oberate da maggiori costi, per di più non compensati da una maggiore flessibilità della disciplina applicabile, così ENRIQUES, *Scelte pubbliche e interessi particolari nella riforma delle società di capitali*, in *Mercato, Concorrenza, Regole*, 2005, p.145.

viene a configurarsi come effetto mediato di una preliminare e dirimpente malversazione collettiva.

Il diritto penale dell'impresa dunque apre il varco alla tutela penale non di beni, ma di mere funzioni strumentali, di interessi ad ampio spettro, di natura sovraindividuale, sfuggente che non si prestano ad essere tutelati attraverso incriminazioni tradizionali per la mancanza di afferrabilità, di una dimensione di dannosità reale, neppure a livello di massa in pericolo²³. Negare a tali interessi collettivi, immateriali, anche normativi *tout court*, come la trasparenza e l'informazione societaria e finanziaria significa rimanere aggrappati ciecamente a principi deontologici, senza volere guardare come la società, e quindi il diritto penale, si sia trasformato, trasfigurato rispetto a quelle connotazioni che ne ancoravano la giustificazione razionale a lesioni materiali ed afferrabili²⁴.

²³ MOCCIA, *Dalla tutela di beni alla tutela di funzioni: tra illusioni postmoderne e riflussi illiberali*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 1995, p.343 ss.

²⁴ In senso decisamente critico nei confronti della riforma operata con il d.lgs. 11 aprile 2002, n. 61, cfr. soprattutto, fra i primi commenti, ALESSANDRI, *La legge delega n. 366 del 2001: un congedo dal diritto penale societario*, in *Corr. giur.*, 2001, p. 1545 ss.; ID., *I nuovi reati societari: irrazionalità e arretramenti della politica penale nel settore economico*, in *Quest. giust.*, 2002, p. 1 ss.; ID., *Simbolico e reale nella riforma del diritto penale societario*, in *Mercato, concorrenza, regole*, 2002, p. 146 ss.; ID., *Il ruolo del danno patrimoniale nei nuovi reati societari*, in *Società*, 2002, p. 797 ss.; BELCREDI, *A' rebours, ovvero: la riforma del "falso in bilancio"*, in *Mercato, concorrenza, regole*, 2002, p. 132 ss.; CRESPI, *Le false comunicazioni sociali: una riforma faceta*, in *Riv. soc.*, 2001, p. 1345 ss.; DONINI, *Abolition criminis e nuovo falso in bilancio. Struttura e offensività delle false comunicazioni sociali dopo il d.lgs. 11 aprile 2002, n. 61*, in *Cass. pen.*, 2002, p. 1240 ss.; FOFFANI, *Rilievi critici in tema di riforma del diritto penale societario*, in *Dir. pen. proc.*, 2001, p. 1193 ss.; ID., *Verso un nuovo diritto penale societario: i punti critici della legge delega*, in *Cass. pen.*, 2001, p. 3246 ss.; ID., *Riforma dei reati societari e tutela penale dell'informazione: dalla "lunga marcia verso la trasparenza" alla rapida corsa verso l'opacità*, in *Verso un nuovo diritto societario*, a cura dell'Associazione Disiano Preite, Bologna, 2002, p. 329 ss.; ID., *La nuova disciplina delle false comunicazioni sociali*, in *I nuovi reati societari: diritto e processo*, a cura di A. Giarda e S. Seminara, Padova, 2002, p. 232 ss.; ID., in *Commentario breve alle leggi penali complementari*, a cura di F.C. Palazzo e C.E. Paliero, 2a ed., Padova, 2007, p. 1797 ss.; ID., *"Crónica de una muerte anunciada": la reforma de los delitos societarios en Italia*, in *Rev. pen.*, n. 15, 2005, p. 57 ss. ed in *Protección penal del consumidor en la Unión Europea*, a cura di N. Garcia Rivas, Cuenca, ed. UCLM, 2005, p.233 ss.; FOFFANI - VELLA,

7. Lo scenario così descritto è stato solo in parte rettificato dagli ultimi interventi “correttivi” del legislatore che, accusato di aver causato una caduta di credibilità e fiducia del sistema economico e finanziario italiano, già fin troppo prostrato da una situazione di debolezza e regresso dell’apparato produttivo, incalzato dai collassi finanziari che mettevano l’indice sulle patologie dei sistemi finanziari, ha posto nuovamente mano a numerose norme penali contenute nel codice civile, nel testo unico di intermediazione finanziario e nel testo unico bancario, in favore di un recupero della tutela di interessi pubblici²⁵.

Il riferimento è ai due interventi legislativi che hanno caratterizzato il 2005: la legge n. 62 del 2005 in tema di abusi di mercato che ha, tra l’altro ancora un ennesima volta, irrobustito la fitta schiera di illeciti di aggio²⁶ ;

“Nuovo” falso in bilancio: un passo indietro nel cammino verso l’Europa, in *Mercato, concorrenza, regole*, 2002, p. 125 ss.; MANNA, *La riforma dei reati societari: dal pericolo al danno*, in *Foro it.*, 2002, V, c. 111 ss.; MARINUCCI, *Falso in bilancio: con la nuova delega avviata una depenalizzazione di fatto*, in *Guida Dir.*, 2001, n. 45, p. 10 s.; ID., *“Depenalizzazione” del falso in bilancio con l’avallo della SEC: ma è proprio così?*, in *Dir. pen. proc.*, 2002, p. 137 ss.; C.E. PALIERO, *Nasce il sistema delle soglie quantitative: pronto l’argine alle incriminazioni*, in *Guida al dir.*, 2002, p. 37; PALMIERI, *Pubblicità a maglie larghe per i “nuovi reati societari”*, *Dir.prat.soc.*, 2002, n.10, p.7; PEDRAZZI, *In memoria del “falso in bilancio”*, in *Riv. soc.*, 2001, p. 1369 ss.; PULITANO, *Falso in bilancio: arretrare sui principi non contribuisce al libero mercato*, in *Guida Dir.*, 2001, p. 9 s.; SEMINARA, *False comunicazioni sociali, falso in prospetto e nella revisione contabile e ostacolo alle funzioni delle autorità di vigilanza*, in *Dir. pen. proc.*, 2002, p. 676 ss. Manifestano invece un positivo apprezzamento per le scelte operate dal legislatore, in particolare, CARACCIOLI, *Falso in bilancio: dietro le polemiche norme più aderenti alla realtà societaria*, in *Guida Dir.*, 2001, n. 36, p. 10 s.; ID., *Una riforma in linea con la realtà economica*, in *Legisl. pen.*, 2002, p. 531 ss.; LANZI, *La riforma sceglie una risposta “civile” contro l’uso distorto dei reati societari*, in *Guida Dir.*, 2002, p. 9 s.; ID., *La riforma del reato di falso in bilancio: la nuova frontiera del diritto penale societario*, in *Società*, 2002, p. 269 ss.; NORDIO, *Novella necessaria e doverosa per riportare certezza nel diritto*, in *Guida Dir.*, 2001, p. 12 s.

²⁵ Il legislatore, in deroga alla prassi legislativa invalsa, non ha operato per ragioni di urgenza a mezzo delega, bensì con legge di recezione diretta delle direttive comunitarie, facendo così proprio l’art. 9 della Direttiva 2003/6/ CE, che si trova in essa praticamente trasfuso.

²⁶ Nell’arco di pochi anni, il delitto di aggio è stato oggetto di numerosi interventi normativi che ne hanno via via modificato la fisionomia. La prima sostanziale modifica risale alla famigerata riforma dei reati societari del 2002, laddove l’obiettivo del legislatore era quello di accorpate in un’unica fattispecie le diverse speciali figure di aggio sparse nelle leggi

ed il tanto atteso intervento sulla tutela del risparmio (legge n. 262 del 2005), attuato nello stesso anno, che perseguiva ben più ampie finalità di intervento nel settore dei mercati finanziari.

Con la legge del 18 aprile 2005 il legislatore italiano ha dato attuazione alla direttiva 2003/6/CE, incidendo sulla disciplina del mercato mobiliare su due fronti: quello della regolamentazione dell'informazione societaria, e quello relativo agli illeciti di *insider trading* (art. 184 Tuf) e di manipolazione del mercato (art. 185 Tuf), ora presenti nel nostro ordinamento sia nella versione di illeciti penali sia come illeciti amministrativi. E infatti, a meno un anno di distanza dalla riforma dei reati societari, segue la direttiva 2003/6/CE del Parlamento europeo e del Consiglio europeo, relativa agli abusi di mercato e, a ruota, la relativa legge di attuazione nel 2005 che, oltre a reintrodurre la figura speciale di aggio di aggio su strumenti finanziari quotati, però denominata "*Manipolazione del mercato*" (art. 185 Tuf), prevede una corrispondente figura di illecito amministrativo egualmente qualificata, di esclusiva competenza, sia nella fase dell'accertamento che in quella dell'esecuzione, dell'autorità di Vigilanza (art. 187 *ter* Tuf)²⁷.

complementari, così ponendosi in parallelo all'unica figura sopravvissuta prevista dal codice penale. Ma già all'indomani della sua introduzione, la "nuova" fattispecie speciale di aggio prevista dal codice civile è chiamata a fare i conti con le istanze di armonizzazione e di rafforzamento della disciplina dei mercati finanziari, affermate a livello europeo. Lo stesso legislatore delegato, nel redigere il testo finale, si era mostrato "*consapevole che la fattispecie di aggio su strumenti finanziari potrebbe in futuro dover essere ritoccata, per l'avanzato stadio di elaborazione in sede comunitaria di una direttiva sull'abuso di mercato*" Relazione ministeriale al d.l. 11 aprile 2002, n. 61 in *Guida al dir.*, 16/2002, p.33.

²⁷ Quanto ai rapporti tra art. 2637 c.c. e art. 185 Tuf, la giurisprudenza è concorde nel ritenere un rapporto di continuità normativa, data la sostanziale coincidenza del bene giuridico protetto, dei soggetti attivi, delle modalità di realizzazione della condotta, con la conseguenza che condotte aventi ad oggetto strumenti finanziari quotati nei mercati regolamentari commesse anteriormente all'entrata in vigore della legge n.62/2005 mantengono rilevanza penale, applicandosi la disciplina più favorevole di cui all'art. 2637 c.c. Così Trib. Milano, sent. 28 maggio 2011.

Tale legge, il cui portato avrebbe dovuto, nelle iniziali intenzioni del legislatore, far parte di un complessivo intervento a tutela del risparmio, ma per difficoltà di intesa politica venne da essa distaccato, ha come obiettivo primario riformulare ed in gran parte creare *ex novo*, un sistema di illeciti, penali ed amministrativi, posti a tutela del mercato finanziario, ed in particolare delle esigenze di integrità, affidabilità e stabilità dei mercati, in vista della creazione del Mercato unico.

La appena di poco successiva legge sul risparmio (legge n. 262 del 2005) persegue un disegno assai ampio ed eterogeneo che tocca la disciplina della *governance* delle società quotate e i controlli nel governo societario, profili di trasparenza nei rapporti con le società estere, regole sui conflitti di interesse nelle attività finanziarie, la disciplina dei controlli nella revisione dei conti, regole in tema di offerta e di circolazione di prodotti finanziari, i rapporti tra autorità di vigilanza, e via ancora dicendo.

Tuttavia, a fronte delle aspirazioni volte ad un assicurare una più efficiente regolamentazione dei mercati finanziari e a rendere più affidabili i rapporti tra imprese e risparmiatori, la legge sul risparmio non si è sottratta a pesanti critiche²⁸. Sotto il versante delle innovazioni penalistiche, è di immediata percezione l'intento di irrobustire esasperatamente la sanzione penale, di fare ampio e generoso uso di disposizioni penali nel settore della legislazione dei mercati finanziari, invertendo ancora una volta il segno degli obiettivi che avevano animato i precedenti interventi. Il punto è che ne risulta tuttavia un quadro certamente poco coerente e che pecca di razionalità, che rivela una "forbice", un doppio binario di intervento: quello severo e simbolico dei mer-

²⁸ Si veda per tutti, SPAVENTA, *La legge sulla tutela del risparmio: passi avanti errori e illusioni*, in *Analisi Giuridica dell'economia*, 2006, 1, p.11; MESSORI, *La legge sulla tutela del risparmio: un'altra occasione mancata*, in *Banca Impresa, Società*, 2004, n. 3, p.405; FERRARINI, *Informazione societaria: quale riforma dopo gli scandali?*, in *Banca Impresa Società*, 2006, p.411.

cati finanziari, da mettere in mostra all'Europa, quello societario più clemente e sensibile alle logiche interne²⁹.

Da un lato i reati societari, ai quali sono stati apportati solo superficiali ritocchi rimangono connotati da una accentuata mitezza della risposta sanzionatoria. Dall'altro una draconiana duplicazione delle sanzioni penali e amministrative per gli illeciti contenuti nei testi unici bancario e finanziario, che raggiunge picchi di severità mai raggiunti e che rivela, nelle linee direttrici, il ricorso ad un approccio "sintomatico", volto cioè a intervenire sui sintomi più evidenti delle patologie manifestate dalle riformate norme, senza tuttavia mettere criticamente in discussione le scelte di fondo poco prima operate, anzi accentuando l'impressione di un diritto penale economico "a due velocità"³⁰.

Certo, il legislatore è "tornato sui suoi passi", ed ha introdotto dei correttivi ad una normativa penale che aveva fatto eclissare la rilevanza del falso in sé, e dell'interesse alla trasparenza. Tuttavia, è possibile seriamente dubitare che simili interventi correttivi, oscillanti tra irragionevole indulgenza e cieca repressione, siano davvero in grado di fornire una risposta esauriente alla attuale crisi dei mercati finanziari³¹.

²⁹ SEMINARA, *Informazione finanziaria e mercato: alla ricerca di una strategia del controllo penale e amministrativo*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, 2006, p.255.

³⁰ MUSCO, *I nuovi reati societari*, cit., p. 100 ss; MARINUCCI-PALIERO, *Tutela del risparmio: soluzioni a metà sul nuovo assetto dei reati societari*, in *Guida la diritto*, n. 11, del 19.3.2005, p.13; ZAVATELLI, *Un primo commento riassuntivo sul ddl a tutela del risparmio recentemente approvato in via definitiva*, in www.penale.it; MANNA, *Tutela del risparmio, novità in tema di insider trading e manipolazioni del mercato a seguito della legge Comunitaria del 2004*, in *Riv.trim.dir.pen.ec.*, 2005, p.659; SEMINARA, *Nuovi illeciti penali e amministrativi nella legge sulla tutela del risparmio*, in *Dir.pen.proc.*, 2006, n.5, p.549; PALMIERI, *Tutela del risparmio: riflessi penali sulla materia societaria*, in *Diritto e pratica delle società*, 2006, p.6; IURILLI, *Taluni aspetti della nuova legge italiana sul risparmio: il conflitto di interessi, la mancata introduzione della class action e la nuova legge tedesca sull'azione di classe in materia di tutela del risparmio "Gesetz zur Einfuehrung von Kapitalanlegermusterverfahren"*, in *Studium iuris*, 2006, p.782.

³¹ In proposito, SEMINARA, *Crisi finanziaria e disorientamenti etici e giuridici*, in *Diritto penale e proc.*, 2009, n.3, p.269.

Infatti la flebile risposta del legislatore penale alle irrompenti esigenze di trasparenza mal si conciliano con le prescrizioni in tema di pubblicità obbligatoria imposte alle società quotate dagli artt. 114 e seguenti del Tuf e alle conseguente figure di illecito amministrativo in esso contenute.

Il compito di un recupero del controllo del mercato in favore dei soggetti connotati da una posizione di disparità sotto il profilo informativo, allo scopo di restituire una sorta di “parità delle armi” si trasferisce in ambito giudiziario nelle mani della giurisprudenza, la quale si avvale degli strumenti di cui dispone: il delitto di aggio (art.2637 c.c. per le società non quotate) e di manipolazione del mercato (art. 185 Tuf per quelle quotate), di ostacolo alle funzioni di vigilanza (artt. 2638 c.c. e per le società quotate art. 170 bis Tuf). Inizia così, a ridosso degli scandali e delle grandi crisi d’impresa la stagione dei procedimenti penali a carico di società e soggetti di grande spicco della realtà economica italiana.

8. Gli artt. 2621 e 2622 c.c. stravolgendo l’originario assetto del codice civile del 1942, prevedono una disciplina penale delle false comunicazioni sociali articolata secondo una progressione offensiva che vede alla base una semplice figura contravvenzionale (art. 2621 c.c.), punita con l’arresto fino ad un anno e sei mesi (limite massimo innalzato a due anni dalla l. 262/2005); sul gradino successivo vi è una figura delittuosa (art. 2622 comma 1 c.c.), punibile con la reclusione da sei mesi a tre anni, perseguibile a querela della persona offesa e caratterizzata dalla presenza di un evento di danno patrimoniale per i soci e i creditori (attuali) della società; un ulteriore incremento di pena (reclusione da uno a quattro anni), accompagnato dalla procedibilità d’ufficio, è previsto se le false comunicazioni sociali vengono commesse nell’ambito di società quotate nei mercati regolamentati italiani o dell’Unione Europea (art.

2622 comma 3 c.c.), mentre al vertice della piramide punitiva vi è ora l'ipotesi (sanzionata con la pena della reclusione da due a sei anni) in cui le false comunicazioni di società quotate cagionino un "grave nocumento ai risparmiatori", configurato come un danno patrimoniale coinvolgente una quantità di risparmiatori "superiore allo 0,1 per mille della popolazione risultante dall'ultimo censimento ISTAT" ovvero come una "distruzione o riduzione del valore di titoli di entità complessiva superiore allo 0,1 per mille del prodotto interno lordo" (art. 2622 commi 4 e 5 c.c.).

I correttivi apportati dalla legge sul risparmio in effetti sono assai miseri: il legislatore ha voluto porre un rimedio alla particolare anomalia data dal meccanismo delle soglie, tali da tratteggiare già *a priori* delle vere e proprie sacche di immunità, tuttavia solo con esclusivo riferimento alle comunicazioni sociali concernenti le società quotate, e senza assolutamente intaccare le altre fattispecie societarie contenute nel codice civile e ugualmente caratterizzate da cause di non punibilità e cornici edittali assai miti. Il meccanismo delle soglie, l'eclissarsi dell'interesse della trasparenza, la procedibilità a querela, che ne inceppavano l'effettività, tuttavia solo marginalmente e superficialmente sono stati espunti.

È pur vero che la legge n.262 del 2005 ha inserito nei commi 5 e 9 degli artt. 2621 e 2622 c.c. la previsione di una sanzione amministrativa pecuniaria da dieci a cento quote e una serie di pene accessorie interdittive nei confronti dell'autore di false comunicazioni sociali penalmente irrilevanti per effetto del meccanismo delle soglie previste ai commi 3 e 4, dando così vita ad un illecito parallelo amministrativo la cui afflittività si coglie alla luce della non sospensibilità dell'esecuzione della sanzione amministrativa e del più lungo termine di prescrizione. Tale nuova figura di illecito amministrativo, introdotta con la suddetta disposizione affida al Prefetto (con quali problemi di raccordo tra au-

torità amministrativa e giudiziaria non è ancora possibile immaginare) la competenza ad irrogare le relative sanzioni, commisurate peraltro in quote, sulla falsariga di quanto disposto dalla l. n.231 del 2001 in tema di responsabilità dell'ente da reato. Tale risposta è in linea con una generale tendenza che ripone grande fiducia sulle capacità di prevenzione e repressione degli illeciti amministrativi, ma è sul piano della risposta penale che il quadro complessivo rivela la sua fallacia. Malgrado i suddetti "ritocchi" si deve osservare come l'art. 2621 c.c. configuri una tutela pressochè inesistente per la degradazione dell'illecito da delitto a contravvenzione, per la misura risibile della pena e per la brevità del termine prescrizione. Se già sotto l'impero del vecchio art. 2621 n. 1 c.c. non si sarebbe potuto concludere un processo entro gli odierni termini di prescrizione, la prospettiva di portare oggi a termine un procedimento per la nuova contravvenzione di false comunicazioni sociali, con tutti gli elementi di complessità introdotti, è assolutamente inverosimile.

È dunque, di fronte alle falsità nell'informazione societaria, rimane solo – come unico vero baluardo penalistico - la fattispecie delittuosa dell'art. 2622 c.c., la quale peraltro tutela esclusivamente il patrimonio di soci e creditori, come è reso evidente dalla descrizione dell'evento consumativo del reato e dall'attribuzione del potere di querela. La norma prevede inoltre – come pure l'art. 2621 c.c. - delle soglie di punibilità che sono un'assoluta anomalia nel panorama del diritto comparato e che dispiegano un palese effetto "criminogeno", nel senso di lasciare agli amministratori di società la mano assolutamente libera nel falsificare bilanci e comunicazioni sociali al di sotto delle fatidiche soglie, reiterando tale attività di esercizio in esercizio, senza alcun rischio di incorrere in sanzioni penali.

Si trascura completamente, nell'ottica della riforma, la dimensione qualitativa dell'informazione societaria in virtù della quale vi sono dati della

situazione economica della società, che possono senz'altro rivelarsi essenziali per le scelte di investimento dei soci e dei terzi, pur sfuggendo ad una quantificazione del tipo di quella che il legislatore ha preteso di operare con la previsione delle soglie.

Tutto questo complesso di elementi, in sostanza, si traduce in un mutamento radicale del paradigma di tutela: il bene giuridico protetto non è più la trasparenza dell'informazione societaria, come nella disciplina originaria del codice civile del '42, ma è diventato il patrimonio dei soci e dei creditori. La tutela del bene giuridico originario dell'incriminazione in esame - che è oggi assunto al rango di bene giuridico comunitario (o di rilevanza comunitaria) - può dirsi tranquillamente scomparsa dal nostro ordinamento, essendo divenuta soltanto una mera conseguenza indiretta, riflessa, eventuale e sporadica della tutela accordata agli interessi patrimoniali di soci e creditori³².

E' nota, a questo riguardo, l'obiezione dei fautori della riforma, che fanno appello alla presenza, per quanto labile e sfumata, dell'art. 2621 c.c., quale norma che garantisce un livello quantomeno basico di tutela al bene giuridico della trasparenza. Pertanto, allo scopo di ampliarne al massimo l'ambito applicativo, si è asserito che l'art. 2621 c.c. verrebbe in considerazione ogni qual volta non si sia verificato un danno nei confronti dei soci o dei creditori, oppure vi sia stato un danno, ma non via sia (o sia venuta meno) la perseguibilità in quanto la querela non sia stata presentata oppure sia stata successivamente ritirata. Una simile tesi compromissoria risulta però, a ben vedere, insostenibile: l'art. 2621 è semplicemente la riproduzione speculare della fattispecie

³² La soluzione prescelta dal legislatore della riforma è certamente in controtendenza con la maggior parte della letteratura penalistica sul tema di quasi mezzo secolo, segna il ritorno a favore di una ottocentesca concezione patrimonialistica e individualistica, quale quella prefigurata dalla riforma, assolutamente anacronistica, poco confacente ai moderni assetti economici e giuridici, ma soprattutto in assoluta controtendenza rispetto agli orientamenti politico criminali degli ordinamenti degli altri Paesi dell'Unione europea.

dell'art. 2622, dalla quale si differenzia solo per l'assenza dell'evento di danno. Se così fosse però si dovrebbe anche riconoscere che l'art. 2621 c.c. non è altro che una fattispecie che appresta una tutela anticipata a quello stesso bene giuridico tutelato dall'art. 2622, vale a dire il patrimonio dei soci e dei creditori.

Dunque, la riforma sul risparmio ha apportato solo qualche ritocco a quello che era stato il punto dolente della riforma dei reati societari ed in particolare ai reati di false comunicazioni sociali che, nell'intervento riduzionista di qualche anno prima, avevano suscitato non solo immediate e quasi unanimi critiche per le ragioni già esposte, ma anche ricorsi alla Corte costituzione ed alla Corte di Giustizia della Comunità Europea. In particolare, è il meccanismo delle soglie di rilevanza del fatto che si sono attrite gli strali da parte degli operatori giuridici, sollevando una questione di legittimità presso la Corte di Giustizia CE per inadempimento degli obblighi comunitari, conclusasi con una pronuncia di non accoglimento della questione³³.

La riforma legislativa che – ad avviso di molte ed autorevoli voci critiche – si distaccava gravemente non solo dai binari di una razionale politica criminale, ma anche da specifiche esigenze di tutela riconosciute dal diritto comunitario, è stata sottoposta al sindacato di legittimità della Corte di giustizia delle comunità europee proprio ad opera dei giudici penali, in tal modo provocando il

³³ In proposito, FOFFANI, *Verso una europeizzazione del diritto penale dell'economia: la sentenza della Corte di Giustizia delle Comunità Europee sul falso in bilancio(caso Berlusconi)*, in AFDUDC, 2008, p.333; RIONDATO, *Osservatorio della Corte di giustizia delle Comunità europee*, in *Dir. pen. proc.*, 2005, p. 782 ss; ID., *Falso in bilancio e Corte di giustizia CE (causa Berlusconi): non è un rigetto*, in *Riv.trim.dir.pen.ec.*, 2005, p.372. Fra i primi commenti alla decisione della Corte cfr. inoltre V. ONIDA, *Quando il giudice decide a metà*, in *Il sole 24ore*, 4 maggio 2005; INSOLERA- MANES, *La sentenza della Corte di Giustizia sul "falso in bilancio": un epilogo deludente?*, in *Cass. pen.*, 2005, p. 2764 ss.; e si vedano infine i contributi pubblicati in *Ai confini del "favor rei". Il falso in bilancio davanti alle Corti costituzionale e di giustizia*, a cura di R. Bin, G. Brunelli, A. Pugiotto e P. Veronesi, Torino, 2005.

trasferimento del sindacato di legittimità della nuova normativa dalla sede costituzionale interna alla diversa sede comunitaria³⁴.

Interessante è la valutazione della sentenza della Corte di giustizia nella quale si concentra un aspetto assai innovativo: si allude al riconoscimento espresso, per la prima volta, della necessità di sanzioni effettive, proporzionate e dissuasive non solo per la omessa pubblicazione del bilancio di esercizio - come espressamente richiesto dall'art. 6 della I direttiva in materia societaria n. 68/151/CEE - ma anche, per le diverse e più gravi ipotesi di falsità nei bilanci di esercizio, nei bilanci consolidati e, più in generale, in tutto il sistema dell'informazione societaria a contenuto economico, nell'interesse dei soci e dei terzi³⁵.

Una simile lettura estensiva dell'esigenza comunitaria di sanzioni adeguate in materia di informazione societaria era auspicata, ma tutt'altro che scontata, nonostante l'obiettivo maggiore gravità delle condotte di false comunicazioni, rispetto alle ipotesi di mera omessa pubblicazione dei bilanci.

A tale risultato interpretativo la Corte giunge attraverso un espresso riconoscimento "a tutto tondo" della trasparenza dell'informazione societaria

³⁴ MARINUCCI, *"Depenalizzazione" del falso in bilancio con l'avallo della SEC: ma è proprio così?*, in *Dir.proc.pen.*, 2002, p.137 (che suggerisce una questione di legittimità costituzionale del decreto legislativo).

³⁵ CGCE, 3 maggio 2005, in *Guida Dir.*, 2005, n. 20, p. 105 s., con nota di DI MARTINO, *Possibile l'applicazione della pena più mite anche se affetta da illegittimità "europea"*. Testualmente: "A tale riguardo, occorre prendere in considerazione, in particolare, il ruolo fondamentale della pubblicità dei conti annuali redatti conformemente alle norme armonizzate relative al loro contenuto, al fine di tutelare gli interessi dei terzi, obiettivo chiaramente sottolineato nei preamboli sia della prima sia della quarta direttiva sul diritto societario" (punto 62). "Ne consegue che l'esigenza relativa all'adeguatezza delle sanzioni come quelle previste dai nuovi art. 2621 e 2622 c.c. per i reati risultanti da falsità in scritture contabili è imposto dall'art. 6 della prima direttiva sul diritto societario" (punto 63) e che, "pur conservando la scelta delle sanzioni, gli Stati membri devono segnatamente vegliare a che le violazioni del diritto comunitario siano punite, sotto il profilo sostanziale e procedurale, in forme analoghe a quelle previste per le violazioni del diritto interno simili per natura e importanza e che, in ogni caso, conferiscano alla sanzione stessa un carattere effettivo, proporzionato e dissuasivo" (punto 65).

come bene giuridico di rilevanza comunitaria al quale viene reclamata una tutela adeguata e, in prospettiva, armonizzata a livello europeo³⁶.

9. La riforma dei reati societari, sebbene rinvigorita dalla legge sul risparmio, ha segnato un evento epocale della storia del diritto penale dell'impresa, costituito dalla patrimonializzazione dell'interesse della trasparenza e all'informazione, il cui ambito si circoscrive all'interno della logica societaria, degli interessi dei soci e dei creditori: la falsità delle informazioni comunicate perde rilevanza in sé e per se considerata, se non è produttiva di un danno patrimoniale.

Nella pratica giudiziaria e nella realtà del diritto vivente lo strozzamento dei delitti di false comunicazioni sociali genera una rinnovata operatività del delitto di agiotaggio e delle fattispecie di manipolazioni del mercato, nell'ambito del diritto penale dei mercati finanziari, quali unici strumenti di tutela del mercato in sé, la cui proiezione lesiva non si colloca immediatamente a livello degli interessi della trasparenza e della parità informativa, ma più precisamente sul meccanismo di formazione dei prezzi, ovvero in quel delicato passaggio dell'informazione da valore puramente conoscitivo a valore economico in quanto incorporato nel prezzo. Sotto il profilo politico criminale, l'ampiezza di contenuti propria del delitto di manipolazione del mercato si presta a recuperare un varco per un controllo pubblico dell'interesse alla tra-

³⁶ FOFFANI, *Prospettive di armonizzazione europea del diritto penale dell'economia: le proposte del progetto "eurodelitti" per la disciplina delle società commerciali, del fallimento, delle banche e dei mercati finanziari*, in *Studi in onore di G. Marinucci*, a cura di Dolcini e Paliero, vol. III, Milano, 2006, p.2321 ss.; SEMINARA, *L'evoluzione europea del diritto penale del mercato finanziario nella prospettiva italiana*, in AA.VV., *Il diritto penale nella prospettiva europea. Quali politiche criminali per quale Europa?*, a cura di Canestrari-Foffani, Milano, 2005, p.223; MEZZETTI, *La tutela penale degli interessi finanziari dell'Unione Europea. Sviluppi e discrasie nella legislazione penale degli Stati membri*, Padova, 1994; SICURELLA, *Il Corpus Juris come modello per la definizione di un sistema penale europeo*, in *Lezioni di diritto penale europeo*, cit., p.736; ID., *Diritto penale e competenze dell'Unione europea*, Milano, 2005.

sparenza e all'informazione sulla gestione e contabilità societaria che la riforma dei reati societari sembrava volere ridurre, ma solo nella in cui tali informazioni vengano incorporate nei prezzi di mercato³⁷.

Il quadro normativo attuale prevede i “nuovi” illeciti di aggio e di manipolazione del mercato come strumenti destinati a restituire vitalità e fiducia alla tutela penale degli interessi finanziari. L'evanescenza della norme, strutturate secondo lo schema del pericolo, sostenute da una forte reazione repressiva, ai confini tra attività di mera speculazione e esigenze di tutela di interessi collettivi, si presta oggi a comodo grimaldello per accedere nel cuore delle imprese, così come un tempo si fece con il delitto di abuso d'ufficio per quanto attiene alla gestione della cosa pubblica e con le false comunicazioni sociali per quanto attiene all'impresa privata.

Questo ritorno del delitto di aggio, nella versione moderna contenuta nel Tuf, segna il passaggio dalla tutela della trasparenza e della informazione alla tutela del mercato, in particolare apprestando tutela a quel meccanismo che consente una naturale determinazione del prezzo di mercato. Il bene protetto dall'incriminazione della condotta di aggio è la rilevanza pubblicistica del mercato finanziario, inteso, come spazio ideale nel quale gli scambi e i flussi di danaro devono svolgersi in una situazione di parità di condizioni per tutti i soggetti che vi operano, garantite da un sistema di regole che tuteli in massimo grado non solo l'uniformità delle procedure imposte dalle *Autority*, ma soprattutto la trasparenza delle informazioni disponibili.

L'espressione “mercato” non descrive l'astratto e teorico funzionamento di un'istituzione: dietro di esso si coagulano le posizioni individuali patrimoniali dei risparmiatori/investitori, ovvero dei soggetti che popolano e operano nel

³⁷ ALESSANDRI, *Attività d'impresa e responsabilità penali*, in *Riv.it.dir.proc.pen.*, 2005, p.570 s.

mercato, si celano gli interessi di migliaia di individui che normalmente lo praticano e che investono il loro patrimonio nell'acquisto di strumenti finanziari³⁸.

Gli interessi economici di rilevanza pubblicistica, vanno più correttamente riferiti agli interessi dei singoli soggetti privati, intesi quale cerchia indeterminata di persone. Il concetto generico di offesa dei mercati finanziari si concretizza attraverso il riferimento ai più concreti interessi degli investitori non solo di natura patrimoniale alla realizzazione di un proficuo investimento, ma anche alla stabilità ed affidabilità (la c.d. fiducia) verso una istituzione – appunto il mercato- mossa da un complesso meccanismo di previsioni di investimenti futuri e di aspettative reciproche di comportamenti. La tutela patrimoniale del risparmiatore entra quindi nel fuoco di tutela di beni collettivi come quella del meccanismo di determinazione del prezzo di mercato, accogliendo aspetti dinamici di attesa di rendimenti futuri che presuppongono una certa abilità dell'investitore di "prevedere" (a livello più o meno consapevole) le mosse degli altri operatori e sulla base di queste previsioni, di operare. Tali interessi entrano nel fuoco di tutela delle fattispecie di aggio, il cui oggetto giuridico non è solo l'interesse superindividuale al corretto e trasparente funzionamento dei mercati finanziari, ma copre anche le posizioni di interesse individuale di coloro che sul mercato operano confidando sulla sua correttezza e trasparenza³⁹.

³⁸ In questa prospettiva, è anche corretto il ricorso alla denominazione categoriale del bene "economia pubblica", poiché nell' economia pubblica convivono sia la prospettiva macro- che quella micro-economia, potendosi ravvisare disposizioni poste direttamente a tutela dei patrimoni individuali degli investitori e altre concernenti interessi generali, quali la funzionalità delle autorità di vigilanza o del mercato.

³⁹ Afferma la natura plurioffensiva del reato Trib. Milano, sez. II, 31 ottobre 2011 (caso Unipol), secondo cui *"può essere risarcito, pertanto, il pregiudizio patrimoniale (anche solo in termini di perdita di chances) e all'immagine subito da chi, operando nel mercato secondo le norme vigenti, sia stato in concreto danneggiato da una altrui condotta di manipolazione del mercato"*. La sentenza è stata parzialmente confermata dalla Corte di Appello di Milano, sez. II, n.3891 del 30 maggio 2012. Per contro Trib. Milano 4 maggio 2009 (Tanzi), inedita, secondo cui il delit-

In questa direzione, finalizzata alla scoperta e valorizzazione delle concrete posizioni di interesse patrimoniali ed individuali, la recente giurisprudenza partendo dall'affermazione della natura plurioffensiva del delitto di cui all'art. 185 Tuf, ha riconosciuto il ruolo di parte offesa all'investitore, ammettendone la costituzione di parte civile⁴⁰.

10. I delitti di aggioaggio societario (art. 2637 c.c.) e di manipolazione del mercato (art. 185 Tuf) completano il quadro di tutela penale del sistema di informazione finanziaria e societaria, per le modalità di realizzazione della condotta, che prevedono la diffusione di notizie false al pubblico o il compimento di operazioni simulate o di altri artifici.

In ogni caso, sia nella versione relativa ai mercati finanziari e alle società quotate, che in quella societaria comune, la struttura dell'illecito penale rimane inalterata, in quanto incentrata nella immissione nel mercato di un segnale falso, o direttamente, mediante compimento di operazioni simulate o di altri artifici, o indirettamente mediante la diffusione di notizie false.

Le condotte di manipolazione del mercato, pur sfuggendo ad una rigida e astratta classificazione, vengono per comodità distinte in due fenomenologie, a seconda che la manipolazione si manifesti mediante la divulgazione di informazioni false (manipolazione informativa), o attraverso il compimento di operazioni economiche e transazioni (manipolazione operativa). Questa duplice fenomenologia che rievoca quella tradizionale e nota nel nostro ordinamento tra aggioaggio informativo e aggioaggio operativo, si presenta

to è posto a tutela non già del patrimonio dei destinatari della comunicazione, bensì della regolarità *tout court* delle negoziazioni del mercato mobiliare.

⁴⁰ A proposito dell'art. 2637 c.c. Gup Trib. Milano, ord 25 gennaio 2005, che fa riferimento all'interesse del singolo risparmiatore –investitore che ammette alla costituzione di parte civile le associazioni che fanno specifico riferimento alla categoria dei risparmiatori, ossia dei soggetti potenzialmente danneggiati, in *Riv.trim.dir.pen.ec.*, 2006, p.279 con nota di GOLDONI.

oggi, con riferimento agli illeciti di manipolazione del mercato presenti nel nostro ordinamento e alla complessa fenomenologia dei mercati finanziari, dettata esclusivamente da esigenze di analisi teorico-giuridica: assai più frequentemente, nella prassi, le tecniche manipolatorie non si presentano nella forma pura (informativa o operativa) ma come un misto di elementi appartenenti alle diverse categorizzazioni (per esempio, le transazioni artificiali potrebbero essere realizzate con la diffusione di false voci finalizzate a creare impressioni circa l'affidabilità e desiderabilità di un determinato investimento, oppure, le notizie diffuse al pubblico tacciono su importanti contratti o operazioni che si è in procinto di compiere e che realizzano un disegno manipolativo).

Ciononostante occorre specificare che, se pur in linea astratta e teorica, queste due tipologie classiche tratteggiano due modalità di aggressione del mercato assai distinte, connotate da peculiarità proprie e specifiche, che ne impediscono una completa comunanza e una trattazione unitaria sotto il profilo teorico giuridico. Invero anche sotto il profilo pratico, la realtà delle prassi di mercato e giudiziaria dimostrano come il vero fulcro delle condotte di manipolazione non è la modalità puramente informativa di diffusione di informazioni false, quanto quella operativa, che maggiormente presenta difficoltà di tipizzazione e categorizzazione e di interpretazione, in quanto più difficilmente individuabile in astratto secondo una modellistica comportamentale ben delineata.

Ed infatti, è soprattutto quando si fuori esce dal più chiaro e radicato campo delle manipolazioni informative, che sorgono serie difficoltà di “decodificare” l'essenza manipolatoria della condotta posta in essere; si avverte quindi la necessità di strutturare l'illecito con margini di vaghezza che mettono

in crisi i normali criteri definitivi di tipo penalistico, e che chiedono l'apporto delle scienze economiche.

In ogni caso, il comune denominatore che accomuna le modalità informative e quelle operative costituiti dalla oggettiva idoneità decettiva della condotta, tale cioè da influenzare il processo decisionale dell'investitore. La falsità dell'informazione, la simulazione dell'operazione, o comunque il compimento di artifici depone inesorabilmente per una costruzione della condotta come ingannatoria e fraudolenta.

Ma deve evidenziarsi come nei delitti aggio e manipolazione del mercato non si appresta tutela direttamente al mercato delle informazioni e quindi all'interesse ad una paritaria e corretta informazione dell'investitore. Accanto alla idoneità decettiva, indiziata dalle caratterizzazioni modali della condotta, entrambe le due fattispecie penali richiedono un elemento in più costituito dall'effetto di una possibile e sensibile alterazione dei prezzi di mercato. Tale elemento distingue la mera diffusione di informazioni false o reticenti o incomplete da qualunque altro illecito amministrativo contenuto dal Tuf in caso di violazione degli obblighi di informazione continua.

Quindi le condotte di diffusione di informazione finanziaria false rilevano penalmente a due condizioni: se disponibili a tutti, e quindi diffuse ad un pubblico indeterminabile *a priori* di destinatari, e purchè il dato conoscitivo falso diffuso sia rilevante, *price sensitive*, ovvero si trasformi e si quantifichi nel prezzo di mercato, determinando una variazione del livello dei prezzi. Nelle condotte di manipolazione di mercato e di aggio, la diffusione di informazioni false rileva nella misura in cui questa sortisca una probabile concreta incidenza sul meccanismo di determinazione di prezzo di mercato e non rimanga nel mercato delle informazioni non disponibili: in assenza di questo

pericolo di alterazione, l'informazione finanziaria falsa può non assumere rilevanza penale.

Va specificato che l'elemento della idoneità a determinare una possibile alterazione del prezzo di mercato non costituisce solo una caratteristica intrinseca e contenutistica della notizia (cioè una caratteristica del segnale), ma nella struttura della norma penale acquista anche la rilevanza di evento naturalistico (sebbene di pericolo), quale effetto della condotta di falsificazione del segnale. L'accertamento di questo effetto richiede una complessiva analisi della condotta manipolativa secondo un giudizio prognostico *ex ante* (c.d. causabilità) il cui parametro nomologico di giudizio è costituito da massime di esperienza e la cui base ontologica va tuttavia circoscritta a tutte le circostanze presenti, concomitanti o successive all'azione, con esclusione dell'evento di danno, costituito dalla effettiva reazione dei mercati⁴¹.

La caratterizzazione della "decettività" e "idoneità ingannatoria", sommata a quella della "idoneità alterativa" del livello dei prezzi di mercato deve quindi connotare entrambe le fenomenologie di manipolazione di mercato e di aggio; senza pericolo di alterazione dei prezzi la diffusione di informazioni false o la mancata comunicazione di informazioni rilevanti rimane nel limbo dell'irrilevante penalmente.

E' quindi necessario che il segnale falso immesso nel mercato determini effettivamente e concretamente un pericolo di sensibile alterazione dei prezzi. Meglio: è necessario che l'informazione falsa, non solo per i suoi contenuti intrinseci, ma per le modalità complessive che riguardano la realizzazione complessiva della condotta, determini la probabilità che un certo numero indefinito di investitori venga fuorviato dal normale processo decisionale. L'evento di pericolo concreto che caratterizza la struttura della norma si ap-

⁴¹ Mi si consenta il rinvio a MAGRO, *Manipolazione del mercato e diritto penale*, Milano, 2012.

punta sul passaggio dell'informazione falsa dal mercato delle informazioni al mercato dei capitali, venendo inglobata nel livello corrente dei prezzi di mercato senza un giustificato rationale economico.

Da questo angolo prospettico, anche il delitto di aggioaggio sia pure indirettamente tutela esigenze di un'informazione trasparente e corretta. La stabilità ed integrità del mercato, sotto il profilo del meccanismo di formazione dei prezzi, viene infatti aggredita dalla diffusione di informazioni false che possono indurre gli investitori verso scelte di investimento scorrette, o mediante la realizzazione di operazioni che incidono senza altre mediazioni sul mercato dei prezzi. L'informazione falsa, diffusa al pubblico o messa in atto per *facta concludentia*, indirettamente entra nel fuoco della tutela penale del mercato, in quanto possa essere inglobata nel prezzo di mercato. Ma è proprio a questo punto che si presentano le maggiori difficoltà interpretative, legate alla flessibilità e mutevolezza delle prassi in cui la condotta di falsificazione delle informazioni di mercato si sperimenta, che consente una ampia mimetizzazione delle condotte manipolative tra le condotte speculative lecite.

11. La condotta di comunicazione di informazioni false assume infine rilevanza qualora destinatario delle false o reticenti informazioni sia un'autorità di vigilanza. Occorre evidenziare infatti che nella recente prassi giurisprudenziale fatti di aggioaggio e di manipolazione di mercato di tipo informativo hanno integrato anche il delitto di ostacolo alle funzioni di vigilanza, allorché le false comunicazioni diffuse al mercato e al pubblico venivano poi reiterate, a seguito di specifiche richieste di chiarimenti, all'autorità di vigilanza. Viene quindi in rilievo il tema della tutela penale delle funzioni di vigilanza, fattispecie attraverso cui si individua un particolare profilo della tutela della trasparenza e dell'informazione finanziaria, ovvero quello relativo all'interesse

ad un flusso continuo e corretto di informazioni nei confronti di quei soggetti il cui compito istituzionale è la vigilanza, la regolamentazione e il controllo del mercato.

Nell'ambito della riforma del diritto penale societario, l'art. 2638 c.c. prevede una tra le poche fattispecie di reato la cui punibilità non è stata subordinata alla querela della persona offesa. Tali fattispecie si distaccano, quindi, dalla generalità dei reati attualmente previsti e disciplinati dal Titolo XI del Libro V del codice civile, caratterizzandosi come previsioni poste a tutela di interessi non disponibili, che certamente trascendono la sfera patrimoniale dei singoli⁴². Il bene giuridico protetto dall'art. 2638 c.c. (cui possono aggiungersi le altre norme come l' art. 170-*bis* d.lgs. 58/1998 e l'art. 19-*ter* d.lgs. 252/2005) è stato, infatti, variamente individuato dalla dottrina e dalla giurisprudenza, ma in ogni caso concordemente ricondotto alla protezione di interessi pubblici.

La teoria dominante individua il bene giuridico protetto nel regolare funzionamento delle autorità di vigilanza, quale "bene-funzione", la cui integrità è poi strumentale alla salvaguardia di beni ulteriori (c.d. beni finali), non sempre affidati alla cura delle autorità pubbliche di vigilanza, che ne assicura il perse-

⁴² Nel quadro attuale, tuttavia, la norma codicistica non rappresenta l'unica norma sanzionatoria posta a tutela dell'esercizio dell'attività delle autorità pubbliche di vigilanza. In aggiunta alla fattispecie generale dell'ostacolo alle funzioni di vigilanza di cui all'art. 2638 c.c., infatti, disposizioni di legge successive alla riforma del diritto penale societario hanno introdotto nel nostro ordinamento talune nuove fattispecie speciali e residuali, di falso o di ostacolo all'esercizio dell'attività di singole autorità di vigilanza, applicabili fuori dei casi previsti dalla norma generale del codice civile. Ciò complica non poco il quadro normativo della tutela dell'attività di vigilanza nel mercato finanziario, nell'ambito del quale diviene sempre meno agevole districarsi tra la norma generale di cui all'art. 2638 c.c., le norme speciali concernenti la tutela della vigilanza di singole autorità e, infine, le disposizioni che prevedono sanzioni amministrative pecuniarie per condotte integranti violazioni di obblighi di comunicazione o ritardi nell'informativa che i soggetti sottoposti a controllo devono rendere alle predette autorità. ALESSANDRI, *L'ostacolo all'esercizio delle funzioni delle pubbliche autorità di vigilanza*, in AA.VV., *Il nuovo diritto penale delle società*, Milano, 2002, p.257 s.; in termini MUSCO, *I nuovi reati societari*, Milano, 2004, p.274 s.

guimento solo in via indiretta, attribuendo esplicitamente all'autorità stessa la cura dei cosiddetti "beni intermedi" o "strumentali".

La tutela della funzione di vigilanza "tipica" attribuita alla autorità pubbliche, intesa in senso tecnico quale potere ispettivo funzionale all'esercizio di controlli preventivi e successivi sui soggetti sottoposti, al fine di garantirne l'affidabilità nel mercato e nel rapporto con il pubblico, viene oggi riletta come un tassello che si inserisce nel puzzle della necessaria assunzione di compiti di intervento regolativo sui mercati da parte di soggetti e organismi dotati di *expertise* e autonomia.

Le Autorità di vigilanza, con i loro poteri di regolamentazione e di vigilanza, sono chiamate ad assicurare la "parità delle armi dei mercati"⁴³, a garantire e stabilire un contraddittorio economico e paritario tra i diversi attori del mercato. Il ruolo che il legislatore loro assegna segnala un momento decisivo di rottura con l'antica idea di accentramento amministrativo nonché la presa di coscienza dell'incapacità dell'ormai vecchio sistema organizzativo a dominare le dinamiche cruciali di determinati settori.

La tutela delle funzioni istituzionali delle autorità di vigilanza relega dunque sullo sfondo l'interesse patrimoniale, bene-scopo che al limite giustifica l'intervento penale a livello di *extrema ratio*, ma non rientra nella concreta oggettività giuridica del reato⁴⁴. La protezione della trasparenza informativa a garanzia del regolare espletamento delle funzioni di vigilanza da parte dell'autorità assume valenza sovraindividuale, macroeconomica e relega sullo sfondo l'interesse patrimoniale, bene scopo che può giustificare l'intervento

⁴³ MERUSI, *Democrazia e autorità indipendenti. Un romanzo "quasi" giallo*, Bologna, 2000.

⁴⁴ ALESSANDRI, *Ostacolo*, cit., p.254; MASULLO, *Art. 2638*, cit., 1332; ZANOTTI, MEYER, *Le false comunicazioni sociali di cui all'art. 134 T.U.L.B.*, in MEYER, STORTONI (COORD.), *Diritto penale della banca, del mercato mobiliare e finanziario*, Giur. sist. dir. pen. Bricola-Zagrebel'sky, Utet, Torino, 2002, p.173; CAPOLINO, D'AMBROSIO, *La tutela penale dell'attività di vigilanza*, in *Quaderni di Ricerca Giuridica della Consulenza Legale*, Banca d'Italia Eurosystema, n. 67, 2009, p. 48.

penale a livello di *extrema ratio* ma non rientra nella oggettività giuridica del reato.

La tutela di beni “intermedi” esprime la tendenza all’anticipazione della tutela penale in un’accezione ben differente rispetto a quella tradizionale: non si tratta infatti di una dislocazione dell’intervento penale in una fase prodromica rispetto alla lesione del bene, riconoscibile nei tradizionali modelli di pericolo astratto o presunto, ma di un intervento penale posto a salvaguardia di entità strumentali- istituzionali che preclude *a priori* all’interprete uno spazio di valutazione critica⁴⁵. Questa via intrapresa dal legislatore si è resa necessaria per le caratteristiche di alcuni beni che non si prestano ad essere garantiti attraverso un sistema di incriminazioni tradizionali; beni diversi qualitativamente da quelli tradizionali, per il fatto di comportare una necessaria anticipazione dell’intervento penale rispetto all’oggetto, che rimane sullo sfondo, in quanto si prescinde da una sua effettiva lesione, ed è incentrata su un momento antecedente, che è finale alla protezione del bene finale⁴⁶.

E’ quanto accaduto alla trasparenza in campo societario e finanziario. La trasparenza, nel voler garantire l’attività delle funzioni di organi amministrativi, ha consentito l’anticipazione dell’intervento penale alla violazione di norme organizzative, certamente fondamentali per il funzionamento del mercato, ma lontane dalla prospettiva di tutela di interessi dei singoli⁴⁷. Una volta trasferita

⁴⁵ FIORELLA, *I principi generali del diritto penale dell’impresa*, in *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell’economia*, diretto da GALGANO, *Il diritto penale dell’impresa*, XXV, a cura di CONTI, Padova, 2001, p. 21 ss; PULITANO’, *L’anticipazione dell’intervento penale in materia economica*, in AA. VV., *Diritto penale, diritto di prevenzione e processo penale nella disciplina del mercato finanziario*, Torino, 1996, p.12.

⁴⁶ PULITANO’, *L’anticipazione dell’intervento penale in materia economica*, in AA.VV., *Atti del IV Congresso Nazionale di Diritto penale*, Torino, 1996, p.9; ZANNOTTI, *La tutela del mercato finanziario*, cit., p.196 ss.

⁴⁷ In realtà i reati ad offesa funzionale sono riconducibili alla categoria dei reati di pericolo presunto, poiché la loro struttura gravita attorno all’idea che in determinati settori, l’identificazione dell’interesse protetto possa avvenire solo in concreto, attraverso una specifi-

dal piano delle comunicazioni sociali a quello delle comunicazioni all'autorità o a quello delle comunicazioni al pubblico, l'idea della trasparenza verso l'organo di vigilanza esprime le esigenze informative delle pubbliche autorità di controllo, ovvero l'esigenza di apprestare tutela a istituzioni e beni strumentali la cui funzione è quella di assicurare in via preventiva le condizioni favorevoli alla tutela di interessi finali dei singoli⁴⁸. E' evidente che una corretta e affidabile informazione societaria al pubblico costituisce presupposto logico imprescindibile per la tutela dell'interesse informativo dell'autorità

Tuttavia emerge il paradosso di una fattispecie di ostacolo punita più gravemente delle false comunicazioni sociali di cui agli attuali artt. 2621, 2622, 2623 c.c. in cui la protezione di un bene giuridico strumentale è assai più incisiva di quella che residua alla trasparenza. L'effetto è sbilanciato e contraddittorio: una carente tutela dell'informazione finanziaria e societaria si riflette negativamente sulla seconda rendendola ineffettiva: a fronte di una protezione di fatto "disarmata" dell'interesse dei soci e dei creditori a una corretta e affidabile informazione sulla situazione economica, patrimoniale e finanziaria della società, la garanzia dell'informazione all'autorità di vigilanza rischia di rimanere sganciata dalle finalità reali ultime per cui l'informazione è giuridicamente obbligatoria.

ca mediazione amministrativa". Con la precisazione però che in questo gruppo di reati, la presunzione piuttosto che rivolgersi al giudizio di pericolo finisce per investire l'oggetto stesso del giudizio; GRASSO, *L'anticipazione della tutela penale: i reati di pericolo e i reati di attentato*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 1986, p.721.

⁴⁸ L'entità protetta ad opera della legge penale non può considerarsi fine a se stessa, ma costituisce strumento di tutela di interessi ulteriori, finali; in proposito, FOFFANI, *La tutela della trasparenza della proprietà azionaria come esempio di anticipazione dell'intervento penale nella disciplina del mercato finanziario*, in *Riv.trim.dir.pen.ec.*, 1995, p. 21 ss.; PADOVANI, *Diritto penale della prevenzione e mercato finanziario*, in *Riv.it.dir.proc.pen.*, 1995, p.634; PEDRAZZI, *Profili penali dell'informazione societaria*, in *L'informazione societaria. Atti del convegno internazionale di studio*, Venezia 5,6,7, novembre 1981, Milano 1982, p. 1138 e ss..

La tutela dell'informazione e della trasparenza, intesa come funzione strumentale rispetto la legalità, pur scomparendo dall'orizzonte penalistico come bene giuridico autonomamente offendibile, assume rilevanza in quanto condizione di organizzazione e di funzionamento di un libero mercato, quale fondamentale "regola del gioco" che tende ad assicurare una tendenziale "parità delle armi" tra tutti gli operatori e ad eliminare ogni privilegio informativo. Proprio tali regole del gioco sono poste a garanzia dei diritti individuali e collettivi dei terzi, coinvolti dall'azione economica e, in generale, a presidio di un corretto funzionamento del sistema di mercato. È in tali "regole del gioco" in cui confluiscono interessi molto diversificati, facenti capo tanto a singoli individui quanto a collettività definite o addirittura diffusi⁴⁹.

La protezione di tali beni strumentali si risolve in una tecnica di marcata anticipazione della tutela che naturalmente, richiede l'apposizione di limiti e di parametri sulla quale fondarsi. Questa tipologia di fattispecie, per la prima volta introdotte nel sistema, con la legge del 1974, sono ormai proliferate e divenute talmente numerose da costituire il vero tallone di Achille del sistema penale se si traducono nella repressione in chiave penalistica della mera violazione di obblighi. E' innegabile che la tutela penale di siffatti valori non si giustifica *ex se*, non essendosi al cospetto di beni della vita dotati di autonomo significato, ma al contrario ripete la propria legittimazione dalle diverse funzioni che gli istituti in questione sono chiamati ad assolvere.

⁴⁹ Si tratta di nuclei normativi omogenei, quali l'informazione societaria, il regolare funzionamento degli organi sociali, il capitale sociale, l'interesse della società, identificabili come beni di creazione legislativa, la cui tutela immediata da parte delle singole norme incriminatrici sarebbe funzionalizzata alla tutela di interessi patrimoniali facenti capo a soggetti diversi, anche del tutto estranei alla società. I reati societari dovrebbero quindi colpire, in primo luogo, i comportamenti offensivi delle cosiddette "istituzioni societarie", quali condizioni, strumenti di tutela di interessi patrimoniali, individuali e generali. In proposito ROMAGNOLI, *Corporate governance, Shareholders e Stakeholders; interessi e valori reputazionali*, in *Giur. Comm.*, 2002, p.351.

D'altra parte, negare *in toto* la legittimità della protezione di beni strumentali significa alla resa dei conti, disconoscere la stessa ragion d'essere del diritto penale dell'impresa, teorizzandone la minimalizzazione a semplice segmento dei delitti contro il patrimonio. L'art. 41 Cost., vero e proprio faro del diritto penale economico, non consente di rinunciare *a priori* alla strategia di intervento basata sulla protezione di beni intermedi. Il punto, quindi, è il grado, e non la qualità: valori quali l'affidabilità di mercato, le funzioni di vigilanza presentano senza dubbio una componente valutativa e meno afferrabile nettamente rispetto al patrimonio individuale; ciò non toglie che essi possano essere considerati offendibili e che i danni non possano, a valle, riverberarsi proprio sul patrimonio.

L'anticipazione della tutela penale può quindi consentire la selezione e individuazione di beni giuridici strumentali, intermedi, che ben si attaglia alle esigenze dei settori cosiddetti *sensibles*, caratterizzati da microconflittualità di massa, come il libero mercato: le *regole del gioco*, quali il capitale sociale, la trasparenza informativa, l'accesso al mercato in condizioni di parità.

12. Le innovazioni introdotte con la legge sul risparmio hanno determinato una lontananza ormai non più colmabile tra disciplina delle società quotate e società non quotate⁵⁰. Da una parte la disciplina delle società quotate, che introduce illeciti amministrativi e penali in tema di *corporate governance*, informativa al pubblico o alle Autorità di vigilanza e revisione con-

⁵⁰ Costituisce un ulteriore elemento di diversificazione della disciplina tra i due settori l'introduzione del nuovo reato di "*Omessa comunicazione del conflitto di interessi*", di cui all'art. 2639 bis c.c., incentrata sulla violazione dell'art. 2391 c.c. rubricato "*Interessi degli amministratori*", così come modificato dal d.lgs. n.6 del 2003. In proposito DI BERNARDO - MATTIA, *Il conflitto di interessi degli amministratori nella nuova s.p.a.*, in *Le Società* 2005, p.557; ENRIQUES, *La disciplina del conflitto di interessi degli amministratori di s.p.a.: novità e raccordo con le disposizioni in tema di obbligazioni degli esponenti aziendali di banche*, in *Dir.banca e merc. fin.*, 2003, p.420.

tabile, segnata da un terrorismo sanzionatorio tanto esasperato da sembrar rievocare un uso simbolico della sanzione penale, in ragione della venatura pubblicistica degli interessi protetti. Dall'altra, quella relativa alle società non quotate invece, contenuta nel nucleo del codice civile, in cui l'offensività ed *extrema ratio* fungono da apparati ideologici che giustificano un atteggiamento di indulgenza e tolleranza verso fenomeni locali⁵¹. Nella configurazione di gran parte delle fattispecie penali-societarie, nonché in quella che è persa in dottrina una complessiva bagatellarizzazione degli illeciti, si è manifestata la negligenza dell'ormai cospicuo e validato bagaglio di conoscenze criminologiche che segnalano le rilevanti specificità del *white collar crime* (innanzi tutto per la struttura della sua dannosità sociale e per l'enorme capacità di occultamento) rispetto alla comune criminalità contro il patrimonio.

Questa legislazione, complessivamente considerata, crea un effetto distonico: nella complessità dell'odierna società civile, il diritto penale si espone ad acute contraddizioni che lo connotano ormai strutturalmente⁵², assumendo una pluralità di modelli esplicativi del tutto autonomi ed indipendenti tra loro, finalizzati a generare stati emozionali diversi e a produrre regolamentazioni differenziate.

Infatti, talora il ruolo del diritto penale è, per certi versi, ritratto fino al massimo qualora si tratti di fenomeni di macrocriminali economica che non suscitano allarme e paura sociale (si tratta del diritto penale societario, tributario e fiscale), mentre per altri versi è amplificato e concepito come guardiano

⁵¹ Di un diritto penale societario "a due velocità", che vede da un lato il quasi immobile statuto penale dell'impresa e dall'altro il nuovo diritto penale delle società che operano nei mercati finanziari, parla MARINUCCI, *Gestione d'impresa e Pubblica Amministrazione: nuovi e vecchi profili penalistici*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 1988, p.425.

⁵² PALAZZO, *Riflettendo su trasformazioni e proiezioni nel diritto penale degli anni novanta*, in *Il diritto penale alla svolta di fine millennio*, Atti del convegno in ricordo di Franco Bricola, a cura di Canestrari, Torino, 1998, p.115.

di un complesso di regole sulla disciplina della concorrenza, sulle concentrazioni e sui comportamenti abusivi delle imprese dominanti su determinati mercati, affinché siano oggetto di una regolamentazione secondo parametri sempre più omogenei (ciò avviene nel settore del diritto penale del mercato finanziario).

Considerato come un vigilante inutile e antieconomico, secondo una impostazione accentuatamente liberista in determinati settori della macrocriminalità, è poi caldamente invocato nei momenti di crisi finanziaria in particolari settori come un rimedio indispensabile per il rigore sanzionatorio, e a favore di un'applicazione esemplare.

Il diritto penale è chiamato sommamente a garantire che le regole e le norme dei mercati finanziari e della *corporate governance* siano intensamente controllate, onde evitare comportamenti abusivi, elusivi, che ne minino le fondamenta. Questo perché la percezione della stabilità, sicurezza, osservanza delle regole del mercato è affidata a quello strumento che, per definizione, riveste una funzione simbolica di tutela delle istituzioni. Il senso dello Stato è quello di assicurare un'apparente stabilità, forza, controllo della osservanza delle regole del mercato, a stabilire senso di fiducia.

Dunque, il diritto penale dell'impresa da una lato si restringe, ma parallelamente, si espande in altre direzioni: accanto alle figure classiche di reati societari, nasce un "nuovo" diritto penale più moderno, che recepisce le istanze favorevoli ad un ampliamento dello spazio del rischio penale. Ma questa nuova sensibilità non sfrutta le tradizionali categorie di reato, non tocca le tradizionali corde del diritto penale classico, piegato e frustrato tuttavia dall'evoluzione tecnologica, dall'incertezza scientifica, dalla nuova epistemologia.

Il diritto penale del mercato finanziario, fortemente repressivo e sanzionatorio, si avvale degli organismi di vigilanza pubblica che vivono un momento di forte sovraesposizione sotto il profilo sia della prevenzione dei reati che sanzionatorio, ricorre alle sanzioni amministrative, si avvale di meccanismi di cooperazione internazionale che abbattano le barriere territoriali, inculca e diffonde una politica fondata sul sospetto.

Il diritto penale globalizzato non solo produce ed accentua le disegualtanze, ma assume strutturalmente una funzione espressiva e di canalizzazione di emozioni collettive: l'ansia e la paura, la rabbia e la delusione, l'omertà sociale, il sospetto. Il diritto penale, costretto a incorrere gli eventi, si presenta oggi allo spettatore con compiti e ruoli totalmente diversi, mettendo in atto politiche di controllo sociale che riflettono la forte polarizzazione della popolazione mondiale, divisa tra una minoranza "globalizzata", (alla quale cioè la globalizzazione concede immense opportunità), e una maggioranza "localizzata", sempre meno capace di scegliere il proprio destino⁵³. In questo nuovo contesto, il diritto penale assume il ruolo di strumento di lotta al "nemico", ovvero di colui che intacca nelle fondamenta l'ideologia economica occidentale⁵⁴. L'attivismo, per non dire l'autentico accanimento con cui in que-

⁵³ RE, *La trasformazione delle politiche di controllo sociale nell'era della globalizzazione*, in *Dei delitti e delle pene*, 2001, p.141 ss.

⁵⁴ Sulla categoria del "diritto penale del nemico", da intendersi come nemico delle istituzioni, della società, dello Stato, da abbattere e neutralizzare, utilizzata a proposito della criminalità organizzata, terroristica, etc., v., tra gli altri, DONINI, *Il diritto penale di fronte al "nemico"*. PULITANO', *Il problema del diritto penale del nemico, tra descrizione e ideologia*, in *Diritto politico e diritto penale del nemico*, a cura di Gamberini- Orlandi, Monduzzi, 2007, p.238; LOSAPPIO, *Diritto penale del nemico, diritto penale dell'amico, nemici del diritto penale*, *ivi*, p.258. Ancora, in senso critico, denunciando la scarsa coerenza logica di una teoria del diritto penale del nemico, e di una conseguente infondatezza delle politiche criminali ispirate a questa logica, PAGLIARO, *"Diritto penale del nemico": una costruzione illogica e pericolosa*, in *Cass. pen.*, 2010, p.2460; FERRAJOLLI, *Il diritto penale del nemico e la dissoluzione del diritto penale*, in *Questione giustizia*, 2006, p.804; PALAZZO, *Contrasto al terrorismo, diritto penale del nemico e principi fondamentali*, in *Questione giustizia*, 2006, p.666.

sti anni il legislatore si è dedicato alla repressione della c.d. criminalità di strada, alla rassicurante localizzazione del nuovo “criminale tipo” nel recidivo e nell’immigrato, ripropone nel nostro ordinamento il paradosso da tempo additato dalla scienza criminologica americana, per cui la risposta sanzionatoria viene mobilitata con energia e intensità esattamente inverse rispetto alla gravità e frequenza del danno sociale prodotto dagli illeciti: ogni anno negli Stati Uniti ci sono più persone che contraggono malattie o decedono precocemente a causa dell’inquinamento ambientale che non per le lesioni subite dai crimini “di strada”; analogamente sono relativamente poche le vittime di rapina o furto aggravato, mentre quasi tutti subiranno danni finanziari conseguenti a illeciti commessi da soggetti in posizioni apicali. Allo Stato debole, esautorato dai suoi compiti di realizzazione della giustizia sostanziale, non resta che realizzare un controllo su coloro che si pongono “fuori” dal mercato, contro le sue leggi. Intenti a dare la caccia al “nemico”, queste politiche di controllo sociale non interferiscono come limiti o freni nelle libertà delle imprese globali, al libero esercizio delle attività finanziarie, ma costituiscono una merce di scambio di consenso sociale: Stati deboli, impotenti nei confronti delle *élites* transnazionali, ma fortissimi con quei cittadini cui l’accesso alla dimensione globale è negato e che trascorrono le loro vite prigionieri di mondi locali.

L’emersione e la diffusione su scala mondiale di specifiche politiche criminali etichettate “del nemico” è finalizzata a preservare la sicurezza di una c.d. “*transational middle class*” ovvero della classe sociale in grado di adattarsi e di svilupparsi nella *globalized market society*, e per la quale si impongono regole e categorie di tipo ben diverso, libertarie, garantiste. Ciò determina una forbice sociale: da un lato le classi egemoni che garantiscono la propria inco-

lunità costruendo corridoi di sicurezza, e dall'altro il proliferare di una subcultura gravida di meccanismi criminogenetici⁵⁵.

⁵⁵ Il fondamento "classista" della legislazione penale viene denunciato da DONINI, *Selettività e paradigmi*, in *Il volto attuale del diritto penale. La democrazia penale tra differenziazione e sussidiarietà*, Milano, 2004, p.431, il quale distingue un diritto penale del soggetto pericoloso (il terrorista, il mafioso, l'emarginato che rompe non occasionalmente con il patto sociale e le sue regole) ovvero di una categoria di soggetti da emarginare dal contesto esterno e da combattere, da un diritto penale che concerne tipi d'autore normali che trasgrediscono soglie, che si inseriscono in una linea di superamento graduale del rischio consentito nel compimento di attività lecite, se non anche utili e produttive, che non portano i segni stigmatizzanti della devianza (i datori di lavoro, gli imprenditori, o professionisti, gli impiegati, coloro che rivestono ruoli all'interno della società). Rispetto a tali soggetti spiccano, accanto alle incriminazioni classiche, quelle che si centrano su inosservanze di provvedimenti amministrativi e che assumono il ruolo di garanti della produzione di norme e attività esecutive e organizzative di una fonte di rischio.

CAPITOLO 2

INFORMAZIONI FALSE AL PUBBLICO, AI SOCI, ALL'AUTORITÀ DI VIGILANZA. ESPERIENZE GIURISPRUDENZIALI IN TEMA DI TUTELA DELL'INFORMAZIONE FINANZIARIA E DEL MERCATO

SOMMARIO: 1. *Modelli di sistemi finanziari e correttivi alle disfunzioni del mercato* - 2. *La trasparenza e l'informazione finanziaria: interconnessione tra mercato dell'informazione e mercato dei capitali* - 3. *Il caso Parmalat: un'ipotesi di aggio taggio informativo* - 4. *False comunicazioni ai soci e false informazioni al pubblico* - 5. *La rilevanza della mera omissione di informazioni e la configurabilità dell'aggio taggio "per omissione"* - 6. *L'omissione di comunicazioni obbligatorie all'autorità di vigilanza* - 7. *L'inerzia dell'amministratore non esecutivo e la comunicazione di dati informativi falsi* - 8. *Il caso Unipol e la scalata alla BNL. I casi di omessa o incompleta comunicazione di informazioni al mercato e all'autorità di vigilanza* - 9. *Mancata comunicazione di accordi parasociali e violazione della normativa sull'OPA. Le figure di illecito amministrativo previste nel Tuf* - 10. *La nozione di artificio come elusione della normativa in tema di lancio obbligatorio di Opa* - 11. *Aggio taggio informativo e operativo e mantenimento forzato dei prezzi*

1. Il mercato finanziario è l'istituzione economica fondamentale del capitalismo preposta agli scambi. Esso si caratterizza per un regime di concorrenza che si esprime nel meccanismo di formazione dei prezzi, per un sistema di informazione tendenzialmente perfetta, per una certa flessibilità ed

efficienza, dovuta alla sua capacità di autoregolarsi spontaneamente e automaticamente.

La letteratura economica ha indicato due stereotipi di modelli di sistemi finanziari – diversificati nel tempo e nello spazio – denominati come “sistemi orientati ai mercati” (modello anglosassone) e “sistemi orientati agli intermediari” (modello occidentale), le cui diversità incidono sulle modalità di finanziamento delle imprese e di investimento del risparmio, sulla gestione del rischio, sugli assetti di *governance*, sulla tutela degli azionisti di minoranza. In particolare, la differenza tra i due modelli risiede nel diverso peso, importanza e ruolo rivestiti dai mercati e dagli intermediari nei diversi *standards* di trasparenza e di informazione richiesti.

In linea teorica, il modello “orientato ai mercati” inneggia le naturali ed intrinseche capacità di autoregolazione del mercato senza necessità di alcuna interferenza istituzionale. Questo modello, proprio dei paesi che adottano sistemi di *common law* e che si connotano per una proprietà azionaria assai diffusa, mostra un grado di tutela degli investitori assai elevato per la presenza di rigorosi *standards* informativi e una levata trasparenza del mercato, deputato al controllo e monitoraggio delle società.

Il modello “orientato agli intermediari”, proprio per lo più di paesi di *civil law* connotati da una proprietà azionaria assai concentrata per la presenza di rilevanti pacchetti azionari di controllo, mostra gradi modesti di informazione e trasparenza, in cui il monitoraggio e la disciplina sono esercitati da istituzioni che sostituiscono il controllo del mercato. Il modello “orientato agli intermediari” guarda le istituzioni positivamente, per l’apporto che esse possono conferire ad un più efficiente funzionamento del mercato, nell’introdurre adeguati e appositi correttivi alle disfunzioni del mercato, onde meglio coniugare efficienza e equità. Le istituzioni rilevanti del modello degli intermediari sono

lo Stato, e l'impresa, quali soggetti preposti a supportare – a diverso titolo – il cliente nella ricerca di soluzioni efficienti e più vantaggiose⁵⁶. Lo Stato, nella elaborazione più recente, si atteggia a regolatore (più che gestore) di diritti, di contratti, di obbligazioni, e crea le condizioni per il buon funzionamento del mercato attraverso la predisposizione di un sistema di controllo; l'impresa, definita anche come “*gerarchia corporate*”, come struttura ed organizzazione economica autoritaria, che concorre nella definizione di condotta e forme di controllo di tipo manageriale⁵⁷.

Le moderne crisi finanziarie che hanno investito l'intero mercato globalizzato mettono a dura prova la pertinenza logica e la coerenza di entrambi i modelli di sistema finanziario. Tanto il “libero” mercato, deregolamentato e autoregolato, quanto il mercato caratterizzato da presenze istituzionali evidenziano la straordinaria e intrinseca debolezza del modello economico su cui si fondano⁵⁸.

Il terremoto finanziario ha messo in crisi due pilastri del sistema capitalistico: la fiducia dei risparmiatori nei meccanismi di controllo “libero” del mercato e l'immagine di modello “orientato ai mercati”, come roccaforte inespugnabile alle attività scorrette e illegittime. Si è pertanto dovuto ammettere

⁵⁶ Per questa analisi, CASTELNUOVO, *Aspetti generali dell'analisi comparata tra sistemi finanziari. Alcune proposte metodologiche*, in *Quaderni di ricerche, Ente per gli studi monetari, bancari e finanziari Luigi Einaudi*, n. 60, 2005, in www.entelugieinaudi.it. Per una analisi del modello italiano, CIOCCA, *La nuova finanza in Italia*, Torino, 2000.

⁵⁷ Sulla concezione dell'impresa come istituzione, COASE, *The firm, the market and the law*, Chicago, University of Chicago Press, 1988.

⁵⁸ Sul tema, STIGLITZ, *Economics of the Public Sector*, New York- London, 1986-2000, w.w. Norton & Company; ONADO, *Gli scandali societari italiani*, in AA.VV., *Impresa e giustizia penale: tra passato e futuro*, Milano, 2009, p.59; ALESSANDRI, *Un esercizio di diritto penale simbolico: la c.d. tutela penale del risparmio*, in *Scritti per Federico Stella*, Napoli, 2007, p. 939.

le gravi carenze dei sistemi di controlli interni ed esterni cui sono sottoposte le società e i loro organi in tutti i paesi occidentali⁵⁹.

Il sistema di controllo interno di tipo endosocietario, che avrebbe dovuto svolgere un importante ruolo nella certificazione e diffusione delle informazioni, fornendo un servizio al mercato sia in termini di protezione degli investitori che di mantenimento dell'efficienza del mercato, ha rivelato tutta la sua fallacia, in nome della deregolamentazione più sfrenata⁶⁰. Oltre a un *deficit* di effettività del sistema di repressione, tipico della legislazione italiana in materia di controllo interno⁶¹, si accusa più direttamente la stessa concezione del sistema dei controlli nato dal libero mercato: sotto il profilo del controllo

⁵⁹ Il comune denominatore dei dissesti finanziari, sia in Italia che all'estero, è individuato in un *deficit* del sistema dei controlli. In proposito, sul fallimento dei sistemi di *gatekeeper*, FERRARINI – GIUDICI, *I revisori e la teoria dei gatekeepers*, in AA.VV., *Nuove prospettive della tutela del risparmio*, Milano, 2005, p.116; COFFEE, *Understanding Enron: It's About the Gatekeepers, Stupid*, Columbia Law School, Working Paper no. 206, 2002, in www.ssrn.com; ONADO, *Gli scandali societari italiani*, in AA.VV., *Impresa e giustizia penale tra passato e futuro*, Milano, 2009, p.59; ALESSANDRI, *Attività d'impresa e responsabilità penali*, in *Riv.it.dir.proc.pen.*, 2005, p.534; MARINUCCI, *Diritto penale dell'impresa: il futuro è già cominciato*, in *Riv.it.dir.proc.pen.*, 2008, p.1468; BUONOCORE, *Etica degli affari e impresa etica*, in *Giur. Comm.*, 2004, p.182; FORTUNATO, *I "fallimenti" nel sistema dei controlli sui mercati finanziari (a margine del d.d.l. sulla tutela del risparmio)*, in *Soc.*, 2004, p.929.

⁶⁰ "Il terremoto finanziario che ha avuto come epicentro il famoso caso Enron ha messo in crisi la fiducia dei risparmiatori nei meccanismi di controllo "libero" del mercato e l'immagine di una roccaforte inespugnabile alle attività scorrette e illegittime. Irregolarità delle procedure contabili, profitti artificialmente gonfiati, rettifiche dei risultati reddituali, hanno dimostrato la carenza di controlli interni ed esterni cui sono sottoposte le società e i loro organi in tutti i paesi occidentali. Tutti i produttori di informazioni coinvolti nelle vicende elencate hanno efficacemente contribuito a rendere i mercati per nulla trasparenti: è stato il trionfo delle asimmetrie informative e delle false informazioni contabili a danno dei mercati", così CAVAZZUTI, *La trasparenza dei mercati finanziari*, in *Banca, Impresa, Società*, 2004, p.426; DENOZZA, *La trasparenza garantita nei mercati finanziari: prolegomeni ad un'analisi costi/benefici*, in *Banca impr.soc.*, 2007, p.195. Da un punto di vista penalistico, NISCO, *Controlli sul mercato finanziario e responsabilità penale, posizione di garanzia e tutela del risparmio*, Bonomia University Press, Bologna, 2009.

⁶¹ Sul tema, recentemente, CENTONZE, *Controlli societari e responsabilità penale*, Milano, 2009; POWER, *La società dei controlli. Rituali di verifica*, Torino, 2002, p.23; per una breve disamina delle norme penali poste a tutela della funzione del controllo e che prevedono responsabilità penali a carico dei controllori, GIUNTA, *Controllo e controllori nello specchio del diritto penale societario*, in *Riv.trim.dir.pen. ec.*, 2006, p.597.

esterno, si è verificato un indebolimento dei sistemi di controllo istituzionali, anche su scala internazionale e una generale inerzia delle autorità preposte alla vigilanza⁶².

Il fallimento di tutti questi sistemi di controllo, spesso paralizzati da situazioni di conflittualità assai intrecciate che ne hanno impedito l'effettiva funzione, ha ridimensionato la naturale capacità del mercato di prevenire disfunzioni e frodi. Sotto accusa è innanzitutto la "deregolamentazione" che a partire degli anni settanta aveva investito tutto il mondo occidentale e che aveva affrancato molte attività economiche da controlli e vincoli di varia natura.

I recenti scandali finanziari che hanno coinvolto alcuni importanti gruppi industriali hanno portato alla ribalta il problema della tutela di tutti coloro che comunque entrano in contatto con le iniziative della società, primi fra tutti i creditori, attuali e futuri, della medesima: sempre più insistente si fa strada la consapevolezza che il successo dell'impresa, e dunque la sua capacità di espansione, dipendono dalla soddisfazione di interessi diversi da quelli della società in sé considerata, facenti capo a soggetti che possono far parte – tali sono gli obbligazionisti, i creditori in genere, gli acquirenti di prodotti – e la cerchia si allargherebbe fino a ricomprendere gli interessi economici generali del paese, proprio in considerazione delle ripercussioni cui abbiamo già fatto cenno.

Proprio da queste esperienze occorre prendere le mosse per realizzare il lento cammino verso la trasparenza e l'integrità dei mercati. Obiettivo realizzabile facendo in modo che emergano situazioni di potenziale conflitto, che venga data pubblicità alle operazioni da compiere, consentendo un controllo

⁶² CAVALLO, *Dissesti finanziari e sistema istituzionale: il ruolo delle autorità di controllo*, in GALGANO-VISENTINI (a cura di) *Mercato finanziario e tutela del risparmio*, Padova, 2006, p.13.

preventivo affidato ad una istituzione pubblica, il tutto con la tempestività e la velocità che connota il mercato finanziario⁶³.

2. Lo sviluppo dei mercati finanziari è intimamente connesso alla realizzazione della trasparenza. L'obiettivo è realizzare un mercato in cui tutti possono accedere ad informazioni complete sui prezzi, sulle caratteristiche dei prodotti, su alcune vicende societarie, in modo da poter adottare consapevoli decisioni di investimento. Nel mercato finanziario il ruolo dell'informazione è maggiormente accentuato rispetto al mercato delle merci. Infatti, il mercato finanziario, prima di essere un luogo di scambio di valori economici, è innanzi tutto un luogo ove si scambiano informazioni poiché gli operatori finanziari basano le proprie scelte di mercato sulle informazioni in proprio possesso⁶⁴. Una completa corretta informazione fa sì che azionisti ed il mercato possano conoscere i comportamenti degli amministratori, le pratiche contabili adottate, le relazioni intrattenute con le società di revisione, e così via, in modo da adeguare tempestivamente le loro scelte economiche al flusso di informazioni acquisite.

Dunque, esiste una interconnessione tra due diversi mercati: il mercato dei capitali, e il mercato delle informazioni, definibile come mercato in sé e tuttavia in grado di produrre effetti complessi sul mercato dei capitali. Il presupposto è infatti che la diffusione delle informazioni nel mercato, anche

⁶³ MESSORI, *Perché è necessaria una nuova regolamentazione*, in *Banca Impresa Società*, 2009, n.3, p. 329; Barucci – Messori, *Oltre la crisi: come combinare stabilità ed efficienza dei mercati finanziari*, in E. Barucci e M. Messori (a cura di), 2009, p. 261.

⁶⁴ Nei mercati finanziari, il contenuto, le caratteristiche delle merci negoziate è valutabile esclusivamente in base alla veridicità, correttezza, attendibilità e completezza delle informazioni disponibili sugli enti emittenti e sulla natura e tipologia dei titoli scambiati; COSTI, *Informazione e mercato*, in *Banca Impresa e Società*, 1989, p.209; LOJODICE, voce *Informazione (diritto alla)*, in *Enc. Dir.*, XXI, Milano, 1971, p.473; PADOVANI, *Diritto penale della prevenzione e mercato finanziario*, in *Riv.it.dir.proc.pen.*, 1995, p.641.

quando non è specificamente mirata, provochi un impatto diretto sulla domanda e sull'offerta, la cui interazione determina sia il prezzo di equilibrio dello scambio sia l'equilibrio del mercato stesso. Il modello postula quindi tempestivi e omogenei flussi informativi, nonché un sistema penetrante di regole che riduca le asimmetrie informative e accresca il numero delle informazioni disponibili.

Questo fenomeno di piena ed immediata incorporazione delle informazioni nei prezzi dei titoli (in tal caso l'informazione è definita *price sensitive*) assume che un fenomeno con valore puramente conoscitivo possa trasformarsi in un evento concreto naturalistico in grado di procurare effetti sul mercato dei capitali (cioè di influenzare la scelta degli investitori). Invero, si ammette pure l'esistenza di asimmetrie informative che non inficiano *a priori* l'efficienza del mercato e che non incidono sul livello dei prezzi. Vi sono informazioni prive del carattere della *price sensitivity*, in quanto inidonee in astratto a sortire quell'evento naturalistico determinato dalla loro incorporazione nel prezzo di mercato.

Dal punto di vista dell'investitore, la regolamentazione della trasparenza attenua le asimmetrie informative tra imprese e investitori, consente ai mercati di funzionare in modo efficiente: un sistema di informazioni opaco "insabbia" situazioni di manipolazione dei prezzi, di conflitti di interesse, di abuso di potere, di abuso di informazioni, fenomeni che trovano il loro *humus* nell'opacità⁶⁵. Le carenze informative stimolano comportamenti opportunistici da parte dei soggetti meglio informati o con maggiore potere, riconoscendo loro la possibilità di effettuare scelte e di adottare comportamenti a fini di lucro

⁶⁵ FERRARINI, *Informazione societaria: quale riforma dopo gli scandali?*, in *Banca, Impresa, Società*, 2004, p.411; v. anche COSTI, *Società mercato e informazione societaria*, in *Giur.comm.*, 1997, p.175, segnatamente agli obblighi informativi gravanti sulle società con titoli quotati sui mercati regolamentati.

personale che contrastano con gli interessi dell'altro contraente e che, in seconda battuta, compromettono l'efficiente funzionamento dei mercati finanziari, interferendo con uno dei capisaldi della teoria economica: la distribuzione delle risorse disponibili e la produzione di nuovi beni e servizi in base a "segnali" di prezzo.

Dal punto di vista dell'impresa, i vantaggi della regolamentazione dell'informazione riguardano il governo societario, contribuendo alla riduzione dei costi di agenzia, alla partecipazione attiva degli azionisti e potenziando le strutture di *governance* attraverso il gioco di meccanismi reputazionali.

Il fondamento del diritto dell'economia è quindi la trasparenza, quale strumento istituzionale attraverso cui assicurare una "parità delle armi" tra tutti gli operatori.

Tuttavia la trasparenza richiede l'esistenza di una infrastruttura di leggi e regolamenti che ne garantiscano la realizzazione, ovvero che sia imposta giuridicamente e venga affidata al controllo di un'autorità pubblica. L'intervento a tutela della trasparenza deve in prima istanza riguardare discipline civilistiche, amministrativistiche, e relativi rimedi sanzionatori, "giocando" la carta del diritto penale quando il bene giuridico si "sostanzia in un oggetto di tutela immediato, vicino alla condotta e riferito a soggetto portatori di un effettivo, materiale interesse suscettibile di pregiudizio a seguito di determinati comportamenti"⁶⁶. In questa prospettiva, "prima dell'intervento penale" diverse sono le direzioni additate da perseguire in vista di una concreta realizzazione della trasparenza: evidenziando i rapporti tra economia e politica, evidenziando i

⁶⁶ "Un intervento diretto ad assicurare la trasparenza dovrebbe mirare verso varie direzioni e svolgersi in buona parte su piani antecedenti e, utilmente, alternativi a quello penale", CARMONA, *Premesse a un corso di diritto penale dell'economia*, Padova, 2002, p.172; FORNASARI, *Il concetto di economia pubblica*, cit., p.197; SEMINARA, *La tutela penale del mercato finanziario*, in AA.VV., *Manuale di diritto penale dell'impresa*, Bologna, 2000, p. 638.

rapporti interni tra imprese e imprese, rafforzando le istituzioni che regolano il mercato⁶⁷. In tal modo si tratteggia un chiaro orizzonte cui deve tendere il diritto, inteso come sistema giuridico, che è quello di promuovere un modello di economia di mercato ad accesso universale che garantisca un sistema di accesso adeguatamente diffuso delle conoscenze.

Invero, l'assetto attuale della regolazione penale italiana in ambito societario non mostra di avere colto la stretta interazione che lega le istituzioni pubbliche alle condizioni di democrazia economica e in particolare di accesso almeno tendenzialmente egualitario alle informazioni rilevanti; tale amara riflessione non concerne solo la ben nota visione patrimonialistica e privatistica alla base delle scelte normative. Tra gli innumerevoli profili di criticità dell'attuale volto del diritto penale societario, quello forse più significativo è costituito dalla scarsa o nulla attenzione verso una tutela del patrimonio in senso non economico ma, potremmo dire, "istituzionale". La tutela patrimoniale, nell'accezione di tutela del risparmio in senso dinamico, come investimento, la tutela del mercato, costituiscono oggetti di tutela attraverso cui viene attribuito rilievo nella sfera penale alle condizioni necessarie all'ordinamento per rendersi "degni di fiducia". Si evidenzia così una propensione del legislatore penale verso un paradigma non evoluto di giustizia e democrazia economica, incline a identificare i soggetti economici quali passivi fruitori di beni piuttosto che attivi e informati gestori degli stessi⁶⁸.

⁶⁷ ROSSINI, *La globalizzazione debole*, in *Il Mulino*, 2001, p.883. Affinché l'informazione divenga un bene pubblico occorre però: a) che sia previsto un sistema di prevenzione e di repressione (civile e penale) della condotta di diffusione di informazioni false; b) che l'informazione non abbia costi per l'impresa. GIAVAZZI, *Le iniziative dell'unione europea*, in *Il nuovo diritto penale delle società*, cit., p.479.

⁶⁸ FORTI, *Democrazia economica e regolazione penale dell'impresa*, in *Dir.pen.ec.*, 2010, p. 773.

3. Le recenti applicazioni giurisprudenziali delle norme penali a tutela degli interessi degli investitori verso un sistema di informazione che garantisca da comportamenti abusivi e difenda dall'opacità costituiscono un banco di prova della effettiva capacità del sistema penale di repressione di una vasta fenomenologia di comportamenti disfunzionali al mercato e lesivi degli interessi patrimoniali degli investitori⁶⁹.

La clamorosa vicenda del gruppo Parmalat in tal senso costituisce una interessante occasione: sotto accusa sono le diverse condotte di comunicazione e diffusione di informazioni false ripetutamente rivolte ai membri del consiglio di amministrazione (con conseguente redazione di bilanci falsi), alle società di revisione, al pubblico e all'autorità di vigilanza.

In particolare, vengono in rilievo le condotte di comunicazione di notizie false, reiterate in tempi diversi e fino al definitivo *default* del gruppo, diffuse dalla sede milanese della società al mercato borsistico, volte a dipingere una situazione patrimoniale e economica ottimistica in realtà inesistente, ed idonee a determinare un mantenimento forzoso o un rialzo dei prezzi del titolo in realtà privo di un reale valore economico. Sono stati pertanto contestati i reati di aggotaggio informativo e di ostacolo alle funzioni di vigilanza; quest'ultima ipotesi di reato concerne le false informazioni comunicate alla Consob a seguito di specifiche richieste, ai sensi dell'art.114 e dell'art. 115 Tuf, di notizie dettagliate in ordine alla sussistenza di una effettiva dotazione liquida e sulle effettive ragioni del sistematico ricorso all'emissione di obbligazioni che tale consistenza economica sembrava smentire⁷⁰.

Le questioni di diritto affrontate sono di diversa natura.

⁶⁹ SEMINARA, *Informazione finanziaria e mercato: alla ricerca di una strategia del controllo penale e amministrativo*, in *Analisi giuridica dell'economia*, 2008, p. 265 ss.

⁷⁰ Cass. pen. Sez. V, 20 luglio 2011, n.28932, in *Le società*, 10, 2012, con nota di MAGRO, *Caso Parmalat. Considerazioni a margine su un caso di manipolazione informativa*.

Innanzitutto, se potesse considerarsi aggioaggio informativo la condotta di predisposizione e comunicazione di dati informativi mendaci ai membri del consiglio di amministrazione, quali primi percettori del dato manipolato; quindi se la successiva comunicazione di tali dati informativi falsi al collegio sindacale, al comitato di controllo interno, agli organi di vigilanza, alla stampa specializzata, al pubblico, ad opera di soggetti ignari e non partecipi alla condotta delittuosa potesse essere qualificata come *post factum* non punibile.

In proposito occorre fare alcune premesse in ordine ai tratti essenziali caratterizzanti il delitto di aggioaggio informativo, i quali si rinvergono nella diffusione e comunicazione ad un pubblico indeterminato di persone da individuarsi quanto meno entro gli ambienti economico-finanziari, di dati falsi, con esclusione di comunicazioni rivolte a un solo o a pochi destinatari. Tuttavia, dovendosi tener conto della concreta idoneità della condotta a propagarsi e a produrre l'effetto temuto, si è ritenuto che la trasmissione di una notizia falsa ad un analista finanziario possa senz'altro integrare il delitto *de quo*, stante il contesto in cui opera il soggetto che ha ricevuto l'informazione, caratterizzato dalla comunicazione professionale nei confronti di terzi operatori, mentre sembra da escludersi, per mancanza della destinazione al pubblico, la realizzazione della fattispecie qualora la notizia falsa sia diretta ad un singolo operatore⁷¹. Sulla falsa riga di questo orientamento, sembra potersi aprire un varco per la rilevanza delle condotte comunicative dirette ai soci.

In proposito, la Suprema Corte ha individuato la consumazione del reato nel momento in cui la notizia esce dall'ambito interno e privato per divenire di

⁷¹ Sul delitto di aggioaggio e manipolazione del mercato, PREZIOSI, *L'aggioaggio* (art. 2637 c.c.), in AA.VV., *Reati societari*, a cura di Rossi, Torino, 2005, p.473; ROSSI, *Le fattispecie penali di aggioaggio e manipolazione del mercato* (artt. 2637 c.c. e 185 d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58): *problemi e prospettive*, in *Studi in onore di Giorgio Marinucci*, a cura di Dolcini e Paliero, Milano, 2006, p. 2644 cit., p. 2658; AMATI, *Art. 185 t.u.f.*, cit., p. 1059 s.

dominio pubblico (le conseguenze sul piano della competenza territoriali sono evidenti), e quindi l'essenza stessa della condotta comunicativa nella possibilità che questa sia usufruibile dalla generalità degli operatori; alla stregua di tali presupposti, si è pertanto negato rilevanza esterna e diffusiva alla condotta di trasmissione di dati informativi falsi ai membri del consiglio di amministrazione, quale condotta di natura interna di carattere procedimentale, che può al più integrare le fattispecie di false comunicazioni sociali⁷². Affermata la natura istantanea della condotta comunicativa, ne è quindi seguita a cascata la configurazione di tanti episodi di aggio quanto sono i comunicati dai contenuti informativi falsi diffusi al pubblico⁷³.

Pertanto, posto che le comunicazioni date nel corso delle assemblee hanno natura privilegiata, in quanto informazioni specifiche di contenuto determinato di cui il pubblico non disponeva, si è al contrario evidenziato il

⁷² Occorre che la divulgazione delle notizie false in esso contenute si indirizzi verso un pubblico indeterminato o indeterminabile di persone, ovvero che le notizie stesse abbiano un'ampia diffusione in una zona sufficientemente vasta, CERQUA, voce *Reati di aggio*, cit., p. 894.

⁷³ Si è pertanto individuato il luogo di consumazione del reato con quello in cui si è manifestata la condotta di comunicazione di informazioni false e non in quello in cui si è verificato l'effetto della sensibile alterazione dei prezzi. Allo stesso modo, Trib. Milano, 3 dicembre 2007, in *Foro ambrosiano*, 2008, p. 189. Trattandosi di reato di pura condotta, ne consegue che, ai fini della determinazione del giudice territorialmente competente, ai sensi dell'art. 8 c.p.p., deve farsi riferimento al giudice del luogo in cui la condotta contestata è stata posta in essere. Nell'ipotesi di negoziazione delle azioni nel circuito telematico, il reato deve, quindi, ritenersi consumato nel momento in cui l'agente immette nella rete del Mercato telematico azionario l'offerta di vendita o di acquisto artificiosa perché l'immissione nel sistema del dato è idonea di per sé ad arrivare direttamente a tutti gli operatori ed a creare il pericolo di un'alterazione dei prezzi». Cfr. Procura Repubblica Roma, 7 giugno 2006, G., in *Cass. pen.*, 2007, p. 2748.

In senso contrario, V. Uff. indagini preliminari Milano, 23 maggio 2008, in *Foro ambrosiano*, 2008, p.193, per cui "Il luogo di commissione del delitto di manipolazione del mercato, sia informativo che manipolativo, data la natura "recettizia" della condotta rispetto al particolare destinatario cui è volutamente rivolta, è da individuarsi nel luogo ove tali prezzi si formano, ossia nella Borsa Valori che ha sede a Milano"; così Trib. Milano, 4 ottobre 2007, in *Foro ambrosiano*, 2007, p. 484; Uff. indagini preliminari Milano, 26 febbraio 2007, in *Foro Ambrosiano*, 2007, p. 95, secondo cui la natura di reato di pericolo concreto radica la competenza territoriale non nel luogo ove si verifica la condotta manipolativa, bensì in quello ove si verifica l'evento di pericolo, integrato dalla rilevante possibilità - da accertarsi in concreto - che si verifichi tale alterazione.

dovere ex art. 184 Tuf in capo a tali soggetti di non comunicarle al di fuori del normale esercizio del lavoro o delle funzioni⁷⁴. Dunque, una volta in possesso di tali informazioni gli amministratori della società si trovano gravati da un obbligo di *abstain* perdurante per tutto il possesso dell'informazione e dai doveri informativi nelle forme e nelle cadenze temporali calibrate dall'art. 114 Tuf. Ciò a conferma che la condotta materiale antecedente alla normale *disclosure* da parte della società, spesso cadenzata da un procedimento costituito da una pluralità di atti (predisposizione dello schema di bilancio, deposito presso la sede sociale, pubblicazione, etc.) debba ritenersi dotata di valenza esclusivamente interna all'organismo societario e quindi irrilevante.

Altrettanto, si è chiarito che non assume rilievo, ai fini della configurazione del delitto di aggioaggio informativo, il carattere della novità della notizia, potendosi verificare il caso di notizie già diffuse e note al mercato le quali, in un determinato momento e contesto, acquistano una maggiore idoneità ad incidere potenzialmente sul livello dei prezzi di mercato agendo su quell'operatore che era rimasto refrattario all'informazione. Nell'ambito del delitto di manipolazione del mercato o aggioaggio rileva qualsiasi notizia di qualunque contenuto proveniente dalla società con qualsiasi cadenza e modalità, senza che assuma rilievo il carattere della novità della stessa. Ne segue quindi che anche la reiterazione di un'informazione infedele riveste di autonoma valenza, in quanto questa può concretamente influire sulla formazione della volontà negoziale degli investitori e meglio persuaderli della convenienza dell'impiego di danaro in quel titolo.

Ed infatti correttamente la giurisprudenza individua gli elementi caratterizzanti la struttura del delitto di aggioaggio, costituiti non solo nella idoneità

⁷⁴ BELLACOSA, *"Insider trading": manipolazione del mercato, abusi di mercato e responsabilità*, in *Diritto e pratica della società*, 2005, p. 20.

ingannatoria della condotta (indiziata dalle caratterizzazioni della falsità), ma anche dalla probabilità che essa possa fuorviare il processo decisionale di un investitore mediamente ragionevole ovvero mediamente in grado di selezionare e decifrare le informazioni immesse nel mercato (è il tratto del pericolo concreto il quale consiste in una idoneità della condotta a sortire l'effetto da accertarsi attraverso un giudizio di "causabilità" dell'evento di danno).

4. Si pone a questo punto un accostamento tra delitti di false comunicazioni sociali e delitto di manipolazioni del mercato di tipo informativo. Il filo rosso che accomuna il delitto di false comunicazioni sociali in danno ai soci (art. 2622 c.c.) e i delitti di aggio o di manipolazione del mercato (artt. 2637 c.c. e 185 Tuf) è costituito dal valore che viene riconosciuto all'informazione. Mentre nell'art. 2622 c.c. la condotta informativa non trasparente e scorretta viene punita in quanto da essa può derivare un evento di danno patrimoniale per i soci e per i creditori, nel caso delle manipolazioni di mercato o di aggio informativo la trasparenza e l'informazione finanziaria sono tutelate in quanto da esse può discendere il pericolo di un danno al mercato, costituito da una determinazione artificiosa e artificiale dei prezzi, ovvero in quanto potenzialmente produttive di un danno al meccanismo di determinazione dei prezzi di mercato.

Le due condotte di diffusione di informazioni false possono formalmente coincidere e pertanto ben può accadere che venga pubblicizzato al pubblico un bilancio non veritiero, quale veicolo informativo dotato di una particolare credibilità. La fenomenologia informativa della manipolazione può quindi concretizzarsi in una condotta di falso ideologico su scrittura privata: il bilancio falso può costituire una "notizia" ai fini dell'art. 185 Tuf se agevolata, attraverso l'occultamento o il mendacio di quanto si sarebbe dovuto viceversa porre in

evidenza, un artificioso corso del titolo, inducendo analisti e investitori a un apprezzamento favorevole dell'apparente stato di salute della società. Pertanto si pone il problema di definire i rapporti tra le fattispecie⁷⁵.

Invero, nel mercato dei titoli, le condotte di diffusione di informazioni false e di manovre fraudolente possono ricalcare una copiosa casistica di operazioni societarie intese a suscitare apprezzamenti fallaci sulla situazione della società, come la pubblicazione dei falsi bilanci, la distribuzione degli utili fittizi, le fusioni a condizioni sperequate, che configurano specifiche tipologie di reato punite, a seguito della riforma dei reati societari del 2002, per lo più a condizione che emerga un danno patrimoniale⁷⁶.

Recentemente la giurisprudenza ha escluso che le false comunicazioni sociali possano essere assorbite nel delitto di aggioaggio informativo, specificando attentamente la diversità di struttura e di oggetto giuridico tutelato⁷⁷.

⁷⁵ Per un confronto tra i diversi livelli sanzionatori, SEMINARA, *Crisi finanziaria e disorientamenti etici e giuridici*, in *Diritto pen. e processo*, 2009, p. 271.

⁷⁶ La riconducibilità delle comunicazioni sociali nell'ambito dell'illecito penale di manipolazione del mercato è peraltro plausibile, essendo questo connotato da una minore tipizzazione, sia sul piano oggettivo che soggettivo, rispetto ai reati di false comunicazioni sociali, per il fatto di non limitarsi alle comunicazioni tipizzate dalla legge da parte di soggetti qualificati, di essere sganciato dall'accertamento dell'inganno di una vittima ben determinata, per non essere soffocato dalle soglie quantitative (ma solo qualitative) e affidato ad una prescrizione meno repentina; SEMINARA, *Considerazioni penalistiche sul disegno di legge in tema di tutela del risparmio*, in *Dir.pen.proc.*, 2004, n. 4, p.503. Sui rapporti tra false comunicazioni sociali e delitto di aggioaggio, NAVAZIO, *Bilancio vero o bilancio credibile?*, in *Diritto e impresa: un rapporto controverso*, a cura di Manna, Milano, 2004, p.39; D'ANIELLO, *Torna di scena l'aggioaggio: il caso Parmalat*, in *Riv.trim.dir.pen.ec.*, 2010, p.883.

⁷⁷ Tribunale di Milano, Sez. I pen., 18.12.2008, Barachini (caso Parmalat) secondo cui in presenza di comunicazioni rese ai sensi dell'art. 114 TUF potranno configurarsi, qualora sussistano gli ulteriori elementi costitutivi previsti dalla legge, sia il reato di false comunicazioni sociali, di cui agli artt. 2621 c.c. e 2622 c.c., sia il reato di aggioaggio informativo, di cui all'art. 2637 c.c.. Il reato di aggioaggio, infatti, presenta un ambito applicativo molto più esteso rispetto a quello di false comunicazioni sociali, potendosi attuare con qualsiasi veicolo informativo idoneo a diffondere una notizia ad un numero indeterminato di persone. Sotto il profilo dell'interesse tutelato, inoltre, a differenza delle false comunicazioni, prescinde dall'inganno effettivo di una persona determinata, essendo posto a tutela non già del patrimonio dei destinatari della comunicazione, bensì della regolarità delle negoziazioni del mercato mobiliare, caratterizzandosi

Numerose sono infatti le differenze rispetto le fattispecie in tema di false comunicazioni sociali, non essendo sufficiente la semplice pubblicità verso terzi imposta dal codice civile con il suo deposito presso l'ufficio del registro delle imprese ex art. 2435 c.c., ma occorrendo che la divulgazione dei suoi contenuti si indirizzi senza mediazioni verso un pubblico indeterminato, affinché si colga la diversa dimensione lesiva, in chiave di pericolosità concreta, che concerne il mercato e in particolare il suo naturale meccanismo di determinazione dei prezzi e non il pregiudizio arrecato al patrimonio societario, ovvero su una limitata massa di soggetti⁷⁸.

Inoltre, numerose sono le strutturali difformità tra le fattispecie: la condotta descritta nell'art. 2622 c.c. si articola all'interno di un procedimento scandito da momenti successivi costituiti dalla presentazione dello schema di bilancio, dal deposito presso la sede sociale, dalla pubblicazione, etc., quali atti interno alla società che sfociano in una comunicazione all'esterno della medesima. Diversamente il reato di aggioaggio o di manipolazione informativa del

per una diversa oggettività giuridica rispetto ai reati di cui agli artt. 2621 e 2622 c.c. Tale diversa oggettività giuridica esclude che il reato di aggioaggio possa essere assorbito nel reato di false comunicazioni sociali, sulla base della logica del post-fatto non punibile: affinché possa operare l'assorbimento del reato successivo nel reato precedente è necessario che i fatti da giudicare rappresentino diversi gradi o tipi di offesa ad un medesimo bene giuridico, circostanza che non si verifica in relazione agli illeciti *de quibus*, posto che gli stessi sono diretti a tutelare interessi diversi (il patrimonio dei destinatari della comunicazione per le false comunicazioni sociali, la regolarità delle negoziazioni del mercato mobiliare per il reato di aggioaggio informativo).

⁷⁸ Non si esclude un concorso formale tra le fattispecie, sempre che la condotta manipolativa sia posta in essere da taluno dei soggetti attivi previsti da tali ipotesi di reato. A conclusioni differenti si giunge qualora si tratti di falsità nelle relazioni o nelle comunicazioni dei responsabili della revisione legale; in tal caso il reato si sostanzia nella condotta di chi accredita documenti falsi, per il quale si prospetta l'ipotesi di un concorso materiale, purché alla falsità della revisione si aggiunga anche una condotta di manipolazione; CRESPI, *Falsità nella relazione della società di revisione e delitto di aggioaggio*, in *Riv.soc.*, 2004, p.159. In giurisprudenza, V. Cass. 3 marzo 1980 e Cass. 29 gennaio 1979, con nota di MAZZACUVA, in *Foro it.*, 1980, II, p.313; MARTIELLO, *L'art. 2662, comma 2: una «clausola oscura» alla luce delle prime applicazioni giurisprudenziali*, in *Riv. trim.dir. pen. ec.*, 2004, p. 98.

mercato è reato istantaneo, unisussistente che si compie e perfeziona con il compimento di un solo atto, senza alcuna scansione temporale e procedurale.

L'unico requisito che connota la notizia è la sua *price sensitive*, quale requisito che attesta l'idoneità della notizia, per i suoi specifici contenuti, ad influenzare il comportamento di un investitore ragionevole. La connotazione *price sensitive* della notizia assume persino le vesti di evento di pericolo, nel senso che la condotta informativa deve provocare un concreto pericolo di alterazione dei prezzi di mercato. Da queste caratteristiche, discende il diverso momento consumativo dell'aggraviamento, che si rinviene nell'azione di diffusione delle notizie false *price sensitive*, mentre il falso in bilancio si consuma con il verificarsi dell'evento di danno patrimoniale e a seguito del completamento scandito da momenti successivi che rappresentano una pluralità di atti interni della società che sfociano in una comunicazione all'esterno della medesima.

Ancora numerose sono le differenze, sul piano dell'elemento soggettivo del dolo, del superamento di soglie quantitative e qualitative, dei contenuti e della cadenza temporale della notizia diffusa (non rilevano le scadenze di cui all'art.114 Tuf, né quelle dell'art. 43 del reg. Consob n.16191/07 funzionali alla sola fattispecie dell'illecito amministrativo di manipolazione del mercato), qualora si appalesi falsa, e neppure assume rilievo il contenuto dell'informazione, a differenza delle false comunicazioni sociali ai soci, in cui la comunicazione di dati falsi deve riferirsi alla situazione economica patrimoniale o finanziaria della società o al gruppo cui appartiene la società⁷⁹. Il concetto di "notizia"

⁷⁹ La condotta comunicativa a carattere interno destinata a soggetti determinati di notizie sia pure a carattere privilegiato (in quanto con le caratteristiche tipiche dell'art. 184 comma 1 lett.c del d.lgs.58/98) è quindi priva di rilevanza essendo irrilevante il carattere della novità riservata alla pubblicità della notizia, che invece acquista peso ai fini della repressione penale di fatti di *insider trading*, ove il disvalore si incentra nell'aver profittato di un privilegio informativo ingiustificato rispetto ai terzi, da cui scaturiscono una serie di obblighi e divieti, perduranti durante il possesso dell'informazione privilegiata, sia di comunicazione all'esterno, che di co-

proprio del delitto di aggio/aggiotaggio/manipolazione del mercato è assai ampio, e ricomprende informazioni o indicazioni a carattere finanziario, economico, commerciale, nonché politico, sindacale (tra quelle a carattere finanziario sono comprese le *market information* e le *corporate information*).

Inoltre, nella manipolazione informativa assumono rilevanza condotte di pubblicizzazione generale della notizia a prescindere dal fatto che tale notizia sia stata già pubblicata, o non sia ancora pubblica⁸⁰, essendo del tutto irrilevante che l'informazione si rivesta di novità o abbia carattere non pubblico. Ne segue che la reiterazione della condotta colora di illecito ogni singolo episodio di divulgazione, nell'economia di condotte finalizzate ad influire e persuadere il destinatario.

Non sembra invece che costituisca un elemento di differenziazione il tipo di falsità richiesta dalle norme, anche se le false comunicazioni sociali distinguono tra falsità relativa a fatti e falsità relativa a valutazioni e previsioni. Infatti, sebbene tradizionalmente il concetto di notizia assunto dal delitto di manipolazione di mercato sembra doversi riferire ad una esposizione oggettiva di un fatto storico già avvenuto, si può ritenere che anche le notizie relative a una circostanza "*che si possa ragionevolmente prevedere che verrà ad esistere o ad un evento verificatosi o che si possa ragionevolmente prevedere che si verificherà*" (ex art. 181 Tuf) e quindi previsioni e valutazioni possano trovare cittadinanza nell'ambito dell'art. 2636 c.c. o dell'art. 185 Tuf.

municazione all'organismo di vigilanza con le cadenze modali obbligatorie prescritte dall'art. 114 del Tuf.

⁸⁰ LENER, *La diffusione delle informazioni "price sensitive" fra informazione societaria e informazione riservata*, in *Le Società*, 1999, p.143; MUCCIARELLI, *L'informazione societaria: destinatari e limiti posti dalla normativa in materia di insider trading*, in *Banca, borsa*, 1999, I, p.794; SFAMENI, *Commento sub art. 114*, in *La disciplina delle società quotate nel testo unico della finanza, d.lgs. 24 febbraio 1998, n.58. Commentario*, a cura di Marchetti P. e Bianchi L.A., Milano, 1999, p. 509.

Secondo la giurisprudenza e dottrina tradizionale formatasi in tema di aggio, le “notizie” devono essere sufficientemente precise e determinate e devono vertere su fatti oggettivi o avvenimenti già verificatisi. Si è quindi affermata una accezione di “notizia” assai rigorosa, che comprende esclusivamente affermazioni meramente descrittive di fatti storici già verificatisi⁸¹. Di conseguenza, sono escluse dalla portata applicativa della norma non solo le semplici voci, in quanto sfornite di una propria attendibilità, ma anche le informazioni concernenti fatti futuri, in quanto esse non si presentano come dati informativi oggettivi, attendibili ed immediatamente riscontrabili, ma come previsioni, giudizi, opinioni, apprezzamenti e critiche, come affermazioni a contenuto valutativo e soggettivo.

Accettabile in teoria, la distinzione appena delineata presenta innegabili ambiguità non appena la si cali nella realtà empirica, non essendo affatto agevole differenziare i due momenti dell’informazione e della valutazione dei fatti, specie ove si consideri che la stessa scelta dei fatti da comunicare è sempre espressione di un approccio valutativo. Tale interpretazione pare tuttavia eccessivamente restrittiva, specie ove si consideri che, nella gran parte dei casi, le manovre speculative nascono proprio attraverso informazioni e giudizi che sono riferiti a eventi futuri e appaiono permeati da una predominante dimensione valutativa: proprio in virtù di tali caratteristiche, però, queste condotte sono molto spesso idonee a determinare un’artificiosa alterazione del meccanismo di determinazione dei prezzi, a causa degli effetti che possono determinare sulle scelte di investimento dei destinatari.

⁸¹ Si rileva la arbitrarietà della distinzione tra componente valutativa- soggettiva e componente descrittiva – oggettiva della notizia dovendosi piuttosto verificare se le valutazioni e affermazioni riguardino fatti futuri o fatti già verificati. MUCCIARELLI, *Speculazione mobiliare e diritto penale*, Milano 1995, p.202; LEMME, *Il delitto di aggio bancario*, in *Giust.pen.*, 1983, p.376.

Peraltro, numerosi elementi normativi depongono per un definitivo abbandono di una concezione di falsità e di notizia così rigorosamente oggettiva, quale informazione su un accadimento passato e su un dato oggettivo: in proposito si richiama l'attenzione all'art. 181 Tuf il quale, introducendo una ricca definizione di notizia a carattere privilegiato rilevante ai fini della fattispecie di Abuso di informazioni privilegiate, pone un ulteriore elemento esegetico quanto meno in favore della riconducibilità nel precetto di condotte di diffusione di informazioni avente ad oggetto fatti futuri, secondo il parametro della "*ragionevole previsione della loro verifica*"⁸².

5. La giurisprudenza sul caso Parmalat ha costituito inoltre un'importante occasione per affrontare la questione della rilevanza penale di condotte puramente omissive. Alle tradizionali ipotesi di aggioaggio informativo, sostanzialmente connesse alla diffusione di comunicati stampa falsi tesi a rassicurare il mercato sulle reali condizioni di società invece in crisi, si sono venute ad affiancare ipotesi di manipolazione consistenti sostanzialmente nel tenere occulti i contenuti di accordi o di assetti proprietari, o nel non rivelare il proposito di una determinata operazione economica. In altre parole, nel tacere la comunicazione di determinate notizie rilevanti.

Si pone quindi il problema se tale omissione possa essere ricondotta nell'ambito del delitto di aggioaggio informativo o operativo; in secondo luogo, qualora sussistano specifiche richieste di chiarimenti da parte

⁸² ANNUNZIATA, *Il recepimento della market abuse directive*, in *Il Corriere giuridico*, 2005, p. 745; MUCCIARELLI, *Abuso di informazioni privilegiate e manipolazione del mercato: le norme della Comunitaria 2004 (II)*, in *Dir.pen.proc.*, 2005, n. 12, p.1465; SGUBBI-FONDAROLI-TRIPODI, *Diritto penale del mercato finanziario: abuso di informazioni privilegiate, manipolazione del mercato, ostacolo alle funzioni di vigilanza della Consob, falso in prospetto: lezioni*, Padova, 2008.

dell'organismo di vigilanza, se la pura omissione di comunicazioni possa rilevare ex art. 2638 c.c. quale ostacolo alle funzioni di quest'ultima⁸³.

Quanto alla possibile rilevanza di condotte meramente omissive, ci si è posti da tempo il problema se possa costituire un comportamento penalmente rilevante in termini di aggioaggio l'omissione di informazioni, connotata dall'idoneità ad indurre in errore i mancati destinatari, in ordine alle situazioni su cui verte l'informazione omessa.

Occorre premettere in proposito che, in aderenza alla tradizione, il falso solo impropriamente si può definire omissivo, in quanto esso si manifesta sempre come falso per reticenza, ovvero come un'omissione parziale, in cui si dice qualcosa di vero ma si tace qualcosa che si aveva l'obbligo di dire. Inoltre, anche la lettura dei lavori preparatori e dagli obiettivi complessivamente perseguiti tramite la riforma dei reati societari, che depone senz'altro per una lettura dell'art. 2637 c.c. in senso contrario a qualsivoglia rilevanza di ipotesi omissive proprie. È noto, infatti, come l'indirizzo suggerito dalla Commissione Mirone e adottato dal legislatore delegato abbia portato a una riduzione delle fattispecie omissive, in ragione dei rischi che esse presentano sul piano della tassatività e dell'attuazione del principio di personalità, soprattutto in caso di una mancata e netta definizione del "dovere di agire". Si deve quindi concludere che lo sforzo ortopedico di calare l'aggioaggio nel modello del reato omissivo proprio comporterebbe problemi pressoché insormontabili, ripropo- nendo oltre tutto proprio quei difetti che la riforma del diritto penale societario del 2002 aveva inteso superare. Da qui l'esclusione della rilevanza

⁸³ Recentemente, riferisce criticamente di una contestazione recente del delitto di aggioaggio, oltre dell'illecito amministrativo, ex art. 187 ter, in caso di silenzio o reticenza sul proposito di avvalersi di *equity swap*, che tuttavia non sottostà ad un obbligo di comunicazione continua *ex lege*, ma discende da una specifica richiesta della Consob, CRESPI, *Manipolazione del mercato e manipolazione di norme incriminatrici*, in *Banca, borsa, titoli di credito*, 2009, p.107.

penale di una condotta di aggioaggio informativo puramente omissiva, ovvero della totale assenza di una comunicazione di un'informazione.

In tal senso depone anche l'affiancamento del delitto manipolazioni del mercato o di aggioaggio agli illeciti di false comunicazioni sociali. Ciò consente di ritenere che il falso omissivo, nell'ambito delle fattispecie in questione, comprenda le sole ipotesi di diffusione di informazioni incomplete e parziali, e non la pura e semplice comunicazione totalmente omessa. Il dato sistematico conferma che anche nelle altre ipotesi di falsità in ambito societario, la radicale omissione di comunicazione non assume rilievo penale (ma eventualmente come illecito amministrativo) se non quando espressamente previsto dalla legge. Ciò accade nell'articolo 2638, comma 3°, c.c. nella versione introdotta dal d.l. n. 61/2002, ove, tra le ipotesi di ostacolo all'esercizio delle funzioni delle autorità di pubblica vigilanza, è contemplato il fatto del soggetto qualificato che *"in qualsiasi forma, anche omettendo le comunicazioni, ostacola .."*.

Si è quindi concluso che il tacere puro e semplice non può affatto integrare la condotta di manipolazione informativa, che letteralmente richiede invece una condotta di positiva diffusione di dati informativi falsi. Nell'ipotesi invece in cui sussista uno specifico obbligo di comunicazione di notizie rilevanti, a seguito di specifica richiesta, qualora vengano omesse informazioni significative, si può ritenere integrata l'ipotesi tipica della diffusione di notizie false, poiché il non dire, in un contesto in cui si debba informare pienamente e senza riserve, equivale nella sostanza a dire il falso, ma nella misura in cui tale condotta informativa risulti reticente e mendace. In altre parole, se taluno diffonde una notizia *price sensitive*, la quale si riveli falsa in quanto ometta circostanze significative, certamente potrà sussistere la fattispecie di aggioaggio, qualora

l'omissione distorca profondamente i contenuti dell'informazione positivamente resa⁸⁴.

Si pone infine il profilo ermeneutico di far rientrare la parziale o incompleta o omessa comunicazione di informazioni specifiche e rilevanti nell'ambito della seconda modalità fenomenologica del delitto di manipolazione del mercato, ovvero quella operativa di manipolazione, per la precisione descritta nella locuzione di chiusura "*altri artifici*", così come comunemente si ritiene a proposito dei reati di truffa.

Tuttavia, deve essere fatta una importante precisazione. La questione della configurazione di una "manipolazione omissiva" che invero sembra echeggiare una contraddizione in termini, non trova alcun accoglimento in giurisprudenza e ciò per il fatto che anche nell'ambito della nozione di "artificio" – anche con riferimento al delitto di aggioaggio – non si può in alcun modo comprendere il mero comportamento negativo, il generico silenzio, la pura inerzia, dal momento che l'artificio è la rappresentazione positiva di un qualche cosa che non risponde a vero, connotato da una predisposizione positiva di mezzi. Sul punto, si è rilevato in dottrina come attribuire rilevanza penale alla mera omissione finirebbe con lo "svuotare di ogni contenuto il concetto stesso di artificio"⁸⁵. Ne segue che l'informazione omessa, incompleta o parziale assumerà rilevanza - ammesso che determini una oscillazione del livello dei prezzi - nella misura in cui possa rientrare nella nozione di "artificio", ovvero quando la parziale comunicazione si sostanzia in una condotta attiva di occultamento artificioso, si unisca alla diffusione di informazioni false, si inserisca in un contesto fraudolento in cui emerge il ricorso a qualsiasi espediente, anche

⁸⁴ CERQUA, voce *Reati di aggioaggio*, cit., p. 894 s.; PERINI, *Il delitto di false comunicazioni sociali*, Padova, 1999, p. 411 ss.

⁸⁵ ZANNOTTI, *Il nuovo diritto penale dell'economia*, Milano, 2006, p. 439.

lecito, che sortisce una falsa rappresentazione della realtà⁸⁶. Fondamentale è quindi il carattere della decettività e idoneità ingannatoria della condotta di tipo comunicazionale.

6. Altra questione interpretativa concerne la rilevanza della condotta di comunicazione parziale e reticente, o di occultamento di dati informativi, qualora destinatario di tale notizie a cui si sarebbe dovuto comunicare è l'organismo di vigilanza e la condotta informativa provenga da soggetti attivi qualificati. Viene quindi in rilievo il delitto di ostacolo alle funzioni di vigilanza, quale fattispecie che raccoglie le condotte di comunicazione di informazioni false dirette ad un destinatario determinato, posto che tra le comunicazioni "previste in base alla legge" rilevanti ai sensi dell'art.2638 c.c., comma 1 parte prima, rientrano, oltre a quelle "ordinarie" previste dagli artt. 90 ss. del Regolamento Emittenti, quelle inviate alla Consob ex art. 115 *Tuf* dagli emittenti quotati e dalle società di revisione in risposta a richieste di precisazioni formulate dall'organo di vigilanza.

In proposito, si è affermato che la circostanza che le notizie false indicate in tali comunicazioni coincidano con quelle diffuse al pubblico tramite comunicati stampa non determina l'assorbimento del delitto di ostacolo delle funzioni di vigilanza in quello di aggio informativo. Infatti, nonostante l'interesse tutelato dall'art. 2638 c.c. (il regolare funzionamento delle autorità di vigilanza) risulti strumentale al regolare funzionamento del mercato (oggetto di tutela nel reato di aggio), non possono ritenersi assorbite nei fatti di manipolazione del mercato le false comunicazioni alla Consob, atteso che l'art. 2638 sanziona in via autonoma le lesioni all'integrità soggettiva dell'ente istituzionalmente deputato allo svolgimento delle funzioni pubbliche di vigilanza.

⁸⁶ Trib. Milano, I sez. penale, 18 dicembre 2008, Tanzi, inedita, p.253.

Pertanto, esclusa la possibilità di un assorbimento, si pone il problema della configurabilità di un ostacolo alle funzioni di vigilanza mediante omissione.

In proposito, si ricorda che il delitto di ostacolo alle funzioni di vigilanza, quale norma generale contenuta nell'art. 2638 c.c. si articola in tre previsioni: l'esposizione di fatti materiali non rispondenti al vero ancorché oggetto di valutazioni; l'occultamento con altri mezzi fraudolenti, totale o parziale, di fatti che i soggetti attivi avrebbero dovuto comunicare; l'ostacolo alle funzioni di vigilanza quale reato a forma libera incentrato sulla produzione di un evento⁸⁷.

La fattispecie prevista nel primo comma, ripercorrendo le cadenze della fattispecie di false comunicazioni sociali, descrive la condotta tipica di cui all'art. 2622 C.C., che consiste nell'esporre, nelle comunicazioni dirette alle autorità di vigilanza, fatti materiali non rispondenti al vero ancorché oggetto di valutazioni, sulla situazione economica, patrimoniale o finanziaria dei sottoposti alla vigilanza, comprensiva dei beni gestiti. I veicoli attraverso i quali la falsità deve essere portata a conoscenza delle autorità di vigilanza sono le comunicazioni previste in base alla legge; ne segue che i contenuti delle notizie false comunicati alle autorità di settore sono quindi ben delineati: non una qualsiasi notizia ma soltanto quelle comunicazioni effettive comunicate in ogni forma ed espressamente previste dalla legge aventi ad oggetto la situazione economica patrimoniale o finanziaria dei soggetti sottoposti alla vigilanza. Ad ogni modo, il requisito della falsità delle comunicazioni, per le considerazioni

⁸⁷ MONTANI, *Le attività di ostacolo*, in ALESSANDRI (a cura di) *Reati in materia economica*, Tratt. Palazzo-Paliero, Torino, 2012, p. 197 ss.; MESSINA, *Ostacolo all'esercizio delle funzioni delle autorità pubbliche di vigilanza*, in *Diritto penale delle società. Profili sostanziali e processuali*, a cura di CERQUA, Tomo primo, Padova, 2009, p. 677; FOFFANI, *Art. 2638*, in PALAZZO, PALIERO, *Commentario breve alle leggi penali complementari*, 2. Ed., Padova, 2007, p.2555; D'AMBROSIO, *L'ostacolo alle funzioni delle autorità pubbliche di vigilanza*, in DI AMATO (a cura di), *Trattato di diritto penale dell'impresa*, Volume nono, *I reati del mercato finanziario*, Padova, 2007, p.618.

fatte precedentemente, esclude che una pura inerzia comunicativa possa rilevare in sé e per sé considerata.

Pertanto la seconda modalità di realizzazione del delitto previsto nell'art. 2638, 1 comma, c.c., consistente nell'occultamento con altri mezzi fraudolenti, in tutto o in parte, di fatti che i soggetti attivi avrebbero dovuto comunicare, solleva l'interrogativo se punisca o meno una condotta meramente omissiva. In effetti, la formulazione della norma sembra contraddittoriamente distinguere tra l'occultamento di fatti doverosi che richiama la struttura dell'omissione, e l'impiego di mezzi fraudolenti che costituisce invece un contegno attivo. Per superare l'*empasse*, è sufficiente considerare due elementi: il primo è che l'occultamento acquista rilevanza solo nel contesto di comunicazioni che devono assumersi come "doverose" a seguito di specifiche richieste, talché il delitto previsto dall'art. 2638, comma 1, c.c. non può esaurirsi in una mera omissione e in definitiva nel silenzio, così come previsto in numerosi illeciti amministrativi previsti dal Tuf⁸⁸. Il secondo attribuisce un peso, ai fini ermeneutici, alle modalità fraudolente richieste dalla norma per ritenere non sufficiente una mera omissione delle informazioni. Ciò che rileva è altresì il modo in cui viene acconciato il silenzio antidoveroso, sì da renderlo fuorviante e ingannevole, così che la connotazione fraudolenta della condotta andrà ravvisata in quelle modalità idonee a "sviare l'indagine o la verifica dell'Autorità" e a ostacolare, per questa via, la funzione di vigilanza. In tal modo l'elemento modale dei mezzi fraudolenti quale requisito di tipicità è stato valorizzato dalla

⁸⁸ Tuttavia, non sempre è semplice individuare quando vi sia inadempimento di un obbligo ben specifico di comunicazione. Per fare un esempio, ai sensi dell'art. 115, comma 1, lett. a, del Tuf, la Consob, al fine di vigilare sulla correttezza delle informazioni fornite al pubblico, può richiedere agli emittenti quotati la comunicazione di notizie e documenti, fissandone le relative modalità. È parimenti chiaro, però, che, per quanto precisa, la loro richiesta non potrà riguardare espressamente i documenti concernenti fatti ignoti alla Consob, ma rilevanti ai fini della sua funzione di vigilanza. La loro individuazione ed esibizione graverà, pertanto, sul soggetto sottoposto alla vigilanza; Cfr. Musco, *I nuovi reati societari*, cit., p.189.

giurisprudenza di legittimità per circoscrivere l'azione tipica ed escludere quantomeno che sia sufficiente ai fini della sua integrazione il mero silenzio sui fatti oggetto di interpello da parte dell'autorità di vigilanza⁸⁹. Anche l'ipotesi prevista dall'art. 2638 c.c. comma 1 è commissiva, in quanto presuppone che venga eseguita realmente, e non meramente omessa, la comunicazione.

Sotto il profilo della rilevanza delle condotte omissive, minori difficoltà interpretative sembra porre la fattispecie di ostacolo delle funzioni delle autorità pubbliche di vigilanza, prevista dall'art. 2638, comma 2 c.c.. Essa ha portata residuale rispetto all'ipotesi speciale tipizzata dal primo comma della medesima disposizione e presenta una struttura causalmente orientata, in quanto esclusivamente incentrata sul consapevole ostacolo delle funzioni di vigilanza. La condotta di ostacolo assume rilevanza penale in qualsiasi modo venga realizzata e comprende propriamente anche condotte omissive, comprese le omesse comunicazioni, prescritte dalla legge purchè siano produttive dell'evento di ostacolo delle funzioni di vigilanza, ed in tal caso punibili con la sanzione penale, e non con la sanzione amministrativa. Nella struttura della fattispecie contenuta nell'art. 2638, comma 2 c.c. si nota un particolare aspetto, che ne amplia l'ambito applicativo rispetto al precedente comma: non si precisa l'oggetto delle comunicazioni doverose e pertanto potrebbero anche non riguardare necessariamente la situazione economica, patrimoniale o finanziaria della società. Ma non per ciò l'art. 2638, comma 2, sanziona l'omissione di qualunque comunicazione doverosa, dovendo pur sempre trattarsi di una omissione che, per il suo oggetto, abbia ostacolato il concreto svolgimento della funzione di vigilanza⁹⁰.

⁸⁹ Così Cass., Sez. VI, 9 novembre 2010, n. 40164, in *CED*, 2010, rv. 248821.

⁹⁰ GIUNTA, *Controllo e controllori nello specchio del diritto penale societario*, in *Riv.trim.dir.pen.ec*, 2006, p.597.

7. La giurisprudenza di legittimità ha inoltre preso posizione su un'altra questione, concernente la responsabilità degli amministratori indipendenti, oltre che ai soggetti *insiders* del gruppo. L'istituto degli amministratori indipendenti⁹¹ è di matrice anglosassone⁹², e trova la sua collocazione all'interno di un sistema di amministrazione e controllo monistico. In particolare, queste nuove figure rappresentano degli anticorpi dell'impresa, in quanto correttivi alla *mala practice* dei *managers* di ottenere benefici privati da una posizione di controllo. La loro funzione è proprio quella di vigilare sul comportamento degli amministratori esecutivi, al fine di scongiurare possibili comportamenti che divergano dall'interesse sociale, animati da un obiettivo personale di arricchimento. I requisiti, pertanto, di indipendenza hanno lo scopo di garantire agli azionisti che gli amministratori non abbiano interessi in conflitto con il perseguimento del fine precipuo della società.

La *questio iuris* attiene ancora una volta alla condotta di mera inerzia e di omissione di un comportamento attivo altrimenti esigibile consistente nel materiale impedimento del reato o dei suoi effetti da parte di un soggetto qualificato. La questione dibattuta concerne l'interrogativo se tale soggetto, in ragione della posizione di garanzia rivestita, dovrebbe opporsi ed impedire la condotta di diffusione e comunicazione di dati informativi falsi o invece impedire la produzione degli effetti sul mercato delle informazioni.

In gioco è quindi il contenuto e l'estensione della posizione di garanzia dell'amministratore non esecutivo. Appare, pertanto, opportuno soffermarsi sulle singole facoltà spettanti agli amministratori, onde ricostruire con esattezza l'ambito della loro posizione di garanzia ex art. 40 cpv. c.p.. Va sottolineato

⁹¹ Per un approfondimento, RORDORF, *Gli amministratori indipendenti*, in *Giur. Comm.*, 2007, p. 143.

⁹² Si veda al riguardo GRASSINI, *C'è un ruolo per gli amministratori indipendenti?*, in *Mercato conc. Reg.*, 2004, p. 427 ss.

in proposito come l'esistenza di un generico dovere giuridico d'impedimento dei fatti pregiudizievoli alla gestione sociale (ai sensi dell'art. 2392 c.c.) non sia sufficiente di per sé a fondare un obbligo di garanzia, occorrendo interrogarsi sui poteri riconosciuti agli amministratori non operativi.

La Corte di Cassazione ha, nel caso in esame, confermato il *trend* giurisprudenziale ormai favorevole a ritenere "attenuata" la posizione di garanzia degli amministratori a seguito dall'intervento novellatore sul diritto societario del 2003. Difatti, pur avendo la riforma mantenuto in vita l'obbligo di garanzia in capo a tali soggetti, essa ha nondimeno "alleggerito" gli oneri e le responsabilità degli amministratori e di conseguenza ristretto l'ambito della loro posizione di garanzia. Nello specifico, se, per un verso, è rimasta, in parte, invariata la formulazione delle norme che nella specie fondano il dovere giuridico di impedire l'evento ex art. 40 cpv. c.p. (si pensi all'art. 2392, comma 2, c.c. che ancora prevede una responsabilità solidale degli amministratori che, pur a conoscenza di fatti pregiudizievoli, non abbiano fatto quanto potevano per impedirne il compimento), per altro verso, il legislatore ha, non a caso, eliminato dall'art. 2392 comma 2 c.c. l'irrealistico ed inesigibile dovere per gli amministratori non operativi di "vigilare" sul generale andamento della società, prevedendo in sostituzione un obbligo informativo per gli organi delegati sulle operazioni societarie maggiormente rilevanti. Al consiglio di amministrazione si chiede solo di controllare i dati forniti dagli amministratori operativi e pertanto è venuto meno quel preesistente dovere generico di vigilanza. La vigilanza presuppone, infatti, un compito continuato e ininterrotto, mentre la valutazione, seppur ripetibile periodicamente, allude ad un'attribuzione che si esercita *una tantum*. In conclusione, la novella, come confermato dall'indirizzo prevalente dei giudici di legittimità, eliminando l'obbligo di vigilanza in capo agli amministratori privi di deleghe, ha voluto indirettamente circoscrivere la

loro posizione di garanzia, ma non negarla del tutto⁹³. In virtù di quanto disposto dagli artt. 2381 e 2392 c.c., che impongono agli stessi di agire informati. In virtù di tale obbligo gli amministratori non esecutivi sono tenuti ad agire informati, ossia ad attivarsi chiedendo agli esecutivi le opportune informazioni, senza che, tuttavia, risulti loro riconosciuto un autonomo potere di indagine.

Per tali ragioni è possibile configurare in capo agli amministratori non esecutivi una responsabilità ai sensi degli artt. 40, comma 2, c.p., qualora sia possibile affermare che questi, a causa del verificarsi di segnali perspicui e peculiari in relazione all'evento illecito, nonché anormali agli occhi di chi è privo di poteri di ispezione e gestione diretta, si siano certamente rappresentati l'illecito, ma non si siano attivati tenendo la condotta impeditiva, anche solo accettando il rischio di realizzazione dell'evento illecito stesso, ferma restando la necessaria verifica, attraverso giudizio controfattuale, del nesso di causalità tra la condotta di omesso controllo per inerzia nell'informarsi ed attivarsi al fine di impedire l'evento e l'evento stesso di diffusione di informazioni false al mercato.

Sulla base di queste premesse, pur in assenza di un dovere di vigilanza, la giurisprudenza penale ha ritenuto che il dovere di "agire informato" radichi in capo all'amministratore non esecutivo il dovere di impedire il futuro compimento di reati; sebbene non autori delle comunicazioni e non preposti a compiti di informazione, anche gli amministratori non esecutivi, in ragione di tale posizione di garanzia, avrebbero dovuto percepire i segnali di allarme e

⁹³ MERCONE, *L'obbligo di garanzia degli amministratori privi di deleghe e la funzione probatoria del c.d. segnali di allarme*, in www.penalecontemporaneo.it; PISANI, *Controlli sindacali e responsabilità nelle società per azioni*, Milano, 2003; CENTONZE, *Gli scandali finanziari e la responsabilità degli amministratori non esecutivi. I limiti dell'intervento penalistico e le indicazioni del sistema statunitense*, in *Scritti in onore di F. Stella*, Milano, 2007, p. 981 e ss.; ID., *La Suprema Corte di Cassazione e la responsabilità degli amministratori non esecutivi dopo la riforma del diritto societario*, in *Cass. pen.*, 2008, p. 109 e ss..

porre in essere una condotta volta a neutralizzarne gli effetti con una contro comunicazione.

Tuttavia la Suprema Corte ha specificato che tale potere impeditivo concerne la condotta di diffusione di informazioni false al pubblico e all'autorità di vigilanza, ovvero l'emissione dei successivi ed ulteriori comunicati falsi idonei ad influire decisamente sul corso dei titoli, e non l'impedimento dell'effetto alterativo dei prezzi, conseguente alla condotta comunicazionale, ormai inevitabile e fuori dall'ambito dei poteri ostativi dell'amministratore indipendente.

Sul punto, la Suprema Corte ha precisato che *“in tema di responsabilità per l'illecita inerzia a fronte della previsione di un evento dannoso, l'azione impeditiva che doverosamente il soggetto attivo deve porre in essere per scongiurare l'evento lesivo deve essere riferita all'atto diffusivo della comunicazione di informazioni false e non alle conseguenze che ne possono derivare”*. Assume quindi rilievo il mancato impedimento dell'evento in capo a soggetti non preposti a compiti di informazione e non autori delle comunicazioni, i quali tuttavia avrebbero dovuto percepire i segnali di allarme e in ragione della loro posizione di garanzia diffondere un contro comunicato stampa. Tuttavia ad essi non può essere chiesto di neutralizzare gli effetti della condotta e quindi di impedire l'effetto della alterazione dei prezzi.

Deve precisarsi che la posizione di garanzia in capo all'amministratore indipendente, sul quale grava anche l'“obbligo di agire informato” avrebbe imposto al medesimo di attivarsi per impedire il compimento di ulteriori fatti di aggravo informativo ovvero di diffusione di informazioni false, ancora fornire di ulteriore distorsione informativa, può assumere rilevanza anche in relazione al delitto di ostacolo alle funzioni di vigilanza previsto dal comma 2

dell'art. 2638 c.c.⁹⁴. La condotta meramente passiva, consistente nel non smentire i comunicati nel loro contenuto infedele in capo ad un soggetto tenuto alla corretta informazione, così come quella commissiva del mendacio sono perfettamente riconducibili nell'ambito del comma 2 dell'art. 2638 c.c., che prevede espressamente l'omessa informazione come strumento attuativo dell'illecito di danno di una certa ampiezza⁹⁵. Da ciò discende che anche l'atteggiamento di chi rimane inerte si riveste di interesse penale, in quanto condotta di ostacolo alle funzioni di vigilanza per infedele parziale frammentaria rappresentazione di dati foriera di travisamento della realtà.

8. Recentemente, uno dei fenomeni in cui si è manifestato un evidente atteggiamento di "protezionismo nazionalista", anche a costo di sviluppare complesse strategie di falsificazione dei segnali immessi nel mercato, è rappre-

⁹⁴ Cass. pen. Sez. V, 20 luglio 2011, n.28932 cit., con riferimento al caso Parmalat ha riconosciuto la responsabilità dell'amministratore non esecutivo ex art. 2638 comma 1 e comma 2 c.c., in relazione al fatto che per oltre dieci anni nei bilanci della *holding* e di alcune società controllate sono stati riportati dati non veritieri reiterati nelle comunicazioni al mercato e alla Consob. A mezzo delle comunicazioni false diffuse al mercato, finalizzate a procrastinare l'emersione dello stato di dissesto del Gruppo, veniva nella sostanza ostacolato l'esercizio della vigilanza da parte della Consob, la quale doveva essere tenuta all'oscuro, al pari del mercato, di quella che era la reale situazione economica, patrimoniale e finanziaria del Gruppo.

⁹⁵ ALESSANDRI, voce *Impresa (responsabilità penali)*, in *Dig. disc. pen.*, 1994, p. 193 e ss.; ID., *Attività d'impresa e responsabilità penali*, in *Riv. it. dir. e proc. pen.*, 2005, p. 537; FIORELLA, *I principi generali del diritto penale dell'impresa*, in *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia*, Padova, 2001, p. 3 e ss.; SGUBBI, *Responsabilità penale per omesso impedimento dell'evento*, Milano, 1975; FIANDACA, *Il reato commissivo mediante omissione*, Milano, 1979; GRASSO, *Il reato omissivo improprio*, Milano, 1983; BISORI, *L'omesso impedimento del reato altrui nella dottrina e giurisprudenza italiana*, in *Riv. it. dir. e proc. pen.*, 1997, p. 1364 e ss.; GIUNTA, *La posizione di garanzia nel contesto della fattispecie omissiva impropria*, in *Dir. pen. proc.*, 1999, p. 623 e ss.; LEONCINI, *Obbligo di attivarsi, obbligo di garanzia e obbligo di sorveglianza*, Torino, 1999; MANTOVANI, *L'obbligo di garanzia ricostruito alla luce dei principi di legalità, di solidarietà, di libertà e di responsabilità personale*, in *Riv. it. dir. e proc. pen.*, 2001, p. 343 e ss.; RISICATO, *Combinazione e interferenza di forme di manifestazione del reato. Contributo ad una teoria delle clausole generali di incriminazione suppletiva*, Milano, 2001, p. 401 e ss..

sentato dalle offerte pubbliche di acquisto, ossia uno degli strumenti chiave per la mobilità e contendibilità del sistema delle imprese e per un corretto funzionamento del mercato unico. Di fronte al lancio, o anche al semplice preannuncio, di offerte pubbliche provenienti da altri paesi europei in settori chiave come il mercato del credito, si sono alzate barriere arroccate ad una anacronistica difesa della italianità, che nasconde il vero obiettivo di impedire che la Banca d'Italia si veda sottratto il controllo di parte del sistema creditizio operante nel territorio italiano.

La vicenda relativa alle scalate occulte alla BNL (così come quella parallela alla banca Antonveneta) che vede come imputati il Governatore della Banca d'Italia (il regista occulto di tutta l'operazione) e i vertici dell'Unipol in concorso con un gruppo di imprenditori di spicco della realtà italiana, appartenenti al c.d. contropatto, racconta un capitolo di questa storia. L'*humus* in cui si inerte il tentativo di una scalata occulta al capitale della BNL è costituito da una situazione di grave instabilità e debolezza della consistenza patrimoniale della banca che ne impedisce una agevole *governance*. Tale situazione sollecita l'interesse di un istituto di credito spagnolo, la BBVA ad acquisire il controllo totale dell'azionariato mediante il lancio di un'offerta pubblica di scambio. In questo contesto trova genesi l'idea di individuare un istituto di credito o di altra natura che potesse acquisire il controllo totale dell'azionariato e ristabilire quindi un buon governo sulla medesima. Obiettivo che tuttavia non coltivava la strada di una "sana e prudente gestione" di BNL che avrebbe richiesto l'individuazione di un adeguato soggetto interessato e dotato della solidità patrimoniale necessaria, ma quella di un preconstituito boicottaggio della BBVA in favore di istituti italiani amici controllabili, sebbene privi della necessaria consistenza economica. Prende il via quindi l'operazione che vede come protagonista l'Unipol, un istituto assicurativo di scarsa consistenza patrimoniale

ma disponibile a racimolare e rastrellare azioni con acquisti diretti ed indiretti, in modo da acquisire un'influenza dominante su BNL prima del termine di scadenza dell'offerta pubblica di scambio.

Il principale capo di imputazione concerne la contestazione di una serie articolata di azioni di aggio, ciascuna di per sé penalmente rilevante, tutte concretamente idonee a provocare una sensibile alterazione dei prezzi del titolo BNL, finalizzate al raggiungimento del risultato finale costituito dalla elusione della normativa sull'Opa obbligatoria e alla realizzazione di una posizione di influenza dominante sulla medesima BNL, in modo da contrastare l'Opa lanciata dal BBVA, acquistare il controllo della banca e così "mantenere" nelle mani italiane la proprietà di BNL.

In particolare, le condotte di aggio consistono nell'acquisto in parte diretto ed in parte indiretto e per il tramite di soggetti interposti – quindi celato al mercato – effettuato nel mercato dei blocchi di azioni BNL da parte dell'Unipol in elusione della normativa che disciplina il lancio obbligatorio dell'OPA al raggiungimento di certe percentuali di detenzione della proprietà azioni; tali operazioni di acquisto venivano perfezionate in modo tale da raggiungere, unitamente alle quote già detenute da Unipol, la quota azionaria del 24% del capitale BNL che, sommata a quella ancora detenuta dai soci BNL detti contropattisti, permetteva di superare la maggioranza assoluta del capitale BNL.

La Corte di Appello di Milano, nel definire il secondo grado di giudizio⁹⁶, conclude tuttavia con un nulla di fatto per carenza di prova in ordine alla ricostruzione dei fatti di manipolazione informativa e operativa. Rimangono ferme le condanne per il delitto di ostacolo alle funzioni di vigilanza per aver dato in-

⁹⁶ Corte di Appello di Milano 30 maggio 2012 (dep. 13.06.2012) n.3891 in parziale riforma del Trib. Milano, sent. 31 ottobre 2011.

formazioni false alla Consob anche in risposta alle richieste di chiarimenti formulate dalla medesima autorità.

Centrale, nella ricostruzione logico-giuridica dei giudici di merito, è la conclusione di un accordo tra i vertici Unipol e i contro pattisti in base al quale costoro si sarebbero impegnati a non conferire le proprie azioni al BBVA, antecedente al primo momento in cui si registra l'operatività di Unipol su BNL e in cui si forniscono informazioni al mercato e all'autorità di vigilanza, così da consentire ad Unipol di detenere di fatto direttamente o indirettamente la maggioranza assoluta delle azioni, avendo eluso l'obbligo di lancio dell'Opa al superamento di determinate soglie.

E' infatti dal perfezionamento dell'accordo dal quale si fa discendere l'illiceità di una serie di condotte operative di per sé lecite ed con effetti reali, poste in essere da Unipol in vista della realizzazione della scalata, ma la cui valenza decettiva si coglie da un punto di osservazione complessivo e cronologicamente distante. L'accordo cristallizza un requisito fondamentale della condotta di aggioaggio: la falsità del segnale immesso nel mercato. Le operazioni compiute, le comunicazioni date al pubblico degli investitori così come all'autorità di vigilanza, costituiscono atti (leciti o illeciti) facenti parte di una complessa strategia artificiosa e fraudolenta. La prova logica e storica del raggiungimento di tale previo accordo manca, anzi l'intera istruttoria convince i giudici di merito che un simile accordo sia intervenuto solo poco prima che scadesse il termine per aderire all'offerta pubblica di scambio lanciata dalla BBVA. La prova di questo elemento fatturale è fondamentale per colorare di illiceità penale la catena dei singoli atti: l'omissione della comunicazione del patto parasociale e la reticenza del vertici non costituisce aggioaggio informativo perché la condotta di pura omissione non può integrare la fattispecie. Solo la prova della pre-esistenza di un accordo di eludere la normativa Opa e di ac-

quisire un'influenza colora di illiceità gli acquisti e le transazioni effettuate, le informazioni fornite al pubblico.

9. L'obbligo di comunicazione dei patti parasociali è sottolineato dalla disposizione dell'art. 106 Tuf, che impone a chiunque, a seguito di acquisti, venga a detenere una partecipazione superiore alla soglia del 30% di promuovere un' offerta pubblica di acquisto totalitaria. Con tale sistema, che prevede criteri predeterminati per la quantificazione del prezzo di acquisto delle azioni, si tutela il principio di parità di trattamento tra gli investitori, consentendo a tutti i soci preesistenti di uscire dalla compagine sociale, in caso di mutamento del controllo gestionale, al prezzo di mercato che si era formato prima del trasferimento del controllo stesso.

Gli istituti dell'Opa e Ops assumono un rilievo fondamentale in quanto tramite essi si perviene ad mutamento degli assetti proprietari di una compagine societaria. Sovente con il trasferimento del controllo di una società consegue la sostituzione degli organi apicali, la modifica delle strategie aziendali, la riorganizzazione strutturale, il cambiamento delle scelte gestionali eventi questi dirompenti che possono incidere sul valore di mercato della società e dei suoi titoli azionari. Le finalità dell'istituto è quella di conferire agli oblati un'opportunità di *exit* in caso di mutamento sgradito dell'assetto societario, potenzialmente percepito come pregiudizievole. Con la dismissione delle proprie partecipazioni, verrebbe garantito ai soci un corrispettivo di vendita economicamente più conveniente rispetto a quello praticato dal mercato a causa della minore contendibilità della società.

La normativa in materia è pertanto volta alla tutela di una pluralità di interessi: essa mira alla salvaguardia della trasparenza e della correttezza dell'operazione attraverso una adeguata e tempestiva disciplina

dell'informazione ad essa inerente, in modo da vietare manovre speculative ai danni della società target e al contempo al fine di consentire l'espressione di una decisione eventualmente adesiva.

La disciplina prevede una comunicazione contestuale sia alla Consob che al pubblico della decisione ovvero dell'insorgere dell'obbligo di promozione dell'offerta, la presentazione all'organo di vigilanza del documento di offerta destinato alla pubblicazione, la promozione dell'offerta. Prima tra tutte rileva la mancata comunicazione al pubblico e alla Consob il verificarsi dei presupposti indicati dalla legge per l'insorgenza dell'obbligo di offerta. Sono pertanto previsti obblighi comunicativi gravanti sui protagonisti dell'operazione che si snodano in una sequenza procedimentale precisa, che attiva poteri conformativi, di vigilanza e sanzionatori della Consob, previsti dall'art. 192 Tuf.

Tale norma prevede un'unica sanzione amministrativa pecuniaria per varie tipologie di infrazioni, tra cui la mancata osservanza dell'obbligo di promozione dell'Opa sancita dall'art. 106 in caso di acquisto indiretto o diretto anche di concerto di azioni da una società detentrici di una partecipazione superiore ad una soglia, o anche in caso di superamento occulto della soglia critica⁹⁷.

Va ricordato che dall'inadempimento dell'obbligo di pubblicazione di una proposta negoziale a contenuto standardizzato scaturisce un diritto al risarcimento del danno non incompatibile con la disciplina sanzionatoria prevista dalla legge. Il danno emergente subito dall'azionista a seguito di violazione dell'obbligo di offerta pubblica consiste nella diminuzione patrimoniale rappresentata dalla perdita di un'opportunità di disinvestimento a prezzo

⁹⁷ In proposito FRATINI, *Le sanzioni della autorità amministrative indipendenti*, Padova 2011, p.280 ss.

prestabilito dalla legge ed è equivalente al costo che sul mercato quell'azione avrebbe avuto⁹⁸.

10. Si presenta quindi il momento di verificare se la violazione degli obblighi di comunicazione di patti parasociali, l'acquisto fiduciario e la violazione della normativa sul lancio dell'Opa obbligatoria possa assumere rilevanza penale come condotte di manipolazione di mercato, partendo dal necessario assunto che la norma penale, in ossequio ai principi di *extrema ratio* e sussidiarietà, debba richiedere un *quid pluris* in termini di disvalore rispetto alla corrispondente figura di illecito amministrativo.

Ed infatti, come si diceva nelle pagine precedenti, è assolutamente pacifico che la condotta omissiva in sé e per sé non possa assumere rilevanza quale delitto di aggio. Il tacere informazioni al mercato e all'autorità rileva penalmente, oltre alle stregua degli illeciti amministrativi, solo nella misura in cui si presenta come condotta "mista" inquadrabile nella nozione di "altri artifici". Si presenta quindi il momento di illustrare quali siano i presupposti su cui si articola l'interpretazione dell'espressione "altri artifici" contenuta nell'art. 2637 c.c. e nell'art. 185 Tuf.

Invero la locuzione "artifici" costituisce il vero e proprio tallone di Achille dei delitti di aggio, a causa delle sue ambiguità contenutistiche che, nell'ambito dei comportamenti abusivi del mercato, si accrescono fortemente. I divieti delle pratiche abusive trovano ragione giustificativa nella valutazione concreta della dannosità di talune tipologie di comportamenti economici di natura assai variabile e disomogenea, spesso mimetizzati tra condotte lecite che, in forza di determinate condizioni fattuali, e spesso solo alla luce di una valuta-

⁹⁸ Così Trib. Milano, 15 marzo 2010, in *Banca Borsa Titoli di credito*, 2011, p.580 con nota di TUCCI.

zione complessiva ed *ex post*, è possibile ritenere che abbiano inciso sull'equilibrio complessivo del mercato, in quanto interferenti su quel meccanismo di proiezioni e aspettative reciproche proprio del mercato finanziario. Ne segue che il legislatore si trova nella difficoltà di descrivere una serie fenomenologica di prassi assai variegata e flessibile, la cui dannosità si trae solo assumendo una chiave di lettura non inquadrabile in tipi rigidi.

Gli strumenti normativi dei quali si è avvalso tuttavia sono molto tradizionali ed appartenenti alla tipologia classica descrittiva delle condotte fraudolente: le caratterizzazioni modali della condotta (diffusione informazioni false, compimento di operazioni simulate, altri artifici) che indiziano la idoneità ingannatoria e decettiva della medesima e la produzione di un evento, cioè il pericolo di alterazione sensibile dei prezzi, ovvero il pericolo che da quella deviazione del bagaglio conoscitivo dell'investitore possa derivare una sensibile alterazione del livello dei prezzi di mercato.

L'illiceità che colora la serie di condotte poste in essere si colloca su due versanti: il primo è quello della artificiosità delle operazioni e della falsità delle dichiarazioni diffuse al pubblico con le quali si forniva di giustificazione l'interesse su Unipol (ovvero la natura artificiosa delle operazioni e il carattere della falsità delle notizie); il secondo riguarda la natura *price sensitive* del segnale falso immesso nel mercato: solo se le operazioni sono finalizzate ad ottenere in via indiretta e diretta il raggiungimento di una certa quota del capitale saltando l'opera si registra un danno (meglio un pericolo) costituito, nei casi *de quo*, dal mantenimento forzato dei prezzi ai livelli di mercato.

Fondamentale è la decettività, la simulazione e la frode della complessiva condotta posta in essere, attiva o omissiva che sia. L'elemento imprescindibile è la fittizietà e simulazione del segnale immesso nel mercato.

Questo arduo compito è assegnato alla locuzione “altri artifici”: quale clausola di chiusura, la formula comprende qualunque condotta anche lecita e a prescindere dalla sua intrinseca e obiettiva antiggiuridicità purchè dotata di attitudine decettiva ad ampio raggio, volta a condizionare il comportamento di ampie cerchie di operazioni in relazione alle sue modalità concrete di verifica⁹⁹. Alla stregua di tale ampia definizione, la questione della natura artificiosa e decettiva del complesso di operazioni e comunicazioni immesse nel mercato dipende non da una preconcepita e stereotipata classificazione, ma da una osservazione precisa calata nel contesto reale del mercato finanziario. Anche condotte omissive, se unite a condotte attive, possono assumere un peso penale, purchè rivelino tutta la loro idoneità decettiva, ovvero capacità di ingannare il mercato, immettendo un segnale falso che finisce per essere incorporato nel livello del prezzo di mercato¹⁰⁰.

E' in questa riflessione che si inserisce il filone di giurisprudenza relativo alle scalate alla BNL e alla Banca Antonveneta¹⁰¹. Il concetto di artificio comprende anche il compimento di una serie di operazioni palesi o occulte attraverso le quali l'istituto bancario ottiene, con o in assenza della autorizza-

⁹⁹ Cass. pen., sez. V, 20 gennaio 2009, n.2063; in tema di altri artifici: “ è oltremodo chiaro, quindi, nel concetto del legislatore, che per qualificare come artificioso un mezzo, in sè non illecito, non è sufficiente che esso sia diretto al fine di turbare il mercato, occorrendo che sia anche obiettivamente artificioso, cioè posto in essere artificialmente con modalità dell'azione tali, per ragioni di modo, tempo e luogo, da alterare il giuoco normale tra domanda e offerta”. Allo stesso modo, Cass. pen., sez. V, 25 febbraio 2002 (Mensi).

¹⁰⁰ Sul punto, ORSI, *Gli “artifici” costitutivi dell'elemento oggettivo dei delitti di aggio (art.2637 c.c.) e di manipolazione del mercato (art. 185 TUF)*, in *Riv.trim.dir.pen.ec.*, 2008, p. 93; BACCO, *Il delitto di aggio manipolativo: tensioni interpretative ed innovazioni sistemiche nella difficile repressione delle manipolazioni “mascherate”*, in *Giur. merito*, 2008, p. 2298; MUCCIARELLI, *Altri artifici: una (controversa) modalità di realizzazione del delitto di manipolazione del mercato*, in *AA.VV., Studi in onore di Mario Romano*, III Napoli, 2011, p.2025.

¹⁰¹ Trib. Milano, sez. II pen., 28 maggio 2011, la quale ravvisa l'ipotesi di “altri artifici concretamente idonei a determinare una sensibile alterazione” la condotta elusiva degli art. 122 e 106 in tema di patti parasociali e in caso di violazione dell'obbligo di presentare un'offerta pubblica di acquisto (caso Antonveneta).

zione della banca d'Italia a salire nella detenzione della partecipazione al capitale sociale, senza lanciare l'Opa, una posizione di influenza dominante.

La giurisprudenza di merito più recente ha quindi ritenuto che nell'ambito della nozione di "artificio" possa farsi rientrare anche la condotta (attiva o omissiva che sia) che determini una violazione diretta o indiretta delle norme contenute nel Tuf in tema di comunicazione di patti parasociali e di lancio dell'Opa.

In questo contesto di interpretazione oggettiva, finalizzata a valorizzare la componente decettiva ed ingannatoria della condotta, si inserisce una ricostruzione della nozione di "artifici" in termini di violazione diretta o indiretta di norme extrapenali, che pone l'accento sulla illiceità del mezzo usato. Nell'ambito dell'attività di intermediazione finanziaria il mezzo oggettivamente decettivo assume una nota di illiceità penale con riferimento alla violazione di norme in tema di trasparenza e di obblighi informativi al pubblico, dalle quali utili trarre indicazioni esegetiche per definire la nozione stessa. Si profila quindi una concezione oggettiva di "artificio" come strumento fraudolento attraverso il quale si elude un divieto di legge, o meglio come violazione indiretta ed artificiosa di norme extrapenali, sulla falsa riga dei negozi in frode alla legge.

Sulla base di queste premesse, consistono condotte di aggioaggio operativo mediante compimento di artifici l'acquisto diretto ed indiretto tramite fiduciari e interposti di azioni BNL, ovvero assicurandosi quote di capitale sociale mediante patti parasociali limitativi del diritto di trasferire le azioni, in modo da raggiungere e oltrepassare la soglia oltre la quale sarebbe scattato

l'obbligo di lancio dell'Opa, senza comunicare al mercato la volontà di scalare l'istituto¹⁰².

Occorre però ancora approfondire un aspetto imprescindibile nella caratterizzazione penale delle condotte manipolative: che la condotta fraudolenta abbia in concreto sortito un pericolo di oscillazione dei prezzi anomalo, non derivante dai normali meccanismi di mercato. Si apre quindi a questo punto una riflessione sul requisito della sensibile alterazione dei prezzi, quale evento che connota e differenzia la norma penale rispetto agli illeciti amministrativi.

11. Nelle fattispecie di aggio e di manipolazione del mercato si richiede l'idoneità della condotta a provocare un pericolo di "alterazione sensibile" del prezzo, ossia a produrre una modificazione del prezzo di un'entità quantitativamente apprezzabile, ma non definibile *a priori*. L'espressione "sensibile" esprime un parametro elastico, che mira ad accentuare il profilo di offensività del reato, facendo escludere tutte quelle alterazioni modeste o minime¹⁰³. E' evidente che proprio la misurazione del valore da attribuire all'oscillazione dei prezzi pone la difficoltà di individuare "parametri" alla stregua della quale rapportarla.

Occorre evidenziare peraltro che l'evento di pericolo concreto descritto nel delitto di manipolazioni del mercato di per sé non denota una lesione o messa in pericolo del bene protetto, dal momento che l'oscillazione dei prezzi connota il normale andamento dei mercati finanziari. La dimensione lesiva si

¹⁰² ACCINNI, *Opa obbligatoria e condotta "artificiosa" nel reato di aggio c.d. "manipolativo"*, in *Riv. società*, 2006, p.73.

¹⁰³ Proprio in merito a questa lamentata vaghezza dell'aggio nel richiamo a "sensibili" variazioni di mercato la Suprema Corte si è pronunciata, affermando al contrario che tale requisito "contribuisce a connotare la condotta di alterazione e svolge una funzione meramente esplicativa degli elementi costitutivi dell'illiceità, rispetto alla quale è da ritenere tollerabile una maggiore elasticità espressiva, una volta individuato il tipico contenuto di disvalore del fatto, Cass. pen., 2 dicembre 2004, n. 1904.

colgie in relazione alla soglia dimensionale: solo una *sensibile* alterazione dei prezzi, in conseguenza di una condotta di falso o fraudolenta, individua il nucleo di disvalore delle fattispecie; solo mutamenti di prezzi significativi, quantitativamente apprezzabili assumono rilevanza¹⁰⁴.

La casistica giurisprudenziale esposta nei precedenti paragrafi illustra in parte la mutevolezza dei tratti delle condotte manipolative che si atteggiavano ora la diffusione di informazioni *price sensitive* false, ora come complesso di operazioni di acquisto indiretto (accompagnata dalla comunicazioni reticenti e false) che rilevano complessivamente ed *ex post* una precisa strategia che di fatto determina un evento sul livello dei prezzi. La caratteristica comune ai suddetti casi risiede proprio nelle caratteristiche dell'evento, poiché in questi casi il mercato non lamenta un andamento oscillatorio eccessivo del prezzo (che si alza repentinamente per poi altrettanto repentinamente riposizionarsi sul livello precedente) ma un mantenimento forzato ed innaturale dei prezzi.

Dottrina e giurisprudenza sono concordi nel ritenere che il concetto di "*alterazione*" comprenda tanto gli aumenti e le diminuzioni che il *mantenimento forzato e fraudolento* dei prezzi ad un determinato livello, se sensibilmente diverso da quello che si raggiungerebbe qualora si lasciassero operare liberamente le dinamiche del mercato. Si deve quindi ritenere che il delitto in esame sia integrato anche nell'ipotesi di condotte idonee a determinare l'artificioso mantenimento o bloccaggio dei prezzi a livelli che non corrispondono più alle (mutate) condizioni di mercato. Questa applicazione non vuole, evidentemente, di colmare in sede interpretativa, attraverso un'estensione *in malam partem*, una lacuna della fattispecie, bensì di interpretare la nozione di aumento o diminuzione come "fissazione del prezzo su un

¹⁰⁴ SANTORIELLO, *Aggiotaggio*, cit., p.331; CERQUA, *Reati di aggio*, in *Dig. disc. pen.*, Agg. IV, t. II, Torino, 2008, 900 ss.

livello diverso da quello che si determinerebbe sul mercato, ove non fossero realizzate manovre fraudolente atte a turbarne l'equilibrio"¹⁰⁵. In tali casi, l'evento lesivo è individuato nel mantenimento artificiale del corso dei titoli del gruppo che registrano un *trend* tendenzialmente positivo, pur nel reale deprezzamento della sua valenza occultata ai destinatari dell'informazione.

Allo stesso modo non può però affermarsi nel caso delle scalate BNL e Antonveneta, laddove il "pericolo concreto di alterazione dei prezzi" non garantisce il libero esplicarsi dei meccanismi di mercato, ma il posizionarsi dello stesso ad un livello stabilito e garantito dalla legge mediante il lancio dell'Opa in un modo più garantista delle ragioni del titolare delle azioni, affinché questo sia libero di scegliere se vendere le azioni e uscire dalla *governance* della società emittente o altrimenti rimane a farne parte pur essendo la geografia della proprietà azionaria mutata. In tale caso, l'evento lesivo è individuato nel mantenimento del prezzo di mercato, piuttosto che nella determinazione di un livello legale. Possiamo ritenere che questo pericolo di alterazione rientri nel fuoco di tutela della norma?

Partendo dall'assunto che interesse protetto dalla norma è il corretto funzionamento dei meccanismi di determinazione del prezzo di mercato, è possibile configurare come potenzialmente offensiva anche l'ipotesi di mantenimento artificiale dei prezzi, allorché la condotta manipolativa abbia di fatto impedito alle meccaniche del libero mercato di funzionare in quanto il prezzo del titolo ha incorporato un'informazione falsa, e pertanto, scoperta la falsità, il livello del prezzo si sia riposizionato in modo più corrispondente al valore reale del titolo e al valore delle informazioni corrette ad esso inerenti. Ma nel caso di mancata determinazione del livello legale del prezzo è possibile accedere alla medesima conclusione solo a condizione di affermare che il

¹⁰⁵ ANTOLISEI, *Manuale. Parte speciale*, cit., vol. II, p. 166 s.

funzionamento del mercato impone la stretta osservanza di una serie di norme, poste a anche a protezione degli investitori, e che tali regole concorrono a definire i contorni della tutela di quella istituzione societaria che la norma penale a sua volta presidia. Ne segue che il medesimo concetto di “meccanismo di determinazione del prezzo” debba essere inteso non come naturale e spontaneo metodo cui si allinea il mercato, ma come sistema giuridico la cui meccanica è fatta di principi e norme poste a tutela degli interessi del mercato e degli investitori che vi operano¹⁰⁶.

¹⁰⁶ A proposito del delitto di aggioaggio previsto dall'art. 501 c.p. si pose il problema della applicazione di una simile norma anche in un sistema economico calmierato di prezzi e non dominato dalle regole del libero mercato. Parte della dottrina riteneva infatti applicabile la norma anche al mercato nero, e non solo quello ufficiale. La stessa giurisprudenza in passato ha ritenuto che il delitto di aggioaggio non appresta tutela solo nell'ambito di un modello economico liberistico dominato elusivamente dal gioco della domanda e dell'offerta, ma comprende anche situazioni in cui si tutelano i prezzi controllati dallo Stato, così Cass. pen., 9 luglio 1980, Crivellaro, in *Giust. pen.*, 1981, II, p.259.

CAPITOLO 3

I DELITTI DI AGGIOTAGGIO E DI MANIPOLAZIONE DEL MERCATO: APPARATO SANZIONATORIO E RESPONSABILITÀ DELL'ENTE

SOMMARIO: 1. La responsabilità dell'ente per i reati di aggioaggio e manipolazione del mercato - 2. Criteri di imputazione oggettiva e soggettiva - 3. Funzione e contenuti dei modelli organizzativi - 4. Il trattamento sanzionatorio dell'ente - 5. La confisca - 6. Il modello procedimentale di accertamento della responsabilità amministrativa dell'ente dipendente da reato - 7. La responsabilità amministrativa dell'ente derivante da illecito amministrativo.

1. Nel quadro di un disegno di armonizzazione dell'intervento penale nell'economia, assume una importanza decisiva la regolamentazione delle attività di intermediazione finanziaria, posto che nei mercati finanziari possono attecchire fenomeni patologici i cui effetti dannosi si ripercuotono a livello transnazionale, o addirittura globale. L'integrazione comunitaria, come scelta di fondo, esige un "terreno di gioco livellato" per tutti gli operatori di tutti gli Stati membri per assicurare la piena parità di condizioni, anche e proprio concorrenziali. Da qui la necessità di un sistema di *enforcement* efficiente.

Nella lotta agli abusi di mercato, il legislatore nazionale, adempiendo agli obblighi di fonte comunitaria (legge n. 62 del 2005) ha introdotto un apparato

sanzionatorio assai corposo e fortemente affittivo, oltre che articolato e complesso, posto a corredo della fattispecie di manipolazione del mercato.

Le ragioni di questa scelta risiedono non solo nella scelta di affiancare, accanto alla figura di illecito penale contenuta nell'art. 185 Tuf (in aggiunta all'art. 2637 c.c. relativo alle società non quotate in borsa), una fattispecie quasi identica nelle modalità comportamentali, ma qualificata da differente natura giuridica di illecito amministrativo (art. 187 ter Tuf, recante il medesimo *nomen juris*). La scelta di particolare rigore repressivo nella repressione degli illeciti di abuso di mercato è attestata oltre che dal sistema del c.d. "doppio binario punitivo" che prevede un tendenziale affiancamento dell'illecito penale e dell'illecito amministrativo di competenza dell'Autorità di vigilanza, dalla previsione di livelli sanzionatori molto elevati, così da dare un segnale forte di rassicurazione collettiva in ordine alla volontà del legislatore di reprimere il fenomeno¹⁰⁷.

La risposta sanzionatoria, che come vedremo tocca livelli di indeterminazione poco compatibili con il principio di tassatività, sembra costituire una risposta ideale del legislatore italiano a quelle censure che in sede comunitaria hanno pesato sulla vita del falso in bilancio, nonché al sindacato di adeguatezza, dissuasività ed efficacia da parte della Corte di Giustizia circa la corretta esecuzione degli obblighi comunitari.

Peraltro, occorre fin d'ora ricordare che la riforma del 2005 ha introdotto, accanto ad un regime di doppio binario in capo all'autore del reato persona fisica dovuto alla duplicazione delle due figure di illecito, anche uno speculare

¹⁰⁷ Rossi, *Le fattispecie penali di agiotaggio e manipolazione del mercato (artt. 2637 c.c. e 185 d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58): problemi e prospettive*, in *Studi in onore di Giorgio Marinucci*, a cura di Dolcini e Paliero, Milano, 2006, p. 2644. In giurisprudenza Trib. Milano, 31 maggio 2006, in *Foro ambrosiano*, 2006, p.368; VIZZARDI, *Manipolazione del mercato: un «doppio binario» da ripensare?*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 2006, p. 709.

sistema di responsabilità che corre su binari paralleli per quanto concerne la responsabilità dell'ente emittente strumenti finanziari quotati. Accanto alle ipotesi "classiche" di responsabilità amministrativa dell'ente per il reato presupposto di manipolazione di mercato messo in opera da un apicale o un sottoposto a direzione o vigilanza nell'intento di perseguire l'interesse o il vantaggio dell'ente, l'art. 187 *quinquies* introduce un regime di "vera" responsabilità amministrativa dell'ente per l'illecito amministrativo posta in essere dal soggetto organico.

Come si diceva, il legislatore punta su una strategia sanzionatoria assai repressiva. In particolare, per ciò che concerne le sanzioni da irrogare al manipolatore persona fisica, l'individuazione dei limiti edittali legislativi di cui alle ipotesi di manipolazioni di mercato desta certamente preoccupazione, soprattutto se rapportata a quella rilassatezza che aveva negativamente connotato le ipotesi penali societarie rivisitate nel 2002¹⁰⁸.

La medesima forte afflittività connota anche la pena pecuniaria della multa per i limiti elevati, con riferimento ai massimi edittali, ricordando peraltro la sempre aperta possibilità che il giudice possa ulteriormente aumentarla fino ad un terzo *ex art. 133 c.p.* allorquando reputasse inefficace la misura massima proprio per le condizioni economiche del reo. Tale previsione di pene pecuniarie così elevate desta peraltro perplessità in ragione del bassissimo tasso di effettività che affligge la pena pecuniaria, in pratica quasi mai eseguita.

Peraltro, la scelta di porre una "forbice" tra i limiti edittali legislativi decisamente molto ampia rasenta il rischio di contrasto con il principio di tassatività e determinatezza della pena, nonché con quello di ragionevolezza

¹⁰⁸ La fattispecie delittuosa di manipolazione di mercato è infatti punita con la reclusione da uno a sei anni e con la multa da euro ventimila ad euro cinque milioni, mentre quella di aggio-taggio societario prevista all'art. 2637 c.c. prevede la pena della reclusione fino a cinque anni.

allorquando il potere discrezionale del giudice rientri in parametri logici e non nasconda, proprio a causa dell'eccessiva divaricazione tra i limiti edittali legislativi, una preoccupante ampiezza dei margini di scelta discrezionale del giudice. Senza nascondere che tale disequilibrio tra minimo e massimo edittale incide inoltre sugli obiettivi di prevenzione generale, precludendo al destinatario della norma penale la possibilità di predeterminare con un minimo di certezza le conseguenze sanzionatorie della sua condotta¹⁰⁹.

Ma vi è un altro fenomeno che è tipico del trattamento sanzionatorio di questa fattispecie. La pena pecuniaria trova sovente collegamenti con l'entità economica del fatto commesso: l'obiezione che si muove è che così, modulata in questi termini, la sanzione rischia di incarnare forti desideri di punizioni esemplari, dal momento che si corre il pericolo di perdere di vista che la dimensione economica in certi casi è del tutto casuale e sovente non apprezzabilmente espressiva del disvalore del fatto e della colpevolezza. Collegare la pena pecuniaria all'entità del profitto significherebbe invece dimensionare la risposta punitiva su un carattere accidentale del reato e dell'operazione, che può arrecare profitti o perdite anche modesti, per dinamiche del tutto estranee al fatto di reato, per fattori che appartengono alle dinamiche dell'impresa.

Di tale vocazione costituisce una applicazione l'aggravante (speciale ad effetto speciale) che riconosce al giudice la possibilità di *“aumentare la multa fin al triplo o fino al maggiore importo di dieci volte il prodotto o il profilo conseguito dal reato, quanto, per la rilevante offensività del fatto per le qualità personali del colpevole o per l'entità del prodotto o del profitto conseguito. Tale misura che, oltre a risultare difficilmente calcolabile a priori, consente al*

¹⁰⁹ GROSSO, *Cinque anni di leggi penali: molte riforme (talune contestabili), nessun disegno organico*, in *Dir.pen. e proc.*, 2006, p. 534.

giudice di diventare l'arbitro assoluto della sanzione sulla base della utilizzazione di parametri incerti ed evanescenti, quali la "rilevante offensività del fatto". infatti tale innovativa motivazione, se riferita alle "qualità personali del colpevole", a confronto con la soggettività comune che connota il reato, consentirà di modulare la risposta sanzionatoria in relazione al ruolo rivestito dall'autore, quale soggetto appartenente ad un ente, con funzioni di amministrazione, controllo, direzione, mentre se riferita alla "entità del prodotto o del profitto" impone una valutazione, di natura non strettamente economica, di tutte le componenti, oggettive e soggettive, del fatto di reato, compreso le modalità operative, i motivi dell'agente, la personalità del colpevole.

Solo esclusivamente con riferimento all'art. 2637 c.c. e non alla sottofigura di manipolazioni di mercato prevista dall'art. 185 Tuf, sembra invece applicabile l'attenuante (speciale ad effetto comune) di cui all'art. 2640 c.c., fondata sulla particolare tenuità dell'offesa, per il fatto di non trovare un richiamo o un equivalente nella legge Comunitaria 2004.

Tuttavia, in considerazione del fatto che l'aggravante prima evidenziata, sembra prospettarsi come il "rovescio della medaglia" della attenuante di cui all'art. 2640 c.c., in ragione anche della genesi del delitto di manipolazioni di mercato, nato per "scorporazione" dall'agiotaggio societario previsto dall'art. 2637 c.c., se ne propone una applicazione analogica in *bonam partem*¹¹⁰.

Ancora, una particolare significatività rivestono le pene accessorie, le quali, applicate in aggiunta alla pena principale detentiva superiore a due anni, senza alcuna espressa dichiarazione in sentenza di condanna o di patteggiamento, solitamente a contenuto interdittivo (ma è prevista anche la pubblicazione della sentenza di condanna su almeno due quotidiani, di cui uno

¹¹⁰ Così, ROSSI, *Market abuse e insider trading: l'apparato sanzionatorio*, in www.rivista231.it.

economico, a diffusione nazionale), svolgono una forte funzione di prevenzione generale e speciale.

Allo stesso modo, anche l'apparato sanzionatorio amministrativo relativo alla fattispecie di Manipolazione di mercato prevista dall'art. 187 *ter* Tuf è abbastanza articolato e connotato da una accesa afflittività.

Le prassi abusive hanno delle caratteristiche assai mimetiche che rende difficile il momento della repressione o come si suole dire più recentemente, dell'*enforcement* tradizionale, soprattutto se affidato agli strumenti giudiziari. Sulle orme del sistema nordamericano, il sistema repressivo fa perno su un diritto sanzionatorio amministrativo, applicato da autorità di supervisione nazionale di natura amministrativa che ripongono una enorme aspettativa sugli effetti preventivi delle sanzioni amministrative.

L'obiettivo è di affiancare strumenti sanzionatori alternativi, visti i limiti sostanziali della sanzione penale, spesso inutilmente presentata in astratto, ma in concreto inapplicabile, anche per le problematiche probatorie connesse all'accertamento processuale dell'illecito penale. Si spiega così la scelta di riempire il quadro sanzionatorio con la sanzione pecuniaria conseguente alla realizzazione di un illecito amministrativo, soggetto alle regole sostanziali e procedurali dettate dalla l. n. 681 del 1981, forse, con l'abbandono della concezione secondo cui la sanzione amministrativa debba porsi esclusivamente a tutela di interessi settoriali concernenti la pubblica amministrazione.

In tema di illeciti di abusi di mercato, l'impegno del legislatore che ha recepito la direttiva *Market Abuse* è quello di costruire un sistema sanzionatorio dal c.d. doppio binario, dove la fattispecie penale e quella amministrativa vanno reciprocamente ad integrarsi, in modo tale che dove non interviene l'una vi sia spazio per l'altra, creando così un sistema blindato a prova di vuoti normativi e di tattiche elusive, finalizzato a tutelare il mercato e il risparmio di quanti

si accostano ad attività economiche alla cui gestione non partecipano direttamente e delle quali non sono in grado di controllare efficienza trasparenza e correttezza.

Per gli illeciti punitivo amministrativi ugualmente ricorre la previsione di sanzioni accessorie, regolate dagli artt.20 e 21 della legge del 1981 (perdita temporanea dei requisiti di onorabilità per gli esponenti aziendali ed i partecipanti al capitale dei soggetti abilitati, delle società di gestione del mercato, nonché per i revisori e i promotori finanziari e, per gli esponenti aziendali di società quotate, l'incapacità temporanea ad assumere incarichi di amministrazione, direzione e controllo nell'ambito di società quotate e di società appartenenti al medesimo gruppo). La Consob, poi, può intimare alle società, ai soggetti abilitati, agli emittenti, di non avvalersi per un periodo non superiore a tre anni, dell'autore della violazione, e richiedere ai competenti ordini professionali la temporanea sospensione del soggetto iscritto all'ordine dall'esercizio dell'attività professionale.

2. Una delle più rilevanti peculiarità della riforma attuata dalla l. n. 262 del 2005 è l'inserimento del nuovo art. 25 *sexies* nel decreto n. 231 del 2001 in materia di responsabilità amministrativa degli enti derivante da reato di *market abuse*, con conseguente ampliamento del catalogo dei reati presupposti, che vedeva originariamente poche figure di reato tra cui i reati societari contenuti nel codice civile¹¹¹. A seguito dell'ampliamento del catalogo dei reati

¹¹¹ Il d.l. 27 gennaio 2010, n. 39 ha ridisegnato *ex novo* l'attività del revisore contabile. L'art. 40 infatti ha abrogato non solo l'art. 2624 c.c. ma anche tutti i reati previsti dal Tuf in materia di revisione contabile, compreso l'art. 174 bis. Ne segue pertanto che il delitto di falsità nelle relazioni e nelle comunicazioni delle società di revisione, già previsto dall'abrogato art. 174-bis d.lgs. n. 58 del 1998 ed ora configurato dall'art. 21 del decreto del 2010, non essendo richiamato nei cataloghi dei reati presupposto della responsabilità da reato degli enti, conseguentemente non può costituire il fondamento della suddetta responsabilità; così Cass.

presupposto, al delitto di aggioaggio previsto dalla legge civile, anche il reato di manipolazione di mercato contenuto nel Tuf fonda una parallela responsabilità amministrativa “per connessione” a carico dell’ente.

Com’è noto, tale decreto introduce nel nostro ordinamento una responsabilità per alcune categorie di reato commesse da persone fisiche a carico degli enti giuridici di appartenenza. Una svolta epocale, una rivoluzione copernicana, un mutamento di paradigma, che introduce un volto nuovo del diritto penale che si muove all’insegna della differenziazione e frammentazione dei modelli esplicativi.

La responsabilità a carico di una società emittente strumenti finanziari quotati (ex art. 185 Tuf) o non quotati (ex art. 2637 c.c.) si configura quando un soggetto in posizione apicale all’interno della società (persone con funzioni di rappresentanza, di amministrazione o di direzione) o altra persona comunque sottoposta a direzione o vigilanza commetta il reato di aggioaggio societario o di manipolazione di mercato al fine di perseguire l’interesse o il vantaggio dell’emittente, a condizione che la società non dimostri di aver adottato anteriormente alla commissione dell’illecito, un modello di organizzazione e di gestione idoneo alla sua prevenzione.

L’estensione alla società della responsabilità per i reati di *market abuse* commessi dai suoi rappresentanti avviene alle seguenti condizioni: la responsabilità dell’ente sorge per connessione alla realizzazione di un reato da parte di una persona fisica legata da un rapporto funzionale con l’ente stesso; il criterio di collegamento tra le due tipologie di responsabilità ha natura oggettiva, che consiste nella finalizzazione del reato commesso dalla persona nell’interesse o a vantaggio dell’ente; infine, il tipo di rapporto che lega

l'autore del fatto alla persona giuridica è determinante per individuare il criterio di imputazione soggettiva della responsabilità per l'ente¹¹².

In merito ai parametri di imputazione soggettiva, qualora sussista un rapporto di rappresentanza e il reato sia commesso da soggetto in posizione apicale, il legislatore ha introdotto un paradigma di colpevolezza, c.d. colpa di organizzazione, costruito negativamente, alla stregua cioè di una scusante, con inversione dell'onere della prova a carico dell'ente. Se l'ente giuridico dimostra di aver adottato ed efficacemente attuato prima della commissione del fatto modelli di organizzazione e di gestione idonei a prevenire reati della stessa specie a quello verificatosi, dimostra di aver affidato il compito di vigilare sul funzionamento di questi modelli ad un organismo interno di controllo dotato

¹¹² Sul tema della responsabilità degli enti la bibliografia è sconfinata. AA.VV., *La responsabilità amministrativa degli enti*, Ipsoa, Milano, 2002; AA.VV., *Società puniri potest. La responsabilità da reato degli enti collettivi*, a cura di Palazzo, Padova, 2003; AA.VV., *Governo dell'impresa e mercato delle regole. Scritti giuridici per Guido Rossi*, Milano, 2002, II; AA.VV., *La responsabilità degli enti: un nuovo modello di giustizia "punitiva"*, a cura di De Francesco, Torino, 2004. V. altresì AMARELLI, *Mito giuridico ed evoluzione della realtà: il crollo del principio società delinquere non potest*, in *Riv.trim.dir.pen.ec.*, 2003, p. 941; DE MAGLIE, *Principi generali e criteri di attribuzione della responsabilità*, in *Dir.pen. e proc.*, 2001, p.1348; GROSSO, *Responsabilità penale delle persone giuridiche*, in *Riv.it.dir.proc.pen.*, 2003, p. 950; CARMONA, *La responsabilità degli enti: alcune note sui reati presupposti*, in *Riv.trim.dir.pen.ec.*, 2003, p. 995; COCCO, *L'illecito degli enti dipendente da reato e il ruolo dei modelli di prevenzione*, in *Riv.it.dir.proc.pen.*, 2004, p.90; COSSEDDU, *Responsabilità da reato degli enti collettivi: criteri di imputazione e tipologia delle sanzioni*, in *Riv.trim.dir.pen.ec.*, 2005, p.1; DE FRANCESCO, *Disciplina penale societaria e responsabilità degli enti: le occasioni perdute della politica criminale*, in *Dir.pen.proc.*, 2003, p.929; ID., *Gli enti collettivi: soggetti dell'illecito o garanti dei precetti normativi?*, in *Dir.pen. proc.*, 2005, p.753; DE SIMONE, *La responsabilità da reato degli enti nel sistema sanzionatorio italiano: alcuni aspetti problematici*, in *Riv.trim.dir.pen.ec.*, 2004, p. 657; DE VERO, *Riflessioni sulla natura giuridica della responsabilità punitiva degli enti collettivi*, in *La responsabilità degli enti: verso un modello di giustizia "punitiva"*, a cura di De Francesco, Torino, 2004, p.81; FIORELLA, *Principi generali e criteri di imputazione all'ente della responsabilità amministrativa*, in Fiorella – Lancellotti, *La responsabilità dell'impresa per i fatti di reato*, Torino, 2004, p. 3; MEREU, *La responsabilità "da reato" degli enti collettivi e i criteri di attribuzione della responsabilità tra teoria e prassi*, in *Ind.pen.*, 2006, p.27; PATRONO, *Verso la soggettività penale di società ed enti*, in *Riv.trim.dir.pen.ec.*, 2002, p.183; PALIERO, *La responsabilità delle persone giuridiche: profili generali e criteri di imputazione*, in *Il nuovo diritto penale delle società*, a cura di Alessandri, Ipsoa 2002, p.47; PULITANO', *La responsabilità "da reato" degli enti: i criteri di imputazione*, in *Riv.it.dir.proc.pen.*, 2002, p. 415.

dei relativi poteri, ed infine dimostra che le persone fisiche abbiano commesso il reato eludendo fraudolentemente tali modelli di organizzazione e di gestione appositamente predisposti, il giudice, valutata l'idoneità del modello a costituire un valido strumento di prevenzione, potrà escludere la responsabilità per il reato presupposto in capo all'ente giuridico.

Sussistendo invece un rapporto di subordinazione, cioè nel caso in cui l'autore del reato sia un soggetto sottoposto all'altrui direzione, si avrà una responsabilità dell'ente che rientra nei comuni schemi della responsabilità colposa per omesso impedimento del reato. Allora non sarà sufficiente la funzione preventiva svolta dalla previa adozione dei modelli organizzativi ed operativi idonei, poiché l'esonero della responsabilità è subordinato alla prova dell'ulteriore presupposto, costituito dalla violazione degli obblighi di direzione e di vigilanza da parte dell'organo di controllo nei confronti dei sottoposti, ovvero dal fatto che la realizzazione del reato sia "stata resa possibile" dalla violazione dei doveri di controllo da parte del soggetto in posizione apicale.

Analizziamo il primo modello concernente i reati commessi dai vertici. Questo modello di responsabilità riproduce il paradigma di tipo doloso, avendo agito e realizzato un illecito doloso il vertice, che è il cervello dell'impresa. Ma la frantumazione dei poteri decisionali dell'ente fa sì che non sempre le conseguenze dei comportamenti delittuosi tenuti da soggetti di vertice risultino realmente rappresentativi della *societas*. Per queste ragioni, si prevede il meccanismo, pensato per soddisfare il principio di personalità della responsabilità penale, che introduce un paradigma di colpevolezza di organizzazione costruito negativamente, correlato cioè ad una scusante speciale di inesigibilità con inversione dell'onere della prova. Sul versante funzionale il modello deve essere congegnato in modo da ridurre il rischio di commissione di reati e la sua efficacia sul piano della prevenzione del rischio trova un limite nella sola

elusione fraudolenta da parte del soggetto collocati in posizione apicale. L'inversione dell'onere della prova fa sì che sarà l'ente a dimostrare la liceità della sua condotta. Qualora la società si sia dotata di autonomi freni inibitori alla propria propensione criminale, il dolo manifestato dagli amministratori non si tradurrà immediatamente nel dolo della società. L'adozione del modello (quale sistema codificato di regole cautelari) escluderà l'imputazione soggettiva dell'ente e a titolo di "dolo per identificazione", facendo venire meno un'ipotesi di concorso doloso dell'impresa nel reato doloso commesso dai suoi vertici.

Il secondo modello concerne invece i sottoposti; qui lo schema di imputazione soggettiva dell'illecito dell'ente è di natura esclusivamente colposa. Il fatto commesso dalla persona fisica, che ricopre il ruolo di semplice dipendente, di tipo doloso, trova fertile *humus* nella negligente organizzazione dell'ente sul versante della prevenzione del rischio reato o sul mancato esercizio delle funzioni di vigilanza e di controllo. Lo schema è quello concorsuale, ma di tipo colposo. L'adozione di un programma in effettivo o carente si risolve in un contributo causale fornito con colpa al dipendente che opera funzionalmente per la società. L'adozione della regola cautelare che la società si è autocostruita secondo *standards* universalmente accettati fa sì che i profili di colpa si dissolvano perché l'evento non è la concretizzazione del rischio tipico. Risponderà solo il sottoposto¹¹³.

Quindi, il criterio di imputazione oggettiva della responsabilità della persona giuridica consiste nella realizzazione di una fatto di reato presupposto da parte di una persona fisica nell'interesse o a vantaggio dell'ente, mentre, sul versante soggettivo, l'imputazione dipende dalla mancata adozione di modelli

¹¹³ PALIERO, *La responsabilità penale della persona giuridica: profili strutturali e sistematici*, in *La responsabilità degli enti: un nuovo modello di giustizia "punitiva"*, a cura di De Francesco, Torino, 2004, p.22.

organizzativi idonei a prevenire il reato e nella violazione dei doveri di vigilanza sui sottoposti: se l'ente dimostra di essere correttamente strutturato diventa irragionevole imputargli una responsabilità pur amministrativa per il reato commesso da altri. In entrambi i casi, si presume fino a prova contraria la responsabilità dell'ente giuridico per i rischi di reati creati e connessi all'esercizio di attività produttive. Lo schema di funzionamento della responsabilità è quindi invertito, e l'inversione dell'onere della prova concerne il piano dell'imputazione soggettiva del reato, anche questo invertito di segno: l'onere della prova attiene ad un *deficit* di colpevolezza, e funziona come scusante¹¹⁴.

3. Il sistema dei modelli organizzativi si basa essenzialmente su una diretta responsabilizzazione dei soggetti interessati, i quali sono spinti ad un autocontrollo secondo lo schema tipico dello *stick and carrot approach*. In questo specifico assetto il legislatore italiano ha mostrato di tenere come punto di riferimento il sistema americano dei *compliance programs*, introdotti dalle *Federal Sentencing Guidelines* del 1991.

Si tratta di una scelta legislativa per nulla scontata, dal momento che tali modelli rappresentano un'assoluta novità nel panorama giuridico europeo, non essendo presenti neppure nel Regno Unito, paese in cui la responsabilità degli enti affonda le sue radici in una tradizione giurisprudenziale ultracente-

¹¹⁴ Quindi, se si tratta di soggetti apicali, spetta all'ente dimostrare di aver adottato il modello organizzativo e gestionale, di aver vigilato sulla sua attuazione; in alternativa, l'ente dovrà dimostrare che le persone hanno commesso il reato eludendo fraudolentemente il modello (in questo caso il compito dell'ente trasmoda in una accusa privata da muovere alla persona fisica). Diversamente nel caso di reato commesso da un soggetto sottoposto, in cui spetta all'accusa provare che la commissione del reato è stata resa possibile dall'inosservanza degli obblighi di vigilanza e di direzione, quali risultano da un idoneo modello.

naria, mentre nell'esperienza degli Stati Uniti ormai costituiscono un elemento immancabile in ogni singola impresa¹¹⁵.

Il sistema delineato è proteso a valorizzare in chiave esimente il rispetto di adeguate regole precauzionali auto-imposte da parte della società e specificatamente finalizzate a prevenire il rischio –reato da parte dei vertici. Il presupposto è infatti che l'ente giuridico, per il fatto stesso di esistere, crea rischi di varia natura. E certamente, nell'ambito dell'ampia categoria del c.d. "rischio di organizzazione", va annoverato anche il rischio che taluno dei dipendenti dell'ente ne approfitti per commettere un reato.

La tendenza a promuovere il radicamento all'interno dell'impresa di una autentica cultura della sicurezza il più possibile globale, si esprime quindi nella necessità che sia l'ente produttore di tali rischi a predisporre misure volte alla neutralizzazione o al monitoraggio delle fonti di pericolo e di rischio. I modelli organizzativi postulati dalla normativa tendono a bloccare *ab origine*, sul nascere, eventuali iniziative criminose e pregiudizievoli per gli interessi tutelati da norme penali. La loro struttura è essenzialmente fondata sull'adozione di protocolli di comportamento composti da regole cautelari autonormate da

¹¹⁵ BARTOLOMUCCI, *Corporate governance e responsabilità delle persone giuridiche. Modelli preventivi ad efficacia esimente ex D.Lgs. n. 231/2001*, Milano, 2004; GILIOLI, *La responsabilità penale delle persone giuridiche negli Stati Uniti: pene pecuniarie e modelli di organizzazione e di gestione (compliance programs)*, in *Responsabilità degli enti per i reati commessi nel loro interesse*, Cass. pen., 2003, suppl. al n. 6, p. 47; GRANATA, *I codici di comportamento redatti dalle associazioni rappresentative degli enti. L'esperienza dell'Associazione Bancaria italiana*, in *Responsabilità degli enti per i reati commessi nel loro interesse*, Cass. pen., 2003, suppl. al n. 6, p. 93; IRTI, *Due temi di governo societario (responsabilità "amministrativa" – codici di autodisciplina)*, in *Giur. Comm.*, 2003, 693/l; MARINUCCI, "Societas puniri potest": uno sguardo sui fenomeni e sulle discipline contemporanee, in *Riv.it.dir.proc.pen.*, 2002, p.1193; SFAMENI, *La responsabilità delle persone giuridiche: fattispecie e disciplina dei modelli di organizzazione, gestione e controllo*, in *Il nuovo diritto penale delle società*, a cura di Alessandri, Milano, 2002, p.50.

parte delle singole aziende che hanno la funzione di un'efficacia rafforzata al messaggio contenuto nella norma penale¹¹⁶.

In altri termini, la funzione dissuasiva propria del diritto penale viene spostata su soggetti privati, fisici o giuridici mediante la produzione di norme interne che, se da un lato pongono i parametri di attribuzione della responsabilità del rischio-reato, dall'altra ne circoscrivono i limiti di ascrivibilità. Se il reato avviene a fronte della dimostrazione che l'ente si sia organizzato al meglio, l'imputazione viene meno. Questo onere organizzativo individua un'area di "rischio di reato permesso", cioè non imputabile all'ente: l'adozione di modelli di gestione e di organizzazione, che non rappresenta altro che l'adempimento di regole cautelari finalizzate a prevenire la commissione di reati¹¹⁷.

I modelli organizzativi esprimono quindi uno schema di responsabilità auto-costruito dalla società stessa, espressione dei poteri di autotutela della società che, dopo una attenta mappatura ed analisi dei rischi, si obbliga al rispetto di un sistema di regole precauzionali interne orientate in chiave preventiva sullo specifico rischio di commissione del reato¹¹⁸.

¹¹⁶ La qualifica di autonormate evoca un procedimento di formazione della regola cautelare di tipo squisitamente maieutico: saranno infatti le aziende ad attivare dal proprio interno tutti i meccanismi di identificazione, gestione e controllo del rischio, secondo le modalità ritenute più appropriate e a seconda della tipologia dell'attività, dell'ubicazione dell'ente, dei mercati e delle caratteristiche dei suoi *stakeholders*", così PALIERO, *La responsabilità penale della persona giuridica: profili strutturali e sistematici*, cit., p.27.

¹¹⁷ DE VERO, *Riflessioni sulla natura giuridica della responsabilità punitiva degli enti collettivi*, in *La responsabilità degli enti: un nuovo modello di giustizia "punitiva"*, a cura di De Francesco, Torino, 2004, p. 89, che esprime dubbi sulla possibilità di qualificare come amministrativo un illecito, in cui il cuore della fattispecie è costituito da un reato completo di tutti i suoi elementi costitutivi.

¹¹⁸ Sulle caratteristiche e le componenti dei *compliance programs* relativi ai reati di abuso di mercato (analisi e valutazione delle aree a rischio e dell'intensità di rischio di reato, indicazione di strumenti di gestione del rischio, protocolli di formazione e attuazione delle decisioni degli enti, modalità di gestione dei flussi informativi, tracciabilità dei flussi informativi, elaborazione dei c.d. *diagnostic flags*, ovvero dei segnali di rischio, con relativa predisposizione di strumenti

Nell'area del *market abuse* l'individuazione degli elementi necessari per una strutturazione di un modello organizzativo idonee a svolgere le funzioni di prevenzione non può prescindere da una considerazione delle fonti normative, di produzione e di cognizione, relative alla gestione e al controllo dei flussi informativi che riguardino strumenti finanziari.

Tale *corpus* di regole esistenti non assume rilevanza quali atti aventi natura regolamentare e prescrittiva, ma in quanto da essi si traggono regole di condotta e di organizzazione relative alla diffusione, controllo e gestione delle informazioni.

In merito, al primo posto vanno collocate le fonti di matrice comunitaria e in particolare le varie direttive in tema di abusi di mercato, nonché le previsioni del regolamento CE in tema di esenzioni per i programmi di riacquisto di azioni proprie. In secondo luogo ai fini dell'individuazione dei contenuti dei modelli, rilevano le norme a carattere strutturale che si traggono dal medesimo decreto 231, quali ad esempio quello che prevedono la costituzione di un *compliance officer*. Ampio spazio assumono poi le norme di natura regolamentare emanate dall'autorità di vigilanza, quali ad esempio quelli che individuano una serie di figure sintomatiche di prassi manipolative ed individuazione una serie di *diagnostics flags*; infine rilevano gli atti di autoregolamentazione, quali codici e linee guida, la cui conformità certamente non comporta automaticamente l'esonero da qualsiasi responsabilità, trattandosi di autolimitazioni unilaterali, quindi di per sé prive di qualunque efficacia verso i terzi. Cionostan-

di verifica e di controllo, predisposizione di linee di *report*, istituzione di un organismo di vigilanza deputato a vigilare sull'osservanza e sul funzionamento dei modelli, previsione di un codice comportamentale e di un sistema disciplinare interno): Cfr. IELO, *Compliance program e market abuse*, in www.rivista231.it, 3, 2006; COLONNA - ROMOLOTTI, *Il recepimento della direttiva Market abuse e l'adeguamento dei modelli organizzativi per la prevenzione dei reati*, in www.rivista231.it, 2, 2006; BALLARINI, *Le modifiche della Legge Comunitaria 2004 al TUF (D.lgs. n.58/1996). Le misure di compliance finalizzate alla prevenzione della responsabilità dell'ente*, in www.rivista231.it, 1, 2006.

te deve ammettersi che i codici esprimono un paradigma forte di prevenzione: attraverso di essi, il legislatore demanda ai privati il compito di dotarsi di un reticolo di norme comportamentali che assumeranno rilievo nell'imputazione a titolo di colpa, sia nel momento genetico della formazione dei modelli stessi che nella fase funzionale dei medesimi, qualora l'impresa societaria non si sia conformata alle regole predisposte.

Il sistema così tracciato si articola quindi a più livelli di normazione: oltre alle previsioni legislative dettate dal decreto n. 231 e alle norme di natura regolamentare emanate dall'autorità di vigilanza, assumono rilevanza i codici di comportamento elaborati dalle associazioni di categoria (il codice Preda prevede indicazioni in punto di circolazione e comunicazione di informazioni societarie *price-sensitive*), sulla base ciascun ente elabora il proprio modello.

Il codice di autodisciplina è destinato a fornire un modello di riferimento di natura organizzativa e funzionale che si connota per la sua flessibilità, lasciando ampi margini di adattabilità del contenuto in ragione delle differenze riscontrabili tra le società sia in termini dimensionali che di struttura proprietaria. Al tempo stesso, però il codice persegue l'obiettivo di promuovere la comparabilità internazionale delle regole di *corporate governance* italiane, proponendo un adeguamento delle modalità di conduzione delle società quotate a *standards* minimi di comportamenti, avvertiti dagli investitori istituzionali esteri come condizioni imprescindibili, innanzitutto stabilendo l'obbligo in capo degli emittenti di dare informazioni sul proprio sistema di governo societario e sull'adesione al codice.

Sulla base delle indicazioni fornite nel codice di autodisciplina, delle fonti comunitarie, delle normative regolamentari, etc. si può così tratteggiare una struttura organizzativa di *corporate governance* relativa al governo e controllo della diffusione di informazioni, con un contestuale sistema di rimedi, di san-

zioni, di procedure decisionali bene articolate in grado di contemperare gli interessi degli amministratori con quelli degli azionisti o in generale degli *stakeholders*¹¹⁹.

Questi segnali di coerenza indiretta ed interna relativi al procedimento di adozione del codice spingono verso un obiettivo di convergenza negoziale dei diversi modelli di governo societario, elevando tali regola al rango di condizioni per l'ammissione a quotazione, e possono essere lette in chiave di discriminate concorrenziale¹²⁰.

Infatti, questo sistema di conoscibilità del modello di governo societario da parte del mercato contribuirebbe a rafforzare la convinzione degli investitori nella maggiore efficienza della realtà imprenditoriale di società dotate di buone regole organizzative¹²¹. E' peraltro evidente che il grado di effettività di tali codice di autodisciplina dipende in larga misura dalla possibilità di annettere un valore economico alla struttura societaria e alla disciplina dei conflitti di interesse, innescando una competizione tra statuti, cioè tra differenti modelli di organizzazione e di funzionamento dell'organi amministrativo¹²².

¹¹⁹ ALESSANDRI, *Corporate governance nelle società quotate: riflessi penalistici e nuovi reati societari*, in *Giur. comm.*, 2002, 1, p.524.

¹²⁰ Si consideri che la giurisprudenza (Trib. Milano, sez. VIII, 13 febbraio 2008, n. 1774) ha condannato l'amministratore delegato e al risarcimento della sanzione amministrativa di cui all'art. 10 del D. Lgs. n. 231 del 2001, nell'ipotesi di condanna dell'ente qualora non abbia adottato o non abbia proposto di adottare un modello organizzativo.

¹²¹ Il tema della *corporate governance* si aggancia fortemente ad un'idea, affiorata già nella metà del novecento, dell'utilità di forme di responsabilità dell'ente quali strumenti di controllo preventivo dell'attività e della corretta organizzazione dell'ente. Infatti, se i soci avvertono che il loro investimento può essere intaccato dalla grave penalizzazione conseguente alla stigmatizzazione penalistica, sarà lo stesso azionista o il *manager* ad essere stimolato a creare adeguati presidi che scongiurino la commissione di reati.

¹²² Emerge una concezione in base alla quale vi è un legame tra redditività d'impresa ed etica aziendale, quest'ultima non più concepita come un costo ma come un investimento in termini di capacità competitiva, autorevolezza. V. MARRA, *L'etica aziendale come motore di progresso e di successo*, Milano, 2002.

La selezione delle aree d'impresa a rischio costituisce uno dunque degli *essentialia* di un modello organizzativo adeguato e deve presentare i caratteri della specificità e della attualità, intesa come idoneità del *compliance* di adattarsi al modificarsi della struttura del rischio. Sotto il profilo contenutistico, la mappatura del rischio è quindi il primo momento costitutivo e conforma il modello in ragione dei reati che generano responsabilità dell'ente. Ovviamente non è sufficiente la mera identificazione delle aree a rischio, in quanto a questa dovrà necessariamente seguire la definizione di appositi controlli e procedure (i "protocolli" di cui all'art.6, punto 2 lett. (b) D.Lgs. 231/2001). Perciò un secondo contenuto strutturale del modello è costituito dall'individuazione all'interno dei settori di attività dell'ente, delle aree a rischio, distinguendo tra esse, quelle con maggiore intensità. All'individuazione delle aree a rischio si correla l'individuazione delle possibili modalità attuative degli illeciti all'interno dell'attività dell'emittente e al riguardo significativo rilievo assumono gli esempi di condotte manipolative indicate nella direttiva 2003/6/CE. E' infatti che la difficoltà principale nell'aggiornamento dei modelli organizzativi consiste nella molteplicità ed indeterminatazza delle condotte tramite le quali possono essere compiuti i reati di manipolazione, i quali assumono una fenomenologia assai vasta e differenziata (manipolazione informativa, manipolazione operativa, sulle transazioni, sui contratti, sui derivati) che spesso si mimetizza tra condotte lecite, riflettendo una prassi in continua e repentina evoluzione.

Alla mappatura del rischio segue una fase decisiva, costituita dall'individuazione di strumenti di gestione del rischio, ovvero delle contromisure atte a prevenirlo, ove trovano spazio i protocolli di formazione e attuazione delle decisioni dell'ente secondo una chiara scansione procedimentale. Nell'area del *market abuse* l'adeguata procedimentalizzazione delle

decisioni consente una tracciabilità delle informazioni, strumento indispensabile per la gestione dei flussi informativi *price sensitive*, avendo riguardo ai tempi, soggetti e luoghi della produzione di informazioni, alle modalità di circolazione ai soggetti tempi, modi e luoghi della sua comunicazione esterna. Sempre nella parte “operativa” occorre predisporre meccanismi ulteriori idonei a individuare segnali di rischio e predisporre strumenti di controllo e verifica in funzione preventiva, dotandosi di linee di report verso il *compliance officer* nonché di sistemi informativi integrati.

Infine i modelli organizzativi devono prevedere obblighi d’informativa verso l’organo deputato a vigilare sull’osservanza e sul funzionamento dei modelli stessi.

4. Ripetendo la scelta operata in sede di integrazione dell’art. 25 *ter* del d.lgs. n. 231/12001 a proposito dei reati societari, il regime sanzionatorio della persona giuridica per i reati di *market abuse* è esclusivamente di natura pecuniaria, non essendo prevista, neanche in sede cautelare, l’irrogabilità delle ben più afflittive sanzioni interdittive.

L’apparato sanzionatorio a carico dell’ente prevede quale sanzione indefettibile quella pecuniaria, che si applica attraverso un sistema per quote, cui si associa, configurata alla stregua di una sanzione principale, nonché la sanzione della pubblicazione della sentenza¹²³.

Il nuovo art. 25 *sexies* del decreto 231 del 2001 sulla responsabilità amministrativa dell’ente fissa la prima componente della sanzione pecuniaria, quantificata in base alla nuova tecnica bifasica, tra un minimo e un massimo edittale di numero di quote, lasciando al giudice la concreta determinazione

¹²³ VENEZIANI, GARUTI, CADOPPI, *Enti e responsabilità da reato*, Utet Giuridica, Torino, 2010, p. 94.

del valore della singola quota, da parametrarsi alle condizioni economico-patrimoniali dell'ente¹²⁴. La misura iniziale delle quote (da quattrocento a mille quote) è stata successivamente aumentata fino al doppio dall'art. 39 della legge n. 262 del 2005¹²⁵.

Quanto, infatti, ai criteri di commisurazione della pena pecuniaria, la giurisprudenza di merito ha recentemente affermato che *“ai fini della determinazione dell'entità della sanzione per la persona giuridica ritenuta responsabile ai sensi del D. Lgs. n. 231 del 2001, si deve tener conto del profitto raggiunto, dell'incremento e del consolidamento della posizione dell'ente, anche nei confronti dei concorrenti, della reiterazione dei comportamenti, dell'inesistenza di attività volte ad attenuare le conseguenze degli illeciti e dell'omessa adozione del modello organizzativo e gestionale atto a prevenire reati”*¹²⁶.

¹²⁴ In proposito, ROSSI, *Market abuse e insider trading: l'apparato sanzionatorio*, parte II, in www.rivista231.it che descrive i contenuti delle due fasi: la prima destinata a determinare il numero di quote, in cui rilevano i criteri oggettivi della gravità del fatto, e soggettivi a connotazione personale, quali l'eliminazione o attenuazione delle conseguenze del fatto, quest'ultimo con valore operativo all'interno dei limiti edittali, e la seconda fase, dedicata alla quantificazione dell'ammontare dell'importo della singola quota, da determinarsi sulla base delle condizioni economiche e patrimoniali dell'ente, con l'unico limite costituito dall'entità del fondo comune o del patrimonio; Cfr. SANTI, *La responsabilità delle “persone giuridiche” per illeciti penali e amministrativi di abuso di informazioni privilegiate e di manipolazione del mercato*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 2006, I, 81; BARTOLOMUCCI, *Market abuse e “le” responsabilità amministrative degli emittenti*, in *Le Società*, 2005, 919; BELLACOSA, *“Insider trading”: manipolazione, abusi di mercato e responsabilità*, in *Dir.prat.soc.*, 2005, 11, p. 26.

¹²⁵ Alla luce del particolare modello di commisurazione della sanzione adottato dal D.lgs. n. 231/2001, vi è da ritenere che il raddoppio della sanzione pecuniaria cui fa riferimento la norma debba essere interpretato come raddoppio delle quote previste dal citato articolo per ciascuna delle fattispecie penali societarie in esso indicate. V. PERINI, *La legge sul risparmio: prima lettura delle modifiche apportate alla disciplina della responsabilità degli enti di cui al d.lgs. n. 231/2001*, in www.rivista231.it.

¹²⁶ Cfr. Trib. Pordenone, 23 luglio 2010, n. 308; in precedenza era stato, inoltre, precisato che *“ai fini del giudizio di congruità della pena in sede di accoglimento della richiesta di applicazione della stessa nei confronti di ente responsabile ex D. Lgs. n. 231/01, si deve tenere conto dei criteri di commisurazione della sanzione pecuniaria come fissati dall'art. 11 comma 1 e 2 del decreto. Tale norma pone nella c.d. quota e nel numero delle quote i parametri di riferimento*

D'altra parte, l'opzione di politica repressiva che rinuncia alle efficaci misure interdittive, è "compensata" dalla possibilità per il giudice di aumentare la sanzione pecuniaria fino a dieci volte il valore del prodotto o del profitto del reato di rilevante entità. In tal modo la sanzione economica pecuniaria può raggiungere livelli talmente elevati da comportare un effettivo svuotamento patrimoniale dell'ente e determinarne così il definitivo collasso.

Anche sotto il profilo sanzionatorio dell'ente, compare quindi la scelta di operare uno stretto collegamento tra la sanzione pecuniaria cui è soggetto l'ente, e il prodotto o il profitto conseguito dall'ente, qualora questo sia "*di rilevante entità*". Il che significa che, alle condizioni suddette, la sanzione potrà essere del tutto svincolata dal sistema per quote, per divenire invece proporzionale al prodotto o al profitto del reato.

Questa tecnica di determinazione della sanzione, del tutto nuova rispetto quanto disposto nella parte generale contenuta nel decreto n. 231, prevede quindi un aggravamento della sanzione base, richiedendo una valutazione *ex post* dell'incremento patrimoniale effettivamente conseguito dall'ente. Le conseguenze cui si potrebbe giungere è che la misura della sanzione raggiunga importi effettivamente elevatissimi (si pensi al caso in cui il prodotto del reato consista nell'ottenimento del controllo di un gruppo bancario: la sanzione potrebbe risultare pari a dieci volte il valore di detto controllo, come quantificato mediante un cenacolo con appositi parametri) e a livello teorico, tali da compromettere seriamente la prosecuzione dell'attività dell'ente.

per la determinazione della sanzione pecuniaria da comminare, ancorando il primo parametro - la quota, - alla consistenza economica e patrimoniale dell'ente, ed il secondo - il numero delle quote - alla gravità del fatto, alla responsabilità dell'ente nonché all'attività "post delictum" dallo stesso svolta per eliminare le conseguenze e per prevenire la commissione di ulteriori illeciti", così Uff. Indagini preliminari Milano, 30 aprile 2004.

5. Le palesi insufficienze della pena pecuniaria e la considerazione della natura *profit oriented* della criminalità d'impresa premono sull'istituto, quanto mai poliedrico, della confisca penale previsto per entrambe le tipologie di illecito penale di manipolazione del mercato e di aggio, oltre che un'applicazione della confisca amministrativa in caso di illecito amministrativo. Come per l'aggio societario previsto dall'art. 2637 c.c., per il quale opera l'art. 2641 c.c., anche per gli illeciti penali e per le ipotesi punitivo amministrative è prevista l'operatività della "*confisca del prodotto o del profitto conseguito da reato e dei beni utilizzati per commetterlo*". Ne deriva quindi che, oltre alla possibile sovrapposizione di sanzione amministrativa pecuniaria e della pena della reclusione, è ben possibile che vi sia una sovrapposizione di confische a carico della persona fisica autrice dell'illecito penale e dell'illecito amministrativo.

Va specificato inoltre che la medesima sovrapposizione di confische può riguardare l'ente, posto che la misura è applicabile altresì a carico delle persone giuridiche ex art. 19 del decreto 231 per l'illecito penale previsto dall'art. 185 Tuf, nonché in caso di responsabilità dell'ente derivante dall'illecito amministrativo (ex art. 187 *sexies* Tuf).

Ed infatti ai sensi dell'art. 19 del D. Lgs. n. 231 del 2001, nei confronti dell'ente è sempre disposta, con la sentenza di condanna, la confisca del prezzo o del profitto del reato, e laddove non sia possibile eseguire la confisca del prezzo o del profitto del reato, la stessa può avere ad oggetto somme di denaro, beni o altre utilità di valore equivalente al prezzo o al profitto del reato. Inoltre, il disposto dell'art. 53 del citato D. Lgs. n. 231 prevede che la confisca, oltre ad essere disposta a titolo di sanzione in sede di pronuncia della sentenza che definisce il giudizio, può essere applicata anche in via cautelare, secondo il procedimento disciplinato dall'art. 321, comma 2, c.p.p.

La confisca ha costantemente assunto nell'ordinamento italiano una natura e un'essenza proteiforme, mostrando sensibilità e adattabilità a diverse esigenze¹²⁷. L'evoluzione normativa attuale manifesta come sia arduo catalogare l'istituto della confisca nell'originario schema della misura di sicurezza, essendo oggi possibile riconoscere sia i tratti distintivi di una vera e propria sanzione con finalità di preventive¹²⁸.

L'istituto della confisca si basa oggi sull'esigenza molto concreta di ablazione del profitto economico del reato: essa intende colpire la motivazione fondamentale della criminalità economica, in specie di quella organizzata e transfrontaliera, ovvero quella di conseguire significativi guadagni ed arricchimenti dalle attività illecite. Pertanto con la confisca tali guadagni vengono sottratti e appresi da parte dello Stato a coloro che li hanno prodotti, in modo che la loro privazione faccia venir meno la stessa "convenienza" ed "utilità", e dunque la stessa motivazione del crimine connotato da preminenti ragioni economiche.

Questa evoluzione è legata a diversi fattori: vi è la grande espansione e profonda modificazione delle attività economiche e delle correlate attività da una "smaterializzazione" dei mezzi di pagamento e da una fortissima interrelazione dei più diversi soggetti a livello globale; si percepisce l'esigenza, consapevolmente segnalata anche dalla nostra giurisprudenza, oltre che dagli organismi internazionali, di rendere indisponibili, in siffatto contesto, i capitali

¹²⁷ Con il termine confisca insomma, al di là del mero aspetto nominalistico, si identificano misure ablative di natura diversa, a seconda del contesto normativo in cui lo stesso termine viene utilizzato, Corte cost. 25 maggio 1961, n.29; Corte cost., 4 giugno 1964, n. 46.

¹²⁸ Sembra prediligere tale orientamento funzionale la giurisprudenza della Corte di Cassazione, affermando che la confisca penale priva l'indiziato in via definitiva i beni di provenienza illecita al fine di sottrarre gli stessi al circuito economico di origine, anche quando sia obbligatoria. Pertanto, non è sufficiente un giudizio meccanico volto a certificarne l'obbligatorietà, ma occorre una valutazione di fatto che assuma come parametro valutativo la sua funzione special preventiva e che valorizzi la funzione di asservimento della *res* all'illecito; così Cass. Sez.V, 19 luglio 2007, n.28944.

ed i patrimoni illecitamente conseguiti ed accumulati, ai soggetti operanti o collegati con le reti criminose ed economiche, perché non li utilizzino ulteriormente (a valle) per sviluppare ed alimentare il circuito delle attività criminose: esigenza che può persino prevalere su quella di colpire il provento illecito (o lo strumento) del singolo determinato reato, già (a monte) commesso.

Più di recente, specie in ragione di varie innovazioni legislative, l'istituto della confisca ha quindi acquisito una valenza decisamente afflittiva, traducendosi di fatto in una vera e propria sanzione accessoria. La moltiplicazione, infatti, delle previsioni di confisca, e soprattutto l'ipotesi della confisca per equivalente, ha messo in crisi l'idea della misura di sicurezza patrimoniale, legittimando piuttosto la configurazione di una sanzione pecuniaria, con accentuate finalità preventive. Nella prospettiva moderna, in breve, la confisca è divenuta lo strumento ottimale finalizzato a contrastare forme più evolute e moderne di criminalità organizzata e della economica.

Le previsioni di cui ai citati artt. 19 e 53 sembrano evidenziare chiaramente quale sia l'effettiva natura e carattere della confisca applicata nei confronti di una società o persona giuridica: diversamente da quanto può sostenersi con riferimento all'analoga figura disciplinata dall'art. 240 c.p., le disposizioni del decreto del 2001 configurano la confisca, anziché quale misura di sicurezza, come pena principale da applicare all'ente collettivo in caso di sua riconosciuta responsabilità¹²⁹.

Secondo l'orientamento maggioritario, nell'istituto delineato dai citati artt. 19 e 53, infatti, non sarebbe presente alcuna funzione di prevenzione e

¹²⁹ Per esigenze di proporzione e di delimitazione dal pericolo di arbitrio o di eccesso punitivo, l'istituto, nel suo prototipo classico tratteggiato dal codice penale Rocco del 1930, era circoscritto mediante un collegamento diretto con uno o più reati presupposti: da un lato, infatti, il codice poneva ad oggetto della confisca lo "strumento", dall'altro il "prodotto, profitto o prezzo" del reato, considerandoli rilevanti solo in quanto materialmente consistenti in una "cosa" legata quasi fisicamente al crimine presupposto.

l'ablazione del patrimonio dell'ente giudicato responsabile in proporzione corrispondente all'arricchimento conseguente al delitto configurerebbe una misura sanzionatoria, assolvendo una funzione ripristinatoria, da realizzarsi mediante l'imposizione di un sacrificio patrimoniale di corrispondente valore, della situazione economica precedente la commissione del fatto illecito. Accanto alla suddetta funzione sanzionatoria, tuttavia, la confisca adottata in sede di giudizio avverso le persone giuridiche può assumere anche una ulteriore finalità, di carattere *latu sensu* "riparatorio". In base a quanto dispone l'art. 6, comma 5, D. Lgs. n. 231, la confisca del profitto che la persona giuridica abbia conseguito mediante la violazione della legge penale deve essere disposta in ogni caso, anche quando l'ente collettivo non venga per qualsivoglia ragione giudicato responsabile per reati commessi a suo vantaggio o nel suo interesse dei soggetti indicati dal medesimo art. 6: è evidente che in tale circostanza l'ablazione del profitto perde il suo carattere afflittivo-punitivo "*per acquire la fisionomia di uno strumento di compensazione dell'equilibrio economico violato*".

Dunque, nelle moderne linee di tendenza, si ha un'accentuazione delle finalità preventive dell'istituto, come pure una certa estensione dei soggetti destinatari, individuati però non più sulla base della loro "pericolosità sociale" tradizionalmente intesa, bensì alla stregua dei loro legami e rapporti intersoggettivi, che non coincidono necessariamente con rapporti di partecipazione ad associazioni criminali, ma sicuramente di correlazione con le loro attività ed articolazioni operative, anche se apparentemente legali. Questa prospettiva tuttavia costituisce una innovazione che rinnova l'anima dell'istituto della confisca nelle sue connotazioni originarie¹³⁰. Da questi incisivi cambiamenti,

¹³⁰ PICOTTI, *Punti critici della confisca e prospettiva europea*, in *Riv.trim.dir.pen.ec.*, 2010, p.360; FONDAROLI, *Le ipotesi speciali di confisca nel sistema penale – Ablazione patrimoniale*,

relativamente rapidi, si sono create molteplici sfasature di disciplina giuridica, anche in relazione alle diverse e variegate tipologie di confisca che il nostro ordinamento penale conosce.

E' evidente che a tale rinnovata sensibilità ed interesse verso la confisca non poteva restare estraneo il settore della criminalità economica costituito dalle condotte di abuso di mercato e dei reati societari a carico sia di persone fisiche che di enti giuridici¹³¹. In questo ambito, l'applicazione della confisca/sequestro presenta alcune peculiarità nel caso in cui si sia in presenza di un vantaggio solo "*finanziario*" e non "*patrimoniale*".

In proposito, un aspetto assai controverso recentemente affrontato dalla giurisprudenza di legittimità concerne l'individuazione della esatta portata della nozione di "*profitto del reato*" che, non essendo prevista in alcuna disposizione legislativa, pertanto è soggetto ad una latitudine semantica da colmare in via interpretativa. Per la giurisprudenza formatasi sull'applicazione della confisca di cui all'art. 240 co. 1 c.p. nei confronti delle persone fisiche, il

criminalità economica, responsabilità delle persone giuridiche, Bologna 2007, p. 258; ALESSANDRI, *Criminalità economica e confisca del profitto*, in AA.VV., *Studi in onore di G. Marinucci*, tomo III, Milano, 2006; FORNARI, *Criminalità del profitto e tecniche sanzionatorie. Confisca e sanzioni pecuniarie nel diritto penale moderno*, Padova 1997; GIALANELLA, *I patrimoni di mafia — La prova, il sequestro, la confisca, le garanzie*, Napoli 1998; MANGIONE, *La misura di prevenzione patrimoniale fra dogmatica e politica criminale*, Padova 2001; MAUGERI, *Le moderne sanzioni patrimoniale tra funzionalità e garantismo*, Milano 2001.

¹³¹. Sulla "*confisca*" ex art. 19 del Decreto 231 e sul "*sequestro preventivo*" dei beni confiscabili si v., tra gli altri, EPIDEMIO, *Sequestro preventivo speciale e confisca*, in *La responsabilità amministrativa delle società e degli enti*, 2006, n. 3, pag. 76-77; AA.VV., *Reati e responsabilità degli enti*, a cura di Lattanzi, Milano, 2010, pagg. 243-244; PRETE, *La confisca-sanzione: un difficile cammino*, in *La responsabilità amministrativa delle società e degli enti*, 2007, n. 4, pag. 105 ss. Infatti, secondo le Sezioni Unite della Corte di Cassazione (sentenza del 27 marzo 2008 n. 26654 imp. Fisia Italmobiliare SpA e altri) l'art. 9 comma 1, lett. c) del D. Lgs. n. 231 del 2001 contempla la confisca alla stregua di sanzione principale, obbligatoria e autonoma rispetto alle altre pene previste nel D. Lgs. n. 231 del 2001; TUTINELLI, *Responsabilità per falso in bilancio e determinazione del profitto confiscabile alla luce della recente sentenza del Tribunale di Milano sul caso Italease*, in *La resp. amministrativa delle società e degli enti*, 2011, n. 2, pag. 151 ss.; ASSONIME, *Responsabilità della società da reati finanziari e societari: una mappa della disciplina 231 in un caso giudiziario*, n. 6, 2011.

“profitto” del reato va anche tenuto distinto dal “prodotto” e dal “prezzo” del reato, e va individuato in qualsiasi “vantaggio economico” che costituisca un “beneficio aggiunto di tipo patrimoniale” che abbia una “diretta derivazione causale” dalla commissione del reato.

Sulla base di tale principio, in tema di manipolazioni del mercato, si è ritenuto che in determinati casi anche i titoli azionari possono costituire allo stesso tempo oggetto materiale della condotta illecita e strumento per la realizzazione del delitto, così da essere suscettibili di confisca ex art. 187 e 187 *sexsies* Tuf¹³². Ma tali estensioni di talune figure di confisca ai mezzi finanziari utilizzati per commettere il reato sono ritenute sbilanciate ed eccessive, soprattutto in considerazione del fatto che i fatti illeciti sono posti in essere utilizzando mezzi e ottenendo profitti che appartengono alla persona giuridica¹³³.

Pronunciandosi sulla responsabilità da reato degli enti collettivi, le Sezioni Unite hanno affermato che se il profitto di reato oggetto di confisca ai sensi dell’art. 19 del d.lgs. n. 231 si identifica nel vantaggio economico di diretta e immediata derivazione causale dal reato presupposto, tuttavia nel caso in cui questo venga consumato nell’ambito di un rapporto sinallagmatico non può reputarsi tale anche quell’utilità eventualmente conseguita dal danneggiato in ragione dell’esecuzione da parte dell’ente delle prestazioni che il contratto stesso prevede. Si deve quindi sottrarre da concetto di profitto questa utilità, che è estranea all’attività criminosa a monte, che è distonica ad essa¹³⁴.

¹³² Così CERQUA, Il sequestro e la confisca; EPIDENDIO, Manipolazione del mercato e sequestro preventivo delle azioni, in Corr. Merito, 2006, p.636 nota a Trib. Milano, 12 gennaio 2006.

¹³³ Così, ALESSANDRI, Attività d’impresa e responsabilità penali, in Riv.it.dir.proc.pen., 2005, p.543 e ss.

¹³⁴ Cass. pen., Sez.Un., 27 marzo 2008, n. 26654 in Cass. pen., 2008, p. 4562 con nota di PISTORELLI, Confisca del profitto del reato e responsabilità degli enti nell’interpretazione delle Sezioni unite.

Più precisamente, la giurisprudenza ha considerato come profitto confiscabile/sequestrabile un vantaggio meramente *finanziario e non patrimoniale*, conseguito dalla società grazie a condotte illecite di propri esponenti *del reato*¹³⁵.

In altre parole, si tende ad attribuire al termine un significato più ampio rispetto a quello economico o aziendalistico (secondo cui il profitto corrisponde all’*“utile netto”*, ossia ai ricavi meno i costi) e a ritenere che la nozione di *“profitto del reato”* possa essere diversa a seconda del tipo di reato di cui si discute. La giurisprudenza delle Sezioni Unite del 2008, in linea con la giurisprudenza sulla *“confisca tradizionale”* di cui all’art. 240 c.p., ha ribadito da un lato il principio per cui il profitto confiscabile/sequestrabile è costituito da qualsiasi *“vantaggio economico”* conseguito dal reato, con la precisazione che *«a tale espressione non va attribuito il significato di “utile netto” o di “reddito”, ma quello di “beneficio aggiunto di tipo patrimoniale”, a superamento quindi dell’ambiguità che il termine “vantaggio” può ingenerare»*, e dall’altro lato, la necessità che vi sia sempre una *“diretta correlazione”* tra la condotta criminosa e il *“vantaggio economico”*, con conseguente esclusione della confiscabilità/sequestrabilità di quei vantaggi, anche di natura patrimoniale, che non costituiscano una *“conseguenza economica immediata ricavata dal fatto di reato”*¹³⁶.

¹³⁵ Cass. pen., Sez. Un., 27 marzo 2008, n. 26654, cit., in Giur.it, 2009, p.1498; PERINI, La progressiva estensione del concetto di profitto del reato quale oggetto della confisca per equivalente, in Resp. amm. soc. enti, 2010, 2, p. 201; BOTTALICO, Confisca del profitto e responsabilità degli enti tra diritto ed economia: paradigmi a confronto, in Riv. it. dir. proc. pen., 2009, 4, p. 1726.

¹³⁶ Cass. pen., Sez. Un., 27 marzo 2008, cit., che ha affermato il seguente principio di diritto: “Il profitto del reato nel sequestro preventivo funzionale alla confisca, disposto – ai sensi degli artt. 19 e 53 d.lgs. 231/2001 – nei confronti dell’ente collettivo, è costituito dal vantaggio economico di diretta e immediata derivazione causale dal reato ed è concretamente determinato al netto dell’effettiva utilità eventualmente conseguita dal danneggiato, nell’ambito del rap-

Allo stesso tempo, la decisione delle Sezioni Unite ha introdotto un rilevante elemento di novità rispetto alla giurisprudenza sulla *“confisca tradizionale”*, affermando la necessità di distinguere – nel valutare il nesso di *“diretta derivazione causale dal reato”* – tra la condotta dell’agente che sia inserita in un contesto di *“attività totalmente illecita”* e la condotta inserita in un’attività lecita *“nel cui ambito occasionalmente e strumentalmente viene consumato il reato”*. In base a tale distinzione le Sezioni Unite hanno ritenuto che, mentre nella prima ipotesi (attività totalmente illecita) l’intero *“vantaggio economico”* costituisce immediata e diretta conseguenza del reato e, di conseguenza, può essere interamente assoggettato a confisca, nella seconda ipotesi (situazioni in cui l’illiceità non connota l’intera fase del rapporto) il profitto tratto dall’agente dall’attività lecita non è confiscabile/sequestrabile¹³⁷.

Da qui il principio di diritto per cui il profitto confiscabile/sequestrabile deve essere determinato *“al netto dell’effettiva utilità eventualmente conseguita dal danneggiato, nell’ambito del rapporto sinallagmatico con l’ente”*, perché *“la genesi illecita di un rapporto giuridico, che comporta obblighi sinallagmatici destinati anche a protrarsi nel tempo, non necessariamente connota di illiceità l’intera fase evolutiva del rapporto, dalla quale, invece, possono emergere spazi assolutamente leciti ed estranei all’attività criminosa nella quale sono rimasti coinvolti determinati soggetti e, per essi, l’ente collettivo di riferimento”*.

porto sinallagmatico con l’ente”; Cass. sez. V, 18 dicembre 2008, n. 47983, in Cass. pen., 2010, p.304.

¹³⁷ PISTORELLI, Il profitto oggetto di confisca ex art. 19 d.lgs. 231/2001 nell’interpretazione delle Sezioni unite della Cassazione, in La resp. amm. delle soc. e degli enti 2008, p. 148 ; MONGILLO, La confisca del profitto nei confronti dell’ente in cerca di identità, in Riv.it.dir.proc.pen., 2008, p. 1758; LORENZETTO, Sequestro preventivo contra societatem per un valore equivalente al profitto del reato, in Riv.it.dir.proc.pen., 2008, p.1788; EPIDEMIO, La nozione di profitto oggetto di confisca a carico degli enti, in Dir.pen.proc., 2008, p.1263.

In un'altra pronuncia la giurisprudenza ha affrontato il problema della esatta delimitazione del profitto confiscabile in materia di manipolazione dei mercati, ritenendo che lo stesso coincida con la plusvalenza netta da determinare dalla differenza tra la somma ricavata dalla vendita delle azioni e quanto trattenuto dalla banca a titolo di imposta sul *capital gains* in qualche modo contrastando con i principi espressi dalle Sezioni Unite della Cassazione, secondo i quali il profitto confiscabile deve essere un "*vantaggio economico*" costituito (non già dalla semplice disponibilità o utilizzabilità finanziaria di una somma, ma) da un "*beneficio aggiunto di tipo patrimoniale*" di "*diretta derivazione causale*" dall'"attività illecita" costituente reato¹³⁸.

Con riferimento specifico alla figura della confisca amministrativa, occorre dire che anch'essa presenta una doppia anima: sanzione repressiva connessa al compimento di un illecito amministrativo, che accentua le finalità

¹³⁸ Il caso, conclusosi con sentenza di pronuncia dal GUP del Tribunale di Milano riguarda la vicenda della "*operatività in derivati*" di Banca Italease, vicenda nella quale sono stati imputati alla Banca, ai sensi del Decreto 231, i reati di aggio, ostacolo alle funzioni di vigilanza della Banca d'Italia e false comunicazioni sociali commessi dall'Amministratore Delegato e dal Direttore Generale in carica all'epoca dei fatti. L'aspetto che si vuole qui evidenziare riguarda specificamente la confisca ex art. 19 del Decreto 231 che è stata disposta a carico della Banca con la pronuncia di condanna per il reato di *false comunicazioni sociali*. La condotta costituente il reato di *false comunicazioni sociali* è stata individuata nell'occultamento di una rilevante perdita in sede di redazione del bilancio della Banca, posto in essere principalmente mediante l'omissione di adeguati accantonamenti per il rischio di perdite su crediti derivanti da "contratti derivati" non quotati (c.d. derivati "OTC – over the counter") stipulati con la clientela. Il Tribunale ha identificato il profitto del reato di *false comunicazioni sociali* nell'ammontare di tali mancati accantonamenti, affermando: che i mancati accantonamenti hanno permesso alla Banca di occultare una perdita che "*ha consentito alla banca di liberare risorse e, segnatamente, di svincolare somme destinate ex lege a garantire l'adeguatezza patrimoniale della banca e di operare una indebita appropriazione delle stesse*" e, pertanto, "*di lucrare (e di rendere liquida) una somma dell'importo corrispondente a quella che si sarebbe dovuta indicare in bilancio quale congrua rettifica per rischio di controparte e che sarebbe risultata vincolata ex lege e non altrimenti disponibile per l'ente*". In sostanza, secondo il Tribunale, il reato di *false comunicazioni sociali*, precisamente l'omissione di accantonamenti a bilancio avrebbe fatto conseguire alla Banca la disponibilità di una somma di pari importo che "*sarebbe risultata vincolata ex lege e non altrimenti disponibile per l'ente*" che ha costituito, ad avviso del Tribunale, il profitto derivante dal reato di falso in bilancio.

punitiva repressiva piuttosto che quelle preventive funzionali. La confisca presunta dall'art. 187 *sexies* Tuf presenta questi caratteri e conferma il progressivo consolidamento della scelta legislativa di conferirle effettività, fino a configurarla quale automatica e obbligatoria ulteriore reazione punitiva sganciata da finalità preventive incentrate sulla pericolosità tanto oggettiva quanto soggettiva.

Se per disporre la confisca, come ha affermato la giurisprudenza, è però necessaria la dimostrazione di una relazione di asservimento della *res* all'illecito, nel senso che la prima deve essere oggettivamente collegata la seconda non da un supporto di mera occasionalità, ma di stretto nesso strumentale, dal quale si rilevi la probabilità di un futuro ripetersi dell'attività sanzionabile, dovremmo ritenere che applicare questo canone interpretativo alla confisca amministrativa prevista dall'art. 187 *sexies* equivalga ad una sorta di *interpretatio abrogans* della norma che la prevede, dal momento che essa stabilisce "sempre" la confisca del prodotto o del profitto dell'illecito e dei beni utilizzati per commetterlo.

E' stata pertanto sollevata una questione di illegittimità che ha interessato l'ipotesi di confisca prevista dall'art. 187-*sexies*, commi 1 e 2, del Tuf "*nella parte in cui dispone che l'applicazione delle sanzioni amministrative pecuniarie, previste dal medesimo capo del decreto legislativo, importi sempre la confisca del prodotto, del profitto e dei beni utilizzati per commettere l'illecito e che, ove la confisca non possa essere eseguita direttamente, essa debba avere obbligatoriamente luogo su "denaro, beni o altre utilità di valore equivalente"*¹³⁹.

In particolare, il profilo di irragionevolezza messo in evidenza concerneva la *obbligatorietà* della confisca, specie con riferimento ai *beni utilizzati* per

¹³⁹ Corte Cost., 10 giugno 2011, n. 186, in *Cass. pen.*, 2011, p.4247; in proposito, PETRONI, *La confisca negli abusi di mercato: profili di (il)legittimità costituzionale*, in *Cass.pen.*, 2012, p.89.

commettere l'illecito: in effetti, la norma giunge così a stabilire un regime più severo per gli illeciti amministrativi di abuso di mercato rispetto a quello previsto per i corrispondenti delitti (ove solo nell'art. 187-*sexies* del Tuf, e non anche nel precedente art. 187, si prevede che la confisca debba essere "sempre" disposta), ed a prevedere come obbligatoria la confisca dei beni strumentali in rapporto a semplici illeciti amministrativi, quando invece le cose utilizzate per commettere reati sono soggette, in via generale, a confisca solo facoltativa, ai sensi dell'art. 240 c.p.

Inoltre, e con maggior evidenza, l'ordinanza di rimessione metteva in luce la palese sproporzione fra l'ammontare, pur rilevante, della sanzione amministrativa pecuniaria edittale, prevista per gli abusi di mercato (abuso di informazioni privilegiate e manipolazione del mercato), e le conseguenze economiche che possono derivare dalla sanzione di cui si discute, che "nella sua automaticità" resta "totalmente disancorata dalla concreta gravità della violazione" e non consente al giudice alcuna graduazione, potendosi verificare la situazione non infrequente per cui "al conseguimento di un profitto non particolarmente ingente si accompagna l'utilizzazione di mezzi economici – e, dunque, di valori da confiscare obbligatoriamente – per importi molto consistenti e, soprattutto, totalmente disancorati dal rapporto di proporzione con il profitto stesso".

Da quest'ultimo punto di vista, in particolare, la norma censurata si porrebbe in contrasto tanto con l'art. 3 Cost., per la palese irragionevolezza della sanzione comminata; quanto con l'art. 27 Cost., per violazione del principio di proporzionalità, da reputare riferibile anche alle sanzioni amministrative. Il principio di ragionevolezza viene richiamato in quanto, nel caso di previsione, entro una medesima norma, di fattispecie connotate da diverso disvalore,

spetta “al giudice fare emergere la differenza tra le varie condotte tramite la graduazione della pena tra il minimo e il massimo edittale”¹⁴⁰.

6. Il processo penale è la sede non solo dell'accertamento della responsabilità penale in capo alla persona fisica, ma anche per l'accertamento dell'illecito dell'ente dipendente da reato, secondo la nota regola in base alla quale, nei casi in cui l'esistenza di un reato dipenda dall'accertamento di un'infrazione amministrativa, questa può infliggersi all'epilogo di tale rito e con le garanzie che gli sono proprie¹⁴¹. Si tratta di un'ipotesi di cognizione oc-

¹⁴⁰ I diversi profili di irragionevolezza apparivano meritevoli di considerazione, ma nel caso oggetto di giudizio il vaglio di merito è stato precluso dalla mancata formulazione, da parte del remittente, di un *petitum* dotato dei necessari requisiti di chiarezza ed univocità, tale carenza rendendo – per giurisprudenza costante della Corte – la questione inammissibile (Corte cost. n. 186 del 2011).

¹⁴¹ Sul tema della natura della responsabilità dell'ente ex decreto 231 il dibattito è sconfinato e non ancora definitiva sedato. Si cita, solo a titolo esemplificativo, In tal senso si veda: MANNA, *La c.d. responsabilità amministrativa delle persone giuridiche: il punto di vista del penalista*, in *Cass. pen.*, 2003, p. 1109; MAIELLO, *La natura (formalmente amministrativa, ma sostanzialmente penale) della responsabilità degli enti nel D. lgs. n. 231/2001: una «truffa delle etichette» davvero innocua?*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 2002, p. 879; VENEZIANI- GARUTI – CADOPPI, *Enti e responsabilità da reato*, Utet Giuridica, Torino, 2010, p. 71. A favore della tesi della natura sostanzialmente penalistica, si richiama anche la giurisprudenza di legittimità che, con la sentenza n. 3615 del 20 dicembre 2005, Jolly Mediterraneo s.r.l., ha affermato come “*ad onta del nomen iuris, la nuova responsabilità, nominalmente amministrativa, dissimula la sua natura sostanzialmente penale; forse sottaciuta per non aprire delicati conflitti con i dogmi personalistici dell'imputazione criminale, di rango costituzionale (art. 27 Cost.)*”. Occorre però precisare che sembra assestarsi un orientamento intermedio secondo il quale la responsabilità non sarebbe né amministrativa né penale rappresentando piuttosto un cd. *tertium genus*. Sul punto si è osservato come il sistema introdotto dal D. lgs. n. 231/2001 presenti un indiscutibile carattere “*ermafrodito*”, essendo impegnato proprio a coniugare i tratti essenziali del sistema penale con quello amministrativo, consentendo dunque di individuare validi argomenti a sostegno dell'una come dell'altra impostazione. Così, ROMANO, *La responsabilità amministrativa degli enti, società o associazioni: profili generali*, in *Riv. soc.*, 2002, p. 393; PIERGALLINI, in *Reati e responsabilità degli enti: guida al D.lgs. 8 giugno 2001, n. 231*, a cura di G. LATTANZI, Milano, 2010, p. 230; PULITANO', *La responsabilità “da reato” degli enti: i criteri d'imputazione*, in *Riv. it. dir. e proc. pen.*, 2002, p. 417. Di recente, anche la Corte di Cassazione con la sentenza n. 36083 del 9 luglio 2009 ha aderito a tale ultima impostazione sottolineando come “*il D. Lgs. 231 del 2001 ha introdotto un nuovo sistema di responsabilità sanzionatoria, un tertium genus rispetto ai noti e tradizionali sistemi di responsabilità penale e di responsabilità amministrativa,*

casionale ed accessoria da parte del giudice penale di un illecito amministrativo connesso con il reato prevista dall'art. 24 della l. n. 689 del 1981. Ma la novità introdotta quindi dal d.l.gs. n. 231 del 2001 sta nell'aver elevato il processo penale a sede istituzionale e non solo occasionale di accertamento dell'illecito amministrativo dell'ente e di conseguente formazione del giudicato applicativo di sanzioni non penali. Il legislatore richiama le disposizioni del codice di procedura penale, applicabili in quanto compatibili, ma tuttavia le deroghe alla disciplina codicistica vanno ben oltre l'esigenza di assicurare la compatibilità delle norme del codice di rito con le tecniche di accertamento richieste per il nuovo tipo di responsabilità. Ne è derivato una sorta di "ordine gerarchico"¹⁴² tra due sistemi normativi, in cui quello principale è quello scandito dal decreto n. 231 e quello contenuto nel codice di rito interviene in via sussidiaria. Sono infatti ben 51 le norme (gli artt. 34-85 del decreto n. 231) rese necessarie per l'adeguamento del modello ordinario alle peculiarità di un imputato persona giuridica. Norme che danno luogo ad un vero sottosistema processuale calibrato sulla persona giuridica imputata¹⁴³.

Inoltre il processo a carico degli enti si ispira alla filosofia del processo cumulativo, in cui solo eventi eccezionali consentono di procedere separatamente a carico della persona fisica e di quella giuridica, al contrario, prevedendosi, come regola, alla riunione dei procedimenti fin dall'inizio.

prevedendo un'autonoma responsabilità amministrativa propria dell'ente". Secondo questa impostazione, dal D. Lgs. n. 231/2001 sortirebbe "un sottosistema autonomo, entro il complesso di quello che può essere ed è definito dalla dottrina come sistema punitivo, comprendente sia il diritto penale sia il sistema dell'illecito amministrativo".

¹⁴² GIARDA, Un sistema ormai a triplo binario: la giurisdizione penale si amplia, in AAVV., La responsabilità amministrativa degli enti, cit., p. 195.

¹⁴³ PAOLOZZI, Modelli atipici a confronto. Nuovi schemi per l'accertamento della responsabilità degli enti (I), cit., p.108.

7. L'ambiguità della soluzione della natura della responsabilità dell'ente per i reati commessi dall'organico (penale o amministrativa?) ricalca la storia del diritto penale dell'impresa, collocato a metà strada tra il diritto criminale e il diritto amministrativo¹⁴⁴. Questa doppia anima è presente nella disciplina del decreto n. 231 del 2001, e continua a connotare anche le successive politiche criminali finalizzate a rinsaldare la tutela mercato finanziario: un diritto criminale che convive con sempre più estese porzioni di diritto punitivo amministrativo affidato alla competenza dell'autorità di Vigilanza¹⁴⁵.

Di questa tendenza costituisce ennesima riprova la legge n. 62 del 2005, che ha ulteriormente ampliato e ridimensionato il sistema di responsabilità del soggetto metaindividuale, prevedendo, accanto ad una responsabilità da reati dolosi di *market abuse* e di *insider trading* (art. 25 *sexies*), una responsabilità diretta dell'ente per gli illeciti amministrativi di nuovo conio, corrispondenti a tali reati, previsti dagli artt. 187 *bis* e *ter*, di natura dolosa e colposa. Il profilo di novità attiene a quest'ultima tipologia di responsabilità dell'ente dipendente da illecito amministrativo, che impone, in ossequio al principio di specialità, solo ed esclusivamente per gli illeciti amministrativi di *market abuse*, l'onere della predisposizione di modelli di organizzazione con funzione esimente, idonei a prevenire oltre agli illeciti penali, anche illeciti amministrativi di natura sia dolosa che colposa.

Tale forma di responsabilità si differenzia nettamente sia rispetto alla responsabilità solidale dell'ente per le violazioni commesse da un suo rappresentante o dipendente nell'esercizio delle proprie funzioni o incomben-

¹⁴⁴ PALIERO, L'autunno del patriarca, cit., 1247.

¹⁴⁵ DE MAGLIE, Principi generali e criteri di attribuzione della responsabilità, in Dir.pen. e proc., 2001, p. 1348.

ze prevista dall'art. 6 della legge n.681 e dall'art. 195 comma 9 Tuf (non è previsto un obbligo in solido con l'autore dell'illecito, sia rispetto alla responsabilità civile di tipo sussidiario *ex art. 197 c.p.* che richiede l'insolvibilità del condannato).

Si tratta quindi di una responsabilità amministrativa propria e diretta dell'ente discendente dalla commissione di due illeciti amministrativi da parte di determinate persone in presenza di determinate condizioni.

Dunque, il sistema del doppio binario concerne non solo le sanzioni previste a carico della persona fisica autore del reato, ma anche il regime di responsabilità posta a carico dell'ente. Infatti l'art. 187 *quinquies*, intitolato *Responsabilità dell'ente*, prevede che, accanto alla responsabilità per la commissione dei reati di *market abuse*, si aggiungano specifiche sanzioni amministrative di natura pecuniaria irrogate dalla Consob quale autorità competente nel caso in cui le condotte integrino (anche solo a livello di tentativo, secondo la singolare equiparazione compiuta dall'art. 187 *bis*) la corrispondente figura di illecito punitivo amministrativo¹⁴⁶.

Tale duplice regime sanzionatorio ripropone, irrisolte, le medesime difficoltà connesse alla sostanziale assimilabilità, se non coincidenza, delle condotte che integrano l'illecito penale e quello amministrativo, lasciando ancora una volta supporre una scelta a favore del cumulo delle due risposte sanzionatorie, piuttosto che un rapporto di alternatività tra esse¹⁴⁷.

L'art. 187 *quinquies* statuisce che ove una persona fisica avente qualifica formale o fattuale - coincidente alle categorie dei vertici o dei sottoposti a di-

¹⁴⁶ Inoltre, anche in caso di responsabilità da illecito amministrativo è prevista la facoltà di aumento della sanzione fino a dieci volte l'importo del valore del prodotto o profitto conseguito dall'ente, ove sia di rilevante entità.

¹⁴⁷ Sulla distinzione tra illecito penale e illecito amministrativo, Cass. pen., Sez.VI, 16 marzo 2006, Labella, in *Cass. pen.*, 1, 2007, p.56 con nota di MAGRO, *Le Manipolazioni del mercato tra illecito penale e illecito amministrativo*.

reazione o vigilanza, realizzi un illecito amministrativo di abuso di informazioni privilegiate o di manipolazione del mercato, e ciò perseguendo un interesse o un vantaggio della persona giuridica cui è legato, l'ente è responsabile di una somma pari all'importo della sanzione amministrativa irrogata alla persona fisica dall'autorità competente, nei modi e con il procedimento di cui all'art. 187 *septies*.

Gli elementi di originalità risultano evidenti, considerando che la persona giuridica è responsabile del pagamento di una somma di denaro non quantificata giudizialmente nei modi, nei termini neppure con i criteri di cui al decreto n. 231, tanto meno incentrata sul vincolo di solidarietà della persona giuridica nel pagamento della sanzione pecuniaria irrogata all'autore dell'illecito¹⁴⁸. Mancano infatti i caratteri propri della responsabilità amministrativa da illecito propri della legge quadro n. 689 del 1981, quali l'accessorietà, o la sussidiarietà della responsabilità oggettiva presenti nell'art. 197 c.p. Ci si chiede inoltre come si atteggi il rapporto tra questo inedito sottosistema normativo e quei microcosmi sanzionatori extravaganti, in cui ha già trovato riconoscimento una responsabilità diretta dell'ente, come ad esempio nella legislazione antitrust.

L'art. 9 della legge 18 aprile del 2005 ha quindi dato vita ad un peculiare paradigma di colpa di organizzazione collegato in via esclusiva alla commissione degli illeciti amministrativi di competenza della Consob i cui criteri di imputazione oggettiva e soggettiva della responsabilità dell'ente quelli previsti dagli art. 5,6 e 7 del d.lgs. n. 231 del 2001. Tuttavia questo modello di respon-

¹⁴⁸ L'art. 187 *quinquies* che esordisce con la formula "l'ente è responsabile del pagamento" diversamente dall'art. 5 del d.lgs. n.231 del 2001, che dice "l'ente è responsabile per i reati", potrebbero suggerire l'ipotesi che l'ente risponda di una semplice obbligazione pecuniaria pari alla sanzione amministrativa irrogata alla persona fisica autrice dell'illecito amministrativo. Tuttavia l'ipotesi appare fin dall'inizio una forzatura, mancando qualsiasi riferimento all'insolubilità della persona fisica, né ad alcun vincolo di solidarietà; così PAOLOZZI, *Modelli atipici a confronto. Nuovi schemi per l'accertamento della responsabilità degli enti (II)*, in *Dir.pen.e proc.*, 2006, p. 239.

sabilità amministrativa per gli illeciti amministrativi presenta delle peculiarità che si snodano in percorsi del tutto nuovi, ben lontani sia dalle linee tracciate dal decreto n. 231, sia dai tradizionali modelli di responsabilità solidale.

Essendo tutt'altro che agevole distinguere le fattispecie penalmente rilevanti da quelle costituenti un illecito amministrativo, sarà arduo stabilire quando un medesimo fatto costituisca o no reato, e conseguentemente, quale rito debba adottarsi per il relativo procedimento. Infatti, a fronte della notizia di un unico accadimento qualificabile in termini di abuso di informazioni privilegiate o di manipolazione di mercato, possono coesistere a carico dell'ente due procedimenti paralleli, l'uno relativo alla responsabilità amministrativa dipendente da reato, che si svolge, con adattamenti, secondo il modello procedimentale tracciato dal decreto n. 231 del 2001, che segue struttura e regole del processo penale ordinario, l'altro avente ad oggetto l'accertamento della responsabilità amministrativa dell'ente dipendente dagli illeciti di uguale natura, che si svolge secondo tecniche e meccanismi totalmente diversi, mitigati dal rinvio ad alcune norme operanti nel procedimento regolato dal d.lgs. n. 231 del 2001¹⁴⁹. Quest'ultimo procedimento infatti regolato dall'art. 187 *septies* del d.lgs. n. 58 del 1998 costituisce un modello autonomo, dotato di una sua autarchica compiutezza non solo nei principi regolatori ma anche in relazione all'organo cui viene demandato il compito di *ius dicere*. Contraddittorio, conoscenza degli atti istruttori, verbalizzazione distinzione tra funzioni istruttorie e funzioni decisorie sono i capisaldi di questi principi, tuttavia con molti aggiustamenti: il contraddittorio è cartolare, ben lontano dal modello di

¹⁴⁹ In senso critico BARTOLOMUCCI, *Market Abuse e le responsabilità amministrative degli emittenti*, in *Le Soc.*, 2005, p. 919; BRUNO – DI PRISCO, *Market abuse directive e ruolo della Consob: della manipolazione del mercato e della tutela della attività di vigilanza della Consob*, in *Corr. Giur.*, 2008, p.452; COLONNA- BARTOLOTTI, *Il recepimento della direttiva Market abuse e l'adeguamento dei modelli organizzativi per la prevenzione del reato*, in *Rivista 231*, 2006, p.43.

formazione della prova adottato dal processo penale, la separazione tra funzioni istruttorie e decisorie appare solo formale essendo entrambe svolta da soggetti appartenenti al medesimo organo. E' evidente l'abbassamento del livello di garanzie difensive rispetto alla parallela responsabilità derivante da reato, ma le divergenze sono giustificabili trattandosi di procedimento di natura amministrativa, in cui la pretesa punitiva è esercitata dalla Consob in luogo del p.m.

Il procedimento amministrativo e quello penale instaurato per i reati, compreso il *simultaneus processus* a carico dell'ente per l'illecito amministrativo dipendente dai medesimi reati, quand'anche coesistano, devono svilupparsi su piani paralleli, malgrado siano molteplici di punti di interferenza tra loro, sia sul piano del coordinamento informativo tra organo inquirente e autorità di vigilanza, mentre gli atti di accertamento compiuti dalla Consob hanno una valenza circoscritta al procedimento amministrativo, sui rapporti tra giurisdizioni¹⁵⁰.

Alle critiche mosse a questo sistema, che rimarcavano il carattere ingiustamente moltiplicativo della sanzioni (responsabilità per illecito da reato ex d.lgs. n. 231, responsabilità da illecito amministrativo ex d.lgs. *quinquies* Tuf e responsabilità solidale ex art. 6 della l. 689/1981), ha risposto la giurisprudenza con alcune pronunce giurisprudenziali¹⁵¹. Per quanto riguarda il rapporto tra l'art. 187 *quinquies* Tuf e l'art. 6 della l.689/1981 si è esclusa la sussistenza di un rapporto di specialità o di assorbimento tra le medesime disposizioni: mentre la prima concreta un'ipotesi di responsabilità amministrativa della persona

¹⁵⁰ PAOLOZZI, Modelli atipici a confronto. Nuovi schemi per l'accertamento della responsabilità degli enti (II), cit., p. 244; FIDELBO, Le attribuzioni del giudice penale e la partecipazione dell'ente al processo, in AA. VV., Reati e responsabilità degli enti. Guida al d.lgs. n.8 giugno 2001, n. 231, a cura di Lattanzi, Milano, 2005, p. 396.

¹⁵¹ Corte di App. Torino, 23 gennaio 2008; Cass., S.U., 30 settembre 2009, n. 20937, in Riv.Giur.Trib., 2010, p.307.

giuridica per fatto proprio e dunque sulla base di un criterio di imputazione soggettiva direttamente ascrivibile alla colpevolezza dell'ente (ovvero la colpa di organizzazione) la seconda prefigura un'ipotesi di responsabilità solidale per fatto altrui, individuabile nella violazione commessa dal rappresentante o dipendente nell'ambito dell'esercizio delle sue funzioni o incombenze. Solo nel primo caso la connessione funzionale dell'illecito amministrativo con l'esercizio delle competenze interne della persona giuridica è tale da fondare un giudizio di responsabilità colposa direttamente ascrivibile all'ente, laddove tale connessione ai fini dell'illecito amministrativo ex l. n. 681 integra solo un vincolo di solidarietà nel pagamento della sanzione amministrativa pecuniaria dovuta dalla persona fisica; più precisamente, nell'ambito della legge 681, l'ente è accollato solo di una responsabilità per il pagamento della sanzione pecuniaria, come ipotesi di addebito "senza responsabilità" per un fatto proprio, essendo il meccanismo di solidarietà finalizzato solo a rafforzare il credito dello Stato al pagamento della sanzione pecuniaria, salvo l'esercizio del diritto di regresso secondo i principi generali.

Si ritiene pertanto che, con riguardi al rapporto tra art. 187 *quinquies* Tuf e art. 6 l.689/1981 non vi sia nessuna duplicazione di titoli di responsabilità per il medesimo fatto.

Diversamente, per quanto riguarda il rapporto tra l'art. 187 *quinquies* Tuf e l'art. 25 *sexsies* del d.lgs. 231/2001, si manifesta in modo coerente la scelta di strutturare nella materia degli abusi di mercato i rapporti tra illecito amministrativo e illecito penale non in termini di alternatività o specialità, così come si sono tradizionalmente concepiti, ma in termini di cumulabilità: la responsabilità degli enti, così come delineata dal d.lgs. n. 231, ancorchè definita "amministrativa" ricalca appieno tutti i connotati di una vera e propria responsabilità penale, e non solo perché l'illecito presupposto è costituito da un

reato, ma anche perché è accertata dal giudice penale all'esito di un procedimento e in applicazione di tutti gli istituti tipici del sistema sanzione penale (assunzione della qualifica di imputato, sottoponibilità a misure cautelari, possibilità di accedere a riti alternativi configurabilità del tentativo e della recidiva).

Maria Beatrice Magro

*Associato di diritto penale nell'Università
degli Studi Guglielmo Marconi di Roma*