



Tesi di Laurea in
Diritto penale dell'economia

***La manipolazione di mercato.
High Frequency Trading e
manipolazione del benchmark come
forme di commissione del reato***

Relatore:
Chiar.mo
Prof. Roberto Rampioni

Laureando:
Andrea Caciolo
matricola: 0217962

Anno Accademico 2018/2019

Indice

Premessa	4
----------	---

Capitolo I

1. Introduzione: il contesto del mercato mobiliare	
1.1. Organizzazione	6
1.2. Gli interessi tutelati	9
1.3. La disciplina dei mercati e la criminalità economica	13
2. Disciplina penalistica del <i>market abuse</i> e fonti normative	
2.1. Il T.U.F. e la riforma del <i>D.lgs. 107/2018</i>	16
2.2. MAR e MAD: la disciplina sovranazionale	20
2.3. L'art. 183 T.U.F.	23

Capitolo II

1. Il reato di manipolazione di mercato art. 185 T.U.F.	25
2. I soggetti attivi	28
3. Il fatto	
3.1. La manipolazione informativa	31
3.2. La manipolazione operativa	35
4. La <i>price sensitivity</i>	39
5. L'elemento soggettivo	41
6. Momento e <i>locus</i> consumativi	43
7. L'ipotesi contravvenzionale	45
8. Le pratiche di mercato ammesse	46
9. Il trattamento sanzionatorio	48

Capitolo III

1. Profili di illiceità amministrativa	
1.1. L'illecito amministrativo ex art. 187 <i>ter</i> T.U.F.	53
1.2. Il doppio binario sanzionatorio e le criticità in tema di <i>ne bis in idem</i>	58
1.3. La responsabilità della persona giuridica	64
2. Funzioni di controllo e procedure sanzionatorie:	67

il ruolo di Esma e Consob

Capitolo IV

1. Le forme di manipolazione di più grave portata	73
2. <i>High Frequency Trading</i>	
2.1. Definizione e caratteristiche	74
2.2. Operatività dell'HFT	78
2.3. Impatti positivi e negativi del fenomeno	79
2.4. Manipolazione a mezzo HFT	83
2.5. Regolamentazione	92
2.6. Il caso <i>Aleynikov</i> ed altri episodi più recenti	95
3. Manipolazione dei <i>benchmarks</i>	
3.1. Nozione di <i>benchmark</i>	96
3.2. Attività manipolatorie e portata lesiva	97
3.3. Forme di tutela ed interventi regolatori	99
3.4. Gli scandali LIBOR ed EURIBOR	104
Conclusioni	108
Bibliografia	111
Sitografia	115
Indice delle fonti normative	117

Premessa

La storia recente ha messo in luce come il contesto dei mercati finanziari sia divenuto ambiente di operatività prediletto per la c.d. criminalità economica, la quale, forte della finanziarizzazione della ricchezza e del continuo progresso tecnologico imperante al giorno d'oggi, ha sviluppato tecniche sempre più complesse volte in senso lato ad 'abusare' dei mercati nel perseguimento di finalità di profitto individuale o di lesione di specifici interessi altrui.

Nelle pagine che seguono si procederà ad inquadrare l'illecito di manipolazione di mercato, ritenuto il più dannoso tra i cc.dd. *market abuses* e, di conseguenza, quello assistito dalle sanzioni di misura più grave, tanto sotto il profilo normativo, quanto da un punto di vista più pratico e applicativo, delineandone le modalità di effettiva realizzazione e la relativa portata lesiva, senza mai mancare di analizzare esempi reali che hanno dato luogo ad episodi di scandali finanziari, dimostrando la tangibile diffusività afflittiva di tali condotte e la loro quantificazione in termini economici.

Il **Capitolo primo** è dedicato ad una contestualizzazione introduttiva del panorama dei mercati finanziari e relativa regolamentazione al livello interno e sovranazionale.

Verranno di seguito analizzate sommariamente le condotte criminose afferenti a tale contesto, e che rientrano nella categoria degli *abusi di mercato*, con particolare attenzione rivolta all'apparato normativo, in continua evoluzione, posto dal Legislatore a protezione dei mercati, e che prende le mosse dagli specifici obblighi di tutela penale e amministrativa stabiliti dall'Unione Europea in particolare con il *Market Abuse Regulation* e la *Market Abuse Directive II*, fonti queste che dovrebbero assicurare un quadro unitario di *enforcement* e aggiornamento nel contrasto ad una criminalità economica in grado di mettere in serio pericolo la stabilità dei mercati e, di conseguenza, degli Stati.

Come chiarito, è proprio sull'illecito di manipolazione del mercato che questo *paper* è incentrato; in particolare al **Capitolo secondo** verranno primariamente approfonditi gli aspetti di rilevanza strettamente penalistica delle condotte manipolative delineate dal Testo Unico sugli intermediari Finanziari, come configurati all'indomani del recente intervento di riforma del Decreto Legislativo n. 107/2018. Non mancheranno sul punto rilievi critici relativi alla complessiva efficienza dell'assetto normativo in vigore.

Nel **Capitolo terzo** troverà spazio l'analisi delle corrispondenti condotte manipolative di rilevanza amministrativa e del sistema sanzionatorio a doppio binario che continua a caratterizzare l'assetto prescrittivo interno, nonostante le numerose criticità che ciò comporta in termini di violazione del principio del *ne bis in idem*, tema che continua ad occupare le magistrature superiori italiane ed europee. A completare il quadro normativo, oggetto di discussione sarà anche il ruolo delle Autorità di vigilanza, sempre più predominante, anche nell'ambito del procedimento penale.

Una volta analizzato l'apparato sanzionatorio, la trattazione del **Capitolo quarto** si focalizzerà proprio su quelle che vengono definite le due forme di manipolazione del mercato dagli effetti più gravi e dall'impatto economico più ingente: la manipolazione a mezzo *High Frequency Trading* e la manipolazione dei *Benchmarks*.

Il paragrafo 2 del Capitolo quarto verterà sull'analisi tecnico-operativa del *trading* ad alta frequenza, modalità 'ultra-algoritmica' di esecuzione di scambi, basata sull'utilizzo di complesse strutture di avanguardia tecnologica che permettono di effettuare attività di *trading* in modo completamente automatizzato ed a velocità estrema. Verranno messe in luce le ampie potenzialità manipolative dell'*High frequency trading* menzionando alcune delle modalità tecniche di realizzazione del fatto tipico e, dal punto di vista normativo, quali siano i rimedi posti a tutela di simili fatti e quale la corretta interpretazione delle norme (in sé ancora carenti) per garantire l'efficacia dei precetti penali.

Da ultimo, al Paragrafo 3 l'esame si sposterà sui fenomeni di manipolazione dei *Benchmarks*, gli indici di riferimento utilizzati per confrontare le *performance* di un prodotto o strumento finanziario rispetto all'andamento del mercato, soffermandosi sulle modalità alterative tecniche e sulla diffusività delle conseguenze pregiudizievoli, a fronte di una normazione ancora insufficiente per delimitare e prevenire tali fatti.

L'esposizione di casi pratici relativi ad entrambi i fenomeni descritti contribuirà a rendere l'idea della portata degli stessi e dell'ampio spettro delle conseguenze lesive prodotte, per comprovare l'estrema sensibilità e criticità degli episodi di manipolazione del mercato, apprezzabile non solo al livello macroeconomico, ma anche nella vita quotidiana di tutti i consociati.

Capitolo I

1. Introduzione: il contesto del mercato mobiliare

1.1. Organizzazione

Il mercato finanziario è considerato il luogo ideale in cui si incontrano la domanda di liquidità di soggetti c.d. 'in disavanzo finanziario', soggetti *lato sensu* imprenditori, che necessitano di risorse per l'esercizio e l'espansione delle proprie attività commerciali, e l'offerta di soggetti c.d. 'in avanzo finanziario', solitamente, ma non necessariamente, risparmiatori, i quali hanno a disposizione capitali liquidi ed hanno interesse affinché tali somme divengano il più possibile fruttifere.

Oggetto delle compravendite nel mercato sono gli strumenti finanziari di varia natura, emessi dai primi per l'acquisto contro moneta da parte dei secondi. Tale scambio permette all'emittente di ripartire proporzionalmente il rischio d'impresa sugli acquirenti, i quali vedranno compensata l'esposizione a tale rischio con l'ottenimento di un interesse, la cui misura dipenderà dall'andamento dell'attività economica cui lo strumento fa riferimento.

Una marcata componente di rischio connaturato caratterizza quindi gli scambi sul mercato, la quale comporta una generale inalienabile aleatorietà delle negoziazioni. Il rischio è consapevolmente corso dagli investitori in ragione di (ed in relazione proporzionale a) prospettive di realizzo e profitto dell'investimento.

Gli strumenti finanziari di nuova emissione vengono collocati tra il pubblico sul c.d. 'mercato primario'; la quotazione delle azioni implica la sottoposizione dell'ente ai controlli delle Autorità di vigilanza e ad una disciplina rafforzata sul piano della gestione e della trasparenza; la collocazione coinvolge l'ente emittente, gli intermediari finanziari e, da ultimo, gli investitori. Una volta collocati, tali strumenti circolano sul c.d. 'mercato secondario' in cui vengono scambiati tra intermediari e investitori. La disponibilità all'acquisto dei titoli di nuova emissione presuppone che essi possano in ogni momento essere rivenduti; da questa premessa muove la constatazione del fatto che "seppure non apporta direttamente denaro alle imprese, l'ampiezza e l'efficienza del mercato

secondario si pongono come un presupposto per l'efficiente funzionamento del mercato primario".¹

Nella nozione di strumenti finanziari (oggetto di continui interventi normativi che ne ampliano il contenuto) rientrano i valori mobiliari in senso stretto (azioni, obbligazioni o altri titoli di debito, e di relativi certificati di deposito; qualsiasi altro titolo negoziato che permette di acquisire o vendere valori mobiliari, gli strumenti del mercato monetario (es. buoni del tesoro), le quote di Organismi di investimento collettivo del risparmio, Oicr (fondi comuni di investimento o Società di investimento a capitale variabile), e i c.d. strumenti finanziari derivati (contratti connessi a valori mobiliari o merci negoziate su un mercato regolamentato; ad es. *warrants, futures, swaps* etc.).

L'impianto normativo di riferimento è rappresentato dal *D.lgs. «Draghi»*, del 24 febbraio 1998, n. 58, e successive modificazioni, denominato «Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria» o T.U.F.

La materia, sulla base della stessa partizione operata nel T.U.F., si suddivide in tre settori, corrispondenti alle parti II, III e IV (laddove invece la parte I contiene norme generali comuni, mentre la V è dedicata all'apparato sanzionatorio).

Il primo settore è relativo agli intermediari (Società di intermediazione mobiliare, Sim, o Società di gestione del risparmio, Sgr); il secondo si riferisce ai mercati regolamentati ed alle relative società di gestione (principalmente Borsa Italiana s.p.a.); il terzo settore riguarda infine i soggetti emittenti.²

Originariamente il mercato regolamentato di strumenti finanziari si caratterizzava come "un'istituzione di diritto pubblico, che, in regime di monopolio, svolgeva un servizio gestito, disciplinato e vigilato da un'Autorità pubblica, cui era affidata l'ammissione d'ufficio dei titoli alla quotazione, l'emanazione dei regolamenti di borsa, la redazione dei calendari di contrattazione ed in generale la fissazione dei requisiti di funzionamento".³

A seguito di una serie di interventi eurounitari l'impostazione dirigistica è stata sostituita da un assetto privatistico, già caratteristico dei paesi anglosassoni.

¹ SEMINARA, *Diritto penale commerciale*, vol.3, Giappichelli, 2018, p. 2.

² PLANTAMURA, in *Corso di diritto penale dell'impresa*, a cura di MANNA, CEDAM, 2018, pp. 928 ss.

³ SEMINARA, *op. cit.*, p. 3.

A partire dalla Direttiva 2004/39/CE, c.d. MiFID, è stata abbandonata la tradizionale visione dei mercati regolamentati come la sede naturale degli scambi, accogliendo, anche come conseguenza dello sviluppo tecnologico, una visione pluralistica che riconosce circuiti di contrattazione concorrenziali ai mercati istituzionali, che oggi costituiscono solo una tra le possibili sedi di esecuzione degli ordini.

All' art. 1 comma 1 lett. *w ter)* T.U.F. il mercato regolamentato è definito come un «sistema multilaterale amministrato e/o gestito da un gestore del mercato, che consente o facilita l'incontro, al suo interno e in base alle sue regole non discrezionali, di interessi multipli di acquisto e di vendita di terzi relativi a strumenti finanziari, in modo da dare luogo a contratti relativi a strumenti finanziari ammessi alla negoziazione conformemente alle sue regole e/o ai suoi sistemi, e che è autorizzato e funziona regolarmente [...]».

In tale mercato, soggetto all'autorizzazione della Consob, si svolge la procedura di ammissione alla quotazione ufficiale di borsa con conseguente attribuzione all'emittente della qualifica di 'società quotata', che a sua volta rappresenta il presupposto delle discipline previste nel codice civile, nel T.U.F e nel Regolamento Mercati emanato dalla Consob. L'attività di organizzazione e gestione di mercati regolamentati di strumenti finanziari, in base all'art. 64 T.U.F, «è esercitata da società per azioni anche senza scopo di lucro (gestore del mercato regolamentato)».

A tali società di gestione sono affidati i compiti organizzativi, disciplinari e informativi prima esercitati dalla Autorità pubblica di vigilanza, che ora ricopre un ruolo di controllo, che si esplica innanzitutto attraverso l'enunciazione dei criteri generali di disciplina dei regolamenti dei mercati e l'autorizzazione al loro esercizio previa iscrizione in un elenco; nonché mediante una vigilanza sulle società di gestione e sul funzionamento dei mercati, con facoltà di intervento anche in via sostitutiva (artt. 62 ss. T.U.F.).

Sedi di negoziazione di strumenti finanziari, alternative e concorrenti ai mercati regolamentati (quindi a questi equiparate per effetto dell'art. 63 T.U.F.), sono i Sistemi Multilaterali di Negoziazione (*Multilateral Trading Facility*, MTF) e i Sistemi Organizzati di Negoziazione (*Organized Trading Facility*, OTF) sottoposti alla previa autorizzazione ed alla vigilanza della Consob.

Al di fuori delle summenzionate sedi opera il c.d. 'internalizzatore sistematico' ossia «l'impresa di investimento che in modo organizzato, frequente, sistematico e sostanziale negozia per conto proprio eseguendo gli ordini dei clienti al di fuori di un mercato regolamentato, di un sistema multilaterale di negoziazione o sistema organizzato di negoziazione [...]» (art. 1, c. 5 *ter*, T.U.F.).

Per quanto riguarda invece quelli che vengono definiti 'servizi di investimento', questi possono consistere in una attività di gestione individuale o collettiva da parte di un soggetto intermediario. Nel primo caso questo soggetto realizza un servizio personalizzato di gestione patrimoniale nei confronti del cliente, adempiendo alle direttive operative da questi eventualmente impartite. Tale servizio può essere esercitato solo da banche o imprese di investimento (società di intermediazione mobiliare, Sim).

La gestione collettiva rappresenta invece uno strumento di raccolta e gestione di grandi capitali (c.d. risparmio gestito), nel quale ai singoli investitori, che acquistano quote o azioni di un Oicr, non è riconosciuto alcun potere di direzione sulle scelte operative adottate dal gestore. In base all'art. 32 *ter* T.U.F. l'esercizio in via professionale del servizio di gestione collettiva del risparmio è riservato alle Società di gestione del risparmio (Sgr), alle Società di investimento a capitale variabile o fisso (Sicav o Sicaf), alle società di gestione UE che gestiscono Organismi di Investimento Collettivo in Valori Mobiliari (OICVM) italiani, ai Gestori di fondi di investimento alternativi (GEFIA) europei o non UE che gestiscono un Fondo di Investimento Alternativo italiano.

1.2. Gli interessi tutelati

Secondo la dottrina economica classica, elaborata da Adam Smith, il mercato sarebbe una entità in grado di autoregolamentarsi, individuando e correggendo eventuali disfunzioni interne senza il necessario intervento di soggetti istituzionali. Tuttavia, la effettività pratica di tale visione è stata confutata sulla base di plurimi episodi che, nella storia recente, hanno visto quantomai necessario un intervento istituzionale di tipo normativo, regolamentare e sanzionatorio, volto ad evitare distorsioni pregiudizievoli del sistema.

Alla necessità di un intervento regolatore da parte degli Stati si contrappone quindi l'esigenza del mercato di non subire ingerenze istituzionali eccessive, in grado di comprometterne il regolare funzionamento. In una economia capitalistica

quale quella globale attuale, l'efficienza ed il corretto funzionamento del mercato mobiliare rappresentano il presupposto di un'economia competitiva; l'afflusso di ingenti capitali a favore delle imprese attraverso i canali di finanziamento si riflette nell'incremento di valore delle azioni che genera, quindi, profitto per gli investitori, con conseguenze positive per l'economia collettiva, in termini di occupazione, di equilibrio nella bilancia dei pagamenti e, in definitiva, di benessere e progresso a livello macroeconomico, del cd. Sistema-Paese.⁴

“Il mercato finanziario non costituisce, dunque, il frutto di una creazione legislativa che esaurisce in sé stesso le ragioni della sua esistenza, presentandosi al contrario come una struttura indispensabile ad ogni sistema economico evoluto”.⁵

La Costituzione Italiana all'art. 47 sancisce che «La Repubblica incoraggia e tutela il risparmio in tutte le sue forme [...]» mentre l'art. 117 c. 2 lett. e) attribuisce allo Stato potestà legislativa esclusiva in materia di tutela del risparmio e mercati finanziari.

Il risparmio può essere quindi inteso sia come interesse individuale del singolo, sia come bene collettivo, e la sua tutela rappresenta un valore costituzionale dello Stato.

Tale tutela va assicurata “in ogni sua forma” attribuendo pari dignità ad ogni modalità di accantonamento di porzioni di reddito non immediatamente destinate al consumo.

Nel contesto del mercato finanziario è considerato risparmiatore colui che “acquista un prodotto finanziario, sottoscrivendo un contratto avente ad oggetto la situazione giuridica che forma il contenuto del contratto stesso, non invece la realtà fisica del prodotto acquistato”; tali contratti sono caratterizzati generalmente da breve durata, precarietà e da una aspettativa di profitto proporzionale al livello di rischio assunto.⁶

La tutela del risparmio ha vissuto un percorso evolutivo che ha condotto al passaggio da una disciplina normativa incentrata principalmente sulla protezione della stabilità del sistema bancario, centro di accumulazione di ricchezze poi

⁴ ZANNOTTI, *Il nuovo diritto penale dell'economia*, Giuffrè, 2008, pp. 355 ss.

⁵ SEMINARA, *op. cit.*, Giappichelli, 2018, p. 8.

⁶ LONGARI, in *Diritto penale dell'economia*, a cura di RAMPIONI, II ed., Giappichelli, 2017, pp. 165 ss.

gestite in maniera conservativa, ad una tutela del pubblico risparmio, la cui attuazione si sovrappone al perseguimento di una migliore efficienza del mercato.⁷

Lo scenario macroeconomico attuale è caratterizzato dall'incessante espansione degli strumenti tecnologici e delle tipologie di strumenti finanziari quotati nei mercati regolamentati, di cui si servono non soltanto le imprese, ma persino gli Stati sovrani e gli enti locali o sovranazionali, per rifinanziare il proprio debito o per attuare le proprie politiche economiche.⁸

Questa esigenza di una nuova sensibilità è stata rilevata anche in sede sovranazionale, come chiarito nel primo considerando della Direttiva 2014/57/UE del Parlamento Europeo e del Consiglio, del 16 aprile 2014 (MAD II) la quale reca: «Il regolare funzionamento dei mercati mobiliari e la fiducia del pubblico nei mercati costituiscono fattori essenziali di crescita e di benessere economico».

Appare quindi chiaro come la nozione attuale di 'risparmio' necessiti di una "lettura costituzionalmente orientata ed in particolar modo adeguata al mutato contesto economico-sociale, per giungere alla conclusione che lo Stato promuove e difende ogni forma di risparmio, sia quella c.d. statica, la cui finalità è di conservare il patrimonio, sia quella c.d. dinamica, protesa allo sviluppo ed all'investimento".⁹

Dalla tutela del risparmio emerge l'interesse ad "una ottimale allocazione delle risorse economiche e alla trasparenza e correttezza dell'attività di quanti si rivolgono al risparmio collettivo o si offrono di gestirlo, in una generale prospettiva di tutela del patrimonio degli investitori".¹⁰

Tenuta necessariamente in considerazione la imprescindibile componente di rischio c.d. accettabile che connota gli investimenti finanziari, oggetto precipuo della tutela adoperata dall'ordinamento deve consistere nella individuazione e soppressione delle componenti di c.d. 'rischio anomalo' rappresentato da abusi, i cui effetti pregiudizievoli non si producono solo nei confronti dei singoli investitori coinvolti, riflettendosi bensì sull'intero sistema economico, destabilizzando il rapporto di fiducia che intercorre tra il mercato e la generalità degli operatori.

⁷ RAMPIONI, *ibidem*.

⁸ AMBROSETTI-MEZZETTI-RONCO, *Diritto penale dell'impresa*, II ed., Zanichelli, 2009, p. 207 ss.

⁹ RAMPIONI, *ibidem*.

¹⁰ ALESSANDRI, *Reati in materia economica*, in *Trattato teorico-pratico di diritto penale* a cura di CATENACCI, Giappichelli, 2012, pp. 67 ss.

“I comportamenti ‘disinvolti’ di pochi soggetti spregiudicati, quando hanno ad oggetto società quotate, possono infatti produrre danni di rilevante impatto sociale anche su migliaia di persone e generare un pericoloso “effetto domino” in termini di crisi di fiducia. Tutto ciò, difatti, può determinare la successiva caduta dei corsi azionari, con conseguenti ulteriori danni.”¹¹

Come si vedrà accuratamente al Capitolo 2, la tutela prevista dalla Costituzione non può prescindere dalla protezione dei meccanismi di formazione dei prezzi (rilevante ai sensi dell’art. 185 T.U.F.), poiché solo assicurando il corretto funzionamento di tali meccanismi, i risparmiatori saranno posti in condizione di allocare liberamente la loro quota di risparmio, nella certezza che il prezzo di tali strumenti sarà variabile solo in conseguenza di regole naturali di mercato, e non ad opera di attività fraudolente o artificiose.¹²

Per quanto infine attiene al secondo interesse menzionato dall’art. 47 Cost. e concomitante alla ‘tutela’, critiche possono essere mosse, basandosi su riscontri oggettivi, all’efficiente adempimento da parte dell’ordinamento, dell’obiettivo di ‘incoraggiamento’ al risparmio nelle forme dell’investimento finanziario.

Dati recenti illustrano come in Italia, famiglie ed imprese risultino disincentivate ad operare forme di risparmio ‘dinamico’, preferendo optare per una effettiva immobilizzazione delle risorse liquide in depositi bancari (per un valore pari a circa 1371 miliardi di euro) che, complice la crisi globale, hanno sostanzialmente visto azzerati i tassi di interesse annuali medi, annullando la redditività dei suddetti ingenti capitali. Tale disincentivo agli investimenti è determinato da generalizzati timori di recessione economica, deterioramento della situazione occupazionale e aumento dell’imposizione fiscale.¹³

Risulta evidente, quindi, come l’obiettivo costituzionale di incoraggiamento al risparmio dinamico risulti attualmente, concretamente disatteso.

¹¹ AMBROSETTI-MEZZETTI-RONCO, *ibidem*.

¹² ZANNOTTI, *op. cit.*, p. 432.

¹³ Fonte: Dataroom, Corriere Della Sera, 17/02/2019, <https://www.corriere.it/dataroom-milena-gabanelli/risparmio-investimento-conticorrenti-depositi-banche-paura-italiani-1371-miliardi/d642ebe0-313a-11e9-a4dd-63e8165b4075-va.shtml>

1.3. La disciplina dei mercati e la criminalità economica

L'art. 47 Cost. rappresenta, come chiarito, il fondamento costituzionale legittimante l'intervento normativo, anche penale, che compone la disciplina del mercato.

Disciplina che si incentra soprattutto sulla tutela della corretta e, per quanto possibile, completa informazione al mercato, in un contesto di connaturata asimmetria informativa, e che consente al consumatore-investitore di ottenere un quadro conoscitivo chiaro e veritiero, tale da permettergli di adottare scelte operative di carattere patrimoniale che siano il più possibile consapevoli.¹⁴ Soltanto intervenendo in questa direzione è infatti possibile proteggere e rafforzare la fiducia degli investitori sulla correttezza dei meccanismi di formazione dei prezzi degli strumenti finanziari e sulla trasparenza dell'operato degli emittenti e degli intermediari.¹⁵

La progressiva smaterializzazione della ricchezza e la sempre maggiore importanza del mercato finanziario nell'economia mondiale, unitamente al diffuso riconoscimento della sua incapacità di autoregolamentazione, hanno indotto il legislatore italiano, sollecitato dal legislatore eurounitario, ad adottare ripetuti e diversificati interventi normativi diretti a regolarne il funzionamento e sanzionarne gli abusi.

In tale contesto emerge nettamente l'importanza del ruolo delle Autorità pubbliche di vigilanza, nella specie la Commissione Nazionale per le Società e la Borsa e la Banca d'Italia, che presidiano, in base al riparto di competenze loro attribuite, sui mercati e sui soggetti che vi operano, svolgendo le proprie funzioni in condizione di fondamentale autonomia ed indipendenza dagli altri organi dello Stato.

L'art. 5 del T.U.F. al primo comma enuncia quelli che sono gli obiettivi perseguiti dalle autorità di vigilanza: la salvaguardia della fiducia nel sistema finanziario; la tutela degli investitori; la stabilità e il buon funzionamento del sistema finanziario; la competitività del sistema finanziario; l'osservanza delle disposizioni in materia finanziaria.

¹⁴ ALESSANDRI, *ibidem*.

¹⁵ SEMINARA, *op. cit.*, p. 11.

Il riparto di competenze tra le due *Authorities* è contenuto negli articoli da 5 a 7 *decies* del T.U.F. sulla base di una distinzione non per soggetti sottoposti a vigilanza, ma per materie di intervento.

Le competenze di Banca d'Italia si concentrano sulla stabilità patrimoniale, il contenimento del rischio e la sana e prudente gestione da parte dei soggetti intermediari, mentre, per quanto attiene alla vigilanza generale sul mercato, vi è una riserva di competenza esclusiva a favore di Bankitalia relativamente al mercato all'ingrosso dei Titoli di Stato, nonché su ogni questione attinente agli istituti bancari che ricoprono la veste di soggetti intermediari o emittenti.¹⁶

Alla Consob sono invece attribuite tutte le funzioni di vigilanza sui mercati e sulle relative società di gestione, nonché sui soggetti emittenti che non siano banche, e, più in generale, la competenza per quanto riguarda la trasparenza e la correttezza dei comportamenti degli operatori.

Le differenze tra le funzioni svolte dalle due Autorità divengono incisive sul piano dei poteri informativi e di indagine, ispettivi, di intervento e sanzionatori. Senza soffermarsi sulle specifiche differenze, l'aspetto più rilevante ai fini della presente trattazione è rappresentato dalle peculiarità dei poteri di inchiesta e dei poteri 'paragiudiziali' di accertamento degli illeciti e di irrogazione delle sanzioni, attribuiti alla Consob nell'ambito della repressione dei fenomeni di *market abuse*.

Appare chiaro sulla base delle caratteristiche strutturali della materia finanziaria, come i mercati siano storicamente uno dei contesti prediletti di operatività della c.d. *criminalité d'affaires*, quella particolare categoria criminale, tratteggiata per la prima volta dal sociologo Edwin Sutherland nel 1939, endogena alla classe dirigente, alle élite economiche e finanziarie.

Il c.d. *white collar crime* è il crimine non violento, perpetrato mediante frode o abuso di poteri, "commesso da persone che godono di rispettabilità e di elevata condizione sociale nel corso della loro attività"¹⁷; soggetti altamente specializzati e competenti nel loro ambito professionale, e che quindi esulano dalle categorizzazioni socio-criminologiche classiche.

Il carattere particolarmente latente, tecnico, e 'di nicchia' che caratterizza queste tipologie di reati non conduce però ad un *quid minor* nell'impatto offensivo prodotto; al contrario, eventi 'storici' recenti e di rilevanza globale, dal caso ENRON

¹⁶ MANNA, *op. cit.*, p. 931.

¹⁷ E. H. SUTHERLAND, *White collar crime*, Yale University Press, 1983.

alla crisi dei mutui *subprime*, dallo scandalo LIBOR ai *Panama Papers*, hanno messo in luce anche agli occhi degli 'spettatori' non tecnici, l'entità pressoché catastrofica, in termini di proporzioni quantitative (relativamente al danno diretto prodotto) e geopolitiche (guardando alle conseguenze successive), che determinate condotte, umane prima ancora che illecite, possono assumere, quando attinenti al mondo dei mercati finanziari.

Diversamente da quanto avviene in altre materie, infatti, con riferimento all'ambito della criminalità economica, l'opinione comune è conforme nel riconoscere l'opportunità di sanzionare penalmente condotte le cui conseguenze "tendenzialmente sono destinate a non essere risarcite o rimborsate"¹⁸ ma subite dalla totalità dei consociati.

Al fine di perseguire nella maniera più efficiente le varie forme di aggressione ad interessi particolarmente sensibili sul piano socio-economico, la materia finanziaria, caratterizzata da una costante evoluzione, necessita di un quadro regolatorio e sanzionatorio specifico, in grado di adattarsi alle sempre diverse esigenze di tutela effettiva. Tale specificità della disciplina dev'essere necessariamente raggiunta "basandosi tanto sulle molteplici modalità di aggressione nei confronti dei mercati finanziari e delle società quotate, quanto sulle potenzialmente rilevanti conseguenze in termini di offesa, data la diffusività e l'interdipendenza del fenomeno nei mercati regolamentati".¹⁹

2. Disciplina penalistica del *market abuse* e fonti normative

2.1. Il T.U.F. e la riforma del *D.lgs. 107/2018*

Come precedentemente introdotto, la disciplina di riferimento relativa agli abusi di mercato è contenuta nel T.U.F.

Appare qui necessaria una premessa sulla corretta individuazione delle fattispecie costituenti abuso.

¹⁸ ZANNOTTI, *op. cit.*, p. 6.

¹⁹ AMBROSETTI-MEZZETTI-RONCO, *op. cit.*, p. 207.

“L’abuso rappresenta, in certa misura, la ‘corruzione’ dell’uso mediante il suo esercizio improprio; in altre parole, si può parlare di abuso fintanto che sia ravvisabile un ‘uso’ propriamente inteso, ossia legittimato dall’ordinamento.”²⁰

Una prima distinzione va tenuta salda tra i concetti di “abuso” e “abusivismo”; tale seconda categoria non rientra infatti nella nozione di *market abuse*, stando ad indicare quella particolare fattispecie (in materia finanziaria incriminata all’art.166 T.U.F.), nella quale si rinvencono comportamenti assai eterogenei, in cui la carenza (o il diniego) dell’autorizzazione è egata a volte alla vendita del prodotto o di altri tipi di servizi, altre volte ad ipotesi prossime alla truffa, consistente nell’abuso di denominazione.

In questi casi, l’obiettivo dell’intervento sanzionatorio non è dato tanto dalla volontà di punire l’esercizio oltre misura dell’uso di un potere legittimo, bensì dalla necessità di tutelare una generale riserva di attività, in modo tale da far sì che ogni soggetto operante nel mercato debba rientrare in una delle figure professionali disciplinate dalla legge e, per potere accedere all’esercizio delle varie professioni in questo ambito, debba rispettare predeterminati *standards* e requisiti, considerata la particolare delicatezza degli interessi in gioco.²¹

Le condotte di abuso nel mercato economico-finanziario sono rappresentate dai reati previsti dagli artt. 184 e 185 T.U.F. e dai corrispondenti illeciti amministrativi artt. 187 *bis* e *ter*: l’abuso di informazioni privilegiate e la manipolazione di mercato.

Tali norme tutelano in modo diretto, e non soltanto mediato, il bene c.d. intermedio in gioco nell’ambito dell’intero T.U.F., che è rappresentato proprio dai mercati finanziari, e dal loro corretto funzionamento, assolutamente necessario per garantire la fiducia degli investitori nei mercati stessi.

Per quanto invece riguarda la corretta individuazione del bene giuridico ‘finale’ oggetto di tutela penale, opinioni diversificate si sono riscontrate in dottrina.

Seguendo una analisi delle fattispecie finanziarie ancorata ai criteri penalistici classici e caratterizzata da un forte ‘personalismo’ e oggettivismo nella

²⁰ CASTALDO, *L’abuso penalmente rilevante nel mercato economico-finanziario e nella pubblica amministrazione*, in Rivista trimestrale di diritto penale dell’economia, 1-2/2018.

²¹ FENO – TRUCANO, *Abusivismo*, in *Codice Commentato delle Società*, a cura di ABRIANI-STELLA RICHTER, UTET, 2010, p. 3581.

individuazione degli interessi meritevoli di protezione penale, la tutela del risparmio enunciata dall'art. 47 Cost. condurrebbe a valorizzare una generale tutela del patrimonio dei singoli soggetti lesi.

Tuttavia, nel diritto penale dell'economia, caratterizzato da un modello c.d. injunzionale e da una diffusa anticipazione della tutela, si assiste ad una 'ultraindividualizzazione' dei beni oggetto di tutela.

La superindividualità degli interessi protetti è dettata dalle peculiari caratteristiche offensive delle fattispecie in questione, idonee a produrre effetti lesivi di portata macroscopica.²²

Obiettivo di tutela, questo, che può essere raggiunto soltanto apprestando adeguata protezione a beni c.d. strumentali, direttamente rispondenti al principio di offensività, ed in grado di contenere l'ampiezza di contenuti che il bene 'finale' può acquistare, determinando un conseguente livello di inafferrabilità ed indeterminazione in grado di privare il bene giuridico della sua necessaria funzione critica di selezione dei fatti punibili.²³

Secondo altre teorie, sulla base delle suddette considerazioni, si riterrebbe che il patrimonio degli investitori non rientri tra gli oggetti di tutela delle norme in esame in quanto è piuttosto "l'appetibilità dei mercati" ad essere tutelata, attraverso la comminazione di pene per chi ne infrange le regole, perché risulta evidente che un mercato senza regole, oppure le cui regole possono essere violate 'a cuor leggero', decisamente non appare appetibile per gli investitori, ed è proprio questa sfiducia diffusa nei mercati che si vuole scongiurare, in quanto idonea a determinare una lesione all'economia pubblica "intesa non tanto, in una dimensione istituzionale (con riferimento ai casi in cui lo Stato è l'unico titolare dell'interesse in oggetto), ma piuttosto in una dimensione sociale - come risulta anche dagli artt. 41, 42 e 47 Cost. - in cui i beni economici sono presi in considerazione quali elementi costitutivi del mercato nazionale, in senso lato."²⁴

L'economia pubblica, intesa in senso sociale, risulta essere il bene ultimo, che si staglia sullo sfondo della tutela, ed al quale non deve attribuirsi alcun ruolo di circoscrizione dell'ambito di operatività delle fattispecie incriminatrici in oggetto,

²² RAMPIONI, *Diritto penale dell'economia*, II ed., Giappichelli, 2017, pp. 9 ss.

²³ MANNA, *op. cit.*, p. 935.

²⁴ MANNA, *ibidem*.

che dunque devono considerarsi integrate a prescindere dalla prova della lesione dell'economia pubblica medesima.

Passando ad illustrare l'evoluzione normativa della disciplina in esame, va rilevato come, a partire dalla legge 18/04/2005 n.62, il legislatore italiano, sulla spinta dei ripetuti provvedimenti eurounitari, sia intervenuto direttamente sulle disposizioni del T.U.F. in un'ottica di inasprimento del rigore sanzionatorio penale ed amministrativo (anche sul versante della responsabilità dell'ente ex *d.lgs* 231/2001), nonché operando un graduale ma notevole ampliamento delle funzioni e dei poteri attribuiti all'*Authority* di vigilanza.

Oggetto di particolare attenzione ai fini della presente trattazione sarà il contenuto della recente riforma del comparto delle sanzioni amministrative e penali per fatti di abuso di mercato, introdotta con il Decreto legislativo 10 agosto 2018, n. 107, in vigore dal 29 settembre 2018.

L'intervento del legislatore delegato prende le mosse dall'adeguamento al *Market Abuse Regulation* n.596/2014 ed alla *Market Abuse Directive II* n.57/2014 (nonostante il legislatore nella Relazione introduttiva al Decreto non menzioni l'intento di conformazione a tale ultima normativa, né il contenuto della legge di delegazione attribuisca all'esecutivo tale compito); gli elementi strutturali delle suddette fonti sovranazionali verranno approfonditi nel paragrafo successivo.

La riforma interviene lungo tre direttrici: la modifica di alcune definizioni con conseguente estensione del perimetro sanzionatorio penale e amministrativo (artt. 180 e 182); la revisione delle esenzioni dalla sanzione penale (art. 183); la modifica delle fattispecie di abuso di informazioni privilegiate e di manipolazione del mercato (artt. 184 e 185).

L'art. 180, norma cardine del sistema punitivo, nella misura in cui definisce alcuni elementi costitutivi degli illeciti finanziari, contiene oggi rinnovate definizioni di 'strumenti finanziari' e di 'informazione privilegiata'.

La tutela viene estesa in relazione agli strumenti finanziari ammessi alla negoziazione o per i quali è stata presentata una richiesta di ammissione alle negoziazioni in un sistema multilaterale di negoziazione (MTF); agli strumenti finanziari negoziati su un sistema organizzato di negoziazione (OTF); agli strumenti finanziari negoziati al di fuori delle sedi di negoziazione (*Over The Counter*).

Quanto alla nozione di informazione privilegiata, l'intervento si è esaurito in un mero rinvio all'art. 7 MAR.

Inoltre, il riformato art. 180, alla lettera *biquater*), estende la disciplina sanzionatoria anche ai fatti commessi sugli indici di rendimento, cd. *Benchmarks*. Sul punto si tornerà in modo approfondito nella quarta parte della presente trattazione; ciò che fin d'ora rileva è che "la riforma interviene a colmare un vuoto normativo notevole, che lasciava sguarnite di tutela condotte potenzialmente molto gravi e dannose".²⁵

Da ultimo, l'art. 182 estende la disciplina sanzionatoria ai fatti, anche se commessi all'estero, relativi a strumenti finanziari negoziati su un sistema organizzato di negoziazione italiano (comma 1), nonché alle condotte o alle operazioni, comprese le offerte, relative alle aste su una piattaforma d'asta autorizzata come un mercato regolamentato di quote di emissioni o di altri prodotti oggetto d'asta correlati, anche quando i prodotti oggetto d'asta non sono strumenti finanziari.

Il Decreto agisce anche modificando le due fattispecie penali *ex artt.* 184 e 185, coordinandosi in questo modo alla Direttiva MAD II che contiene espliciti obblighi di criminalizzazione.

Le modifiche all'abuso di informazioni privilegiate *ex art.* 184, appaiono di minore impatto in quanto si limitano ad estendere la c.d. condotta di *tipping* anche all'ambito dei sondaggi di mercato, ai sensi dell'art. 11 MAR.

Più rilevanti, invece, le modifiche apportate al reato di manipolazione di mercato. L'art.185 ha visto l'aggiunta di una causa di giustificazione al nuovo comma 1 *bis*, nei confronti di chi commette un fatto di manipolazione del mercato per il tramite di ordini di compravendita o operazioni effettuate per motivi legittimi ed in conformità a prassi di mercato ammesse (art. 13 MAR), le quali escludono l'antigiuridicità.

Il rinnovato comma 2 *bis* dell'art.185 estende la contravvenzione prevista anche alle ipotesi delineate dai numeri 2, 2 *bis* e 2 *ter* dell'art. 180 comma 1, lett. a); infine, il nuovo comma 2 *ter* estende la fattispecie di manipolazione del mercato ad ulteriori condotte concernenti i contratti a pronto su merci che non sono prodotti

²⁵ ROCCATAGLIATA, *La riforma del diritto sanzionatorio per illeciti finanziari. Guida ragionata al D. lgs. 107/2018*, in *Giurisprudenza penale*, 11/2018, p. 5.

energetici all'ingrosso, idonei a provocare una sensibile alterazione del prezzo o del valore degli strumenti finanziari; i fatti concernenti gli strumenti finanziari, compresi i contratti derivati o gli strumenti derivati per il trasferimento del rischio di credito, idonei a provocare una sensibile alterazione del prezzo o del valore di un contratto a pronti su merci, qualora il prezzo o il valore dipendano dal prezzo o dal valore di tali strumenti finanziari; i fatti concernenti gli indici di riferimento (*benchmark*).

Sulla revisione delle esenzioni contenute all'art. 183 ci si soffermerà al paragrafo 2.3.

Contenuto della legge-delega e, conseguentemente, del decreto legislativo è stata anche la "modifica dell'arsenale punitivo di tipo amministrativo, oggetto di svariate interpolazioni e innesti di nuove fattispecie"²⁶.

Le novità più significative riguardano la previsione di gravose sanzioni accessorie in capo alle persone fisiche e giuridiche per fatti di abuso di mercato (art. 187 *quater*), nonché l'introduzione di sanzioni per le violazioni degli obblighi di comunicazione e di prevenzione sanciti dagli artt. 16-20 MAR (art. 187 *ter*.1).

Numerose perplessità sono state evidenziate in dottrina, in relazione alla generale efficienza di questo intervento riformatore, non solo in termini di opportunità, ma anche per quanto concerne il rispetto del complessivo dettato eurounitario, nonché sul piano della conformità al Testo costituzionale, tenuta in considerazione la carenza di delega legislativa per il riordino del comparto penalistico degli abusi di mercato.²⁷

2.2. MAR e MAD: la disciplina sovranazionale

Come già chiarito, la disciplina normativa del *market abuse*, strutturata su più piani ordinamentali, trova il proprio punto di partenza nelle fonti di diritto dell'UE.

È infatti interesse fondamentale dell'Unione, assicurare un elevato grado di efficienza ed integrità dei mercati interni, al fine di combattere condotte dannose

²⁶ MUCCIARELLI, *Gli abusi di mercato riformati e le persistenti criticità di una tormentata disciplina*, in *Diritto Penale Contemporaneo*, 10/2018, p. 17.

²⁷ ROCCATAGLIATA, *op. cit.* pp. 2 ss.

Vedi anche: BASILE, *Mini-riforma del market abuse: obiettivi mancati ed eterogenesi dei fini nel D.Lgs. n. 107/2018*, in *Diritto Penale e Processo*, 3/2019.

per il mercato unico. È solo la predisposizione di un compendio normativo unitario di principi e regole comuni a tutti gli Stati membri che consente di “approntare una risposta legalitaria efficace nei confronti di un fenomeno, quale quello degli abusi di mercato, tendenzialmente sfuggente alle limitazioni normative dei singoli ordinamenti, in ragione della naturale vocazione trans-nazionale che lo contraddistingue”.²⁸

Il primo e compiuto intervento regolativo dell’UE nella materia del *market abuse* è rappresentato dalla direttiva 2003/6/Ce cd. MAD (abrogata dal 3 luglio 2016 ad opera del Regolamento UE 596/2014).

Tale normativa ha però dimostrato una incapacità effettiva nel garantire un adeguato livello di armonizzazione e coordinamento delle normative nazionali in materia di *market abuse*. Ostacolo insormontabile era infatti rappresentato dal principio secondo cui gli Stati membri risultavano obbligati ad introdurre adeguati rimedi amministrativi contro le fattispecie di abuso di mercato, mentre erano solo facoltizzati a presidiare le medesime fattispecie con sanzioni di natura penale: l’attuazione della direttiva ha condotto alla produzione di apparati normativi nazionali fortemente disomogenei e frammentari, oltre che complessivamente poco dissuasivi e deterrenti.

La constatazione di tali criticità ha condotto il legislatore europeo alla emanazione del Regolamento 596/2014 (MAR) e della Direttiva 2014/57/UE (MAD II), mediante i quali è stato invertito il rapporto tra sanzioni penali sul *market abuse*, ora obbligatorie, e sanzioni amministrative, la cui adozione nei confronti delle stesse infrazioni già sanzionate penalmente, è lasciata alla discrezionalità degli Stati membri (sul rapporto tra sanzioni penali e amministrative si tornerà al Capitolo Terzo).

Il Regolamento MAR è dotato di efficacia *self executing* (seppur differita di un biennio dalla promulgazione), diversamente dalla Direttiva MAD II che necessita di un atto legislativo di recepimento; nonostante però la diretta applicabilità, il legislatore interno ha ritenuto di intervenire con il *D.lgs* 107/2018, modificando la disciplina contenuta nel T.U.F. in armonia con il (solo) regolamento, e non anche con la MAD II, determinando così “un eccentrico scostamento dall’architettura

²⁸ MAZZACUVA - AMATI, *Diritto penale dell’economia*, IV ed., CEDAM, 2018, p. 288.

normativa sovranazionale, ove la coppia di provvedimenti ha portata dichiaratamente unitaria”.²⁹

Le disposizioni regolamentari in esame si connotano in linea di massima come “elementi normativi giuridici” che non incidono sul “senso del divieto” dell’abuso di informazioni privilegiate e della manipolazione del mercato; infatti il MAR contiene per lo più norme extra-penali di (mera) specificazione tecnica di elementi delle fattispecie incriminatrici.

Veri e propri obblighi di criminalizzazione sono invece contenuti nella MAD II, che agli artt. 3 e 5 stabilisce l’obbligo per gli Stati membri di adottare le misure necessarie affinché le condotte di *insider dealing/trading* e manipolazione di mercato «costituiscano reati, almeno nei casi gravi e allorquando siano commessi con dolo».

Essa introduce così un elemento soggettivo (*mens rea*) nella definizione di *insider dealing* e manipolazione del mercato.

L’introduzione da parte di tutti gli Stati di tali sanzioni penali, se da un lato rappresenta, nelle intenzioni del legislatore europeo, un elemento essenziale nella lotta alle condotte di abuso, per altro verso mostra evidenti punti deboli: l’obiettivo di restringere l’intervento penale “almeno ai casi gravi” rende più difficile tracciare una linea di demarcazione tra le condotte meno gravi, mentre la dicitura “allorquando siano commessi con dolo” è stata criticata in quanto incapace di definire in maniera precisa e completa l’elemento psicologico del reato.³⁰

Nel quadro normativo sovranazionale in materia si inserisce infine la *Markets in Financial Instruments Directive* 2014/65/EU (MiFID II), allineando la disciplina settoriale dei mercati finanziari al *Market Abuse Regulation*.

La Direttiva “intende aumentare la trasparenza delle negoziazioni e la tutela degli investitori, attraverso una maggiore responsabilizzazione degli intermediari, una più approfondita consapevolezza degli investitori (grazie alla disponibilità di informazioni più dettagliate e più frequenti) ed un rafforzamento dei poteri - sia *ex ante* che *ex post* - delle Autorità di vigilanza”.³¹

²⁹ BASILE, *Mini-riforma del market abuse: obiettivi mancati ed eterogenesi dei fini nel D.Lgs. n. 107/2018*, in *Diritto Penale e Processo*, 3/2019, p. 330.

³⁰ Tale ultima critica alla precisione della norma emerge sulla base della versione inglese del Testo, in cui è usato l’avverbio “*intentionally*”

Vedi: CAROLLO, *Sanctioning regime for Market Abuse: the role of the European Court of Human Right*, in *Giurisprudenza penale*, 11/2017, p. 3.

³¹ Senato – Dossier: Atti del Governo n. 415, maggio 2017.

Allineando la disciplina settoriale dei mercati finanziari al MAR per garantire maggiore coordinamento normativo, la Direttiva interviene ampliando la regolamentazione in tema di *market abuse*, mediante la predisposizione a carico di gestori, emittenti ed operatori, di obblighi organizzativi, di verifica dei requisiti del mercato, di ammissione/esclusione di strumenti e operatori, nonché di adozione di atti e provvedimenti per l'ordinato funzionamento della sede e per prevenire gli abusi di informazione e le manipolazioni. A tali compiti si affiancano più accurati obblighi informativi nei confronti delle *Authorities*, che vedono ulteriormente incrementate le loro possibilità di intervento.

2.3. L'art. 183 T.U.F.

L'art. 183 T.U.F. prevede due casi di deroga alla operatività dei divieti di *market abuse* previsti dal Titolo I *bis*.

Si tratta di due esenzioni che comportano cause di esclusione della punibilità introdotte in base al corrispondente disposto degli artt. 6 e 5 MAR.

La prima ipotesi prevista alla lettera *a*) fa riferimento alle operazioni, agli ordini o alle condotte previsti dall'art. 6 §1-4 MAR, poste in essere da soggetti pubblici (Stati membri, Banche centrali, Sistema Europeo delle Banche Centrali o altri enti istituzionali ufficialmente designati) nell'ambito della politica monetaria, della politica dei cambi o nella gestione del debito pubblico, nonché nell'ambito delle attività della politica climatica dell'Unione o nell'ambito della politica agricola comune o della politica comune della pesca dell'Unione.

Si tratta di esenzione assoluta non subordinata al rispetto di ulteriori condizioni³² ma che non esclude la tipicità, la colpevolezza, né l'antigiuridicità dei fatti. Tale esenzione è stata fortemente criticata in dottrina in quanto, celata dietro una tanto generalizzata 'tutela dell'economia pubblica', vi sarebbe la scelta di escludere la perseguibilità di fatti di *insider dealing* o manipolazione, spiccatamente lesivi proprio per l'economia pubblica visto il contesto in cui si inseriscono, basandosi esclusivamente su ragioni di convenienza politica; considerazioni che hanno condotto addirittura a parlare di una "immunità travestita".³³

³²MAZZACUVA – AMATI, *op. cit.*, p. 291.

³³MANNA, *op. cit.*, p. 985.

Alla lettera *b*) dell'art. 183 T.U.F. è invece richiamata l'esenzione prevista all'art. 5 MAR, relativa alle negoziazioni di azioni proprie, effettuate nell'ambito di programmi di riacquisto da parte dell'emittente (o sue controllate), ed alle operazioni di stabilizzazione di strumenti finanziari (pur non espressamente menzionate dal riformato articolo 183). Tale esenzione ha effetto soltanto se le operazioni in oggetto rispettano le condizioni stabilite dalla Consob con Regolamento. Solo sottostando ai limiti operativi ed agli obblighi informativi previsti dal Regolamento Emittenti, si determina l'inoffensività del fatto, che ne esclude la tipicità; in caso contrario, l'efficacia della scriminante è da ritenersi esclusa *tout court*.³⁴

Come anticipato, il D.lgs. 107/2018 è intervenuto anche sull'art. 183 T.U.F. sostituendolo integralmente tramite la tecnica del rinvio al MAR; ad ogni modo in questo caso la modifica non muta la sostanza delle esenzioni, limitandosi a meglio precisare i soggetti e le operazioni per i quali l'impianto sanzionatorio non trova applicazione. "Chiarisce in ogni caso la Relazione illustrativa allo schema di decreto, che tali modifiche non comportano effetti di depenalizzazione rispetto alle fattispecie incriminatrici vigenti".³⁵

³⁴ MANNA, *op. cit.*, p. 987.

³⁵ ROCCATAGLIATA, *op. cit.*, p. 7.

Capitolo II

1. Il reato di manipolazione di mercato Art. 185 T.U.F.

Il primo comma dell'art. 185 T.U.F. reca: «Chiunque diffonde notizie false o pone in essere operazioni simulate o altri artifici concretamente idonei a provocare una sensibile alterazione del prezzo di strumenti finanziari, è punito con la reclusione da uno a sei anni e con la multa da euro ventimila a euro cinque milioni».

La disposizione rappresenta il risultato del processo di evoluzione normativa delle figure di c.d. 'aggiotaggio' (dal sostantivo rinascimentale 'aggio', derivato dal francese, che sta ad indicare il differenziale positivo di prezzo legato ad un'operazione finanziaria/monetaria³⁶) che descrivono la condotta di chi provoca artificiosamente, per scopi speculativi, variazioni del valore di merci o di titoli.

Tale evoluzione prende le mosse dall'art. 501 del Codice Penale (norma tuttora in vigore, nonostante la ormai azzerata portata applicativa)³⁷; sulla falsariga di tale originaria disposizione incriminatrice nacquero i reati di 'Manovre fraudolente sui titoli della società' art. 2628 c.c. (sostituito dal *D.Lgs.* 11/04/2002, n. 61), 'Aggiotaggio bancario' art. 138 T.U.B. (abrogato) e 'Aggiotaggio su strumenti finanziari' art. 181 T.U.F. (abrogato).

Gradualmente, la "poliedrica e frammentaria disciplina del fenomeno dell'aggiotaggio ha ingenerato l'esigenza di razionalizzare i rapporti tra le singole figure", raggiunta con la riforma ex *D.Lgs.* 61/2002, che ha determinato l'abrogazione delle tre menzionate incriminazioni autonome, poi inglobate nell'art. 2637 c.c.

³⁶ MANNA, *Corso di diritto penale dell'impresa*, CEDAM, 2018, p. 1005;

Vedi Anche SEMINARA, *Diritto penale commerciale*, vol.3, Giappichelli, 2018, p. 89.

³⁷ Art. 501 c.p. Rialzo e ribasso fraudolento di prezzi sul pubblico mercato o nelle borse di commercio: «Chiunque al fine di turbare il mercato interno dei valori o delle merci, pubblica o altrimenti divulga notizie false, esagerate o tendenziose o adopera altri artifici atti a cagionare un aumento o una diminuzione del prezzo delle merci, ovvero dei valori ammessi nelle liste di borsa o negoziabili nel pubblico mercato, è punito con la reclusione fino a tre anni e con la multa da euro 516 a euro 25.822».

Così, per mezzo di tale unificazione, il legislatore ha perseguito l'intento di "evitare rischi di pericolose sovrapposizioni tra reati, con conseguente applicazione di ipotesi di concorso formale".³⁸

Tuttavia, anche la risultante configurazione dell'art. 2637 c.c. ha destato critiche in dottrina, stante l'eccessiva ampiezza del disposto che sanziona fatti tra loro strutturalmente eterogenei.

Ciò ha condotto il legislatore a procedere ad uno 'scorporo' dell'art. 2637 c.c. con la introduzione del delitto di manipolazione del mercato (riproduttivo della abrogata figura di aggio finanziario prevista dall'art. 5 della l. n. 157 /1991) ad opera della legge 18 aprile 2005, n. 62, (emanata in attuazione della direttiva MAD I), che lo riconduce ad una specifica trattazione all'interno del T.U.F.

Attualmente l'operatività dell'art. 2637 c.c. è limitata agli strumenti finanziari non quotati, configurazione quindi residuale quanto all'oggetto, avendo riguardo agli strumenti finanziari scambiati solo su mercati cc.dd. *Over The Counter* (OTC, caratterizzati dall'assenza di quotazioni ufficiali e di flussi informativi disciplinati dalla legge e sottoposti al controllo della Consob); o agli strumenti per i quali non è stata presentata richiesta di ammissione alle negoziazioni in un mercato regolamentato (oltre che al c.d. aggio bancario).³⁹

Le fattispecie di reato si configurano come ipotesi speciali del delitto di aggio (art. 501 c.p.), di cui si ripropone sostanzialmente lo schema tipico, caratterizzato dal fatto che l'oggetto materiale della condotta è costituito dalla alterazione del prezzo degli strumenti finanziari⁴⁰, e che determina quindi l'unica differenza fondamentale tra le due figure di reato (art. 2637 c.c. e art. 185 T.U.F.), del tutto coincidenti per quanto riguarda soggettività attiva, modalità ed effetti della condotta.

Si ritiene che tra la fattispecie di più recente introduzione di cui all'art. 185, T.U.F., come sostituito dall'art. 9, co. 6, l. n. 62/2005, e quella in precedenza prevista

³⁸ ROSSI, *Delitti contro l'economia pubblica, l'industria e il commercio*, in *Trattato di diritto penale*, a cura di FORNASARI, Edizioni Scientifiche Italiane, 2015, p. 64.

³⁹ Art. 2637 c.c. «Chiunque diffonde notizie false, ovvero pone in essere operazioni simulate o altri artifici concretamente idonei a provocare una sensibile alterazione del prezzo di strumenti finanziari non quotati o per i quali non è stata presentata una richiesta di ammissione alle negoziazioni in un mercato regolamentato, ovvero ad incidere in modo significativo sull'affidamento che il pubblico ripone nella stabilità patrimoniale di banche o di gruppi bancari, è punito con la pena della reclusione da uno a cinque anni».

⁴⁰ GIORDANO-NOCERA, *Diritto penale dell'impresa* a cura di PARODI, Giuffrè, 2017, pp. 473 ss.

dall'art. 2637 c.c., "sussista continuità normativa, essendo rimasto immutato il nucleo di disvalore dell'agiotaggio manipolativo" (Cass., n. 12989/2013).⁴¹

Non sembrerebbe configurabile un concorso formale tra la manipolazione del mercato e l'agiotaggio ex art. 2637 c.c. Le due fattispecie di agiotaggio, "sembrerebbero cogliere talmente il medesimo quadro di vita, che si dovrebbe applicare unicamente la norma incriminatrice più grave" (l'art.185 T.U.F.), la quale esaurisce l'intero disvalore del fatto e assorbe il reato meno grave, in applicazione del principio del *ne bis in idem* sostanziale (o del principio di consunzione).⁴²

Infine, l'attuale rubrica dell'art. 185 T.U.F., «manipolazione del mercato», "riflette in maniera decisamente più fedele il contenuto della norma incriminatrice, che invece non si rispecchiava nella denominazione di agiotaggio".⁴³

Come anticipato al Capitolo I, par. 1.2, l'interesse 'di categoria' tutelato è di matrice sovraindividuale, essendo rappresentato dal regolare andamento del mercato, nonché dalla tutela della fiducia degli investitori.

Oggetto di tutela diretta ed immediata è, invece, la corretta formazione del prezzo degli strumenti finanziari quotati od in fase di quotazione (cd. Funzione allocativa dei mercati), al fine di garantire che il prezzo del titolo nelle relative transazioni rifletta il suo valore reale e non venga influenzato da atti o fatti artificiali o fraudolenti.

La lesione procurata dalle condotte manipolative, infatti, riguarda il meccanismo di formazione dei prezzi, che costituisce l'effetto perturbativo immediato delle manovre fraudolente.

Infatti, l'agente manipolatore pone in essere la condotta "- al di là degli scopi ulteriori perseguiti - per un risultato immediato, che è quello di alterare il prezzo dello strumento, che altrimenti verrebbe fissato in base alle leggi di mercato."⁴⁴

Il comma 2 *bis* dell'art. 185 T.U.F. (introdotto dal d.lgs. n. 101/2009) prevede inoltre una fattispecie contravvenzionale di cui si dirà al paragrafo 7.

⁴¹ PARODI, *op. cit.*, p. 474.

⁴² GAMBARDELLA, *Condotte economiche e responsabilità penale*, Giappichelli, 2018, p. 332.

⁴³ SANTORIELLO, *La disciplina penale dell'economia*, Giappichelli, 2008, p. 782.

⁴⁴ ZANNOTTI, *Diritto penale dell'economia*, III ed., Giuffrè, 2017, p. 444.

2. I soggetti attivi

Per quanto attiene alla soggettività attiva, il reato in oggetto si presenta come un reato comune. L'utilizzo del pronome 'chiunque' non lascia infatti spazio, almeno ai fini dell'ascrivibilità del fatto ad un soggetto, ad alcuna qualificazione specializzante dello stesso; al contrario di quanto accade nell'altra fattispecie di *market abuse*, c.d. *insider trading* (art. 184 T.U.F.), non si richiede, qui, alcuna appartenenza del soggetto attivo alla società emittente, né alcun tipo di collaborazione con essa: ciò che rileva è che il soggetto operi sugli strumenti finanziari indicati nella sezione C, Allegato I, T.U.F., i quali possono risultare emessi anche da un diverso organismo rispetto a quello per cui opera l'autore della manipolazione.⁴⁵

L'aver attribuito a tale fattispecie natura di reato comune trova fondamento nella scelta di estendere la tutela penale del mercato a tutte le possibili condotte di diffusione di false informazioni o artifici dotati di idoneità ingannatoria, raggiungendo in questo modo una piena equiparazione tra le condotte poste in essere da soggetti privi di qualsiasi qualifica e quelle realizzate da intranei alla società, come gli amministratori, i direttori, i sindaci e i liquidatori, o da componenti o dipendenti Consob.⁴⁶

"La scelta normativa di non tipizzare una figura qualificata di soggetto attivo consente di mantenere attuale la tutela offerta dalla norma incriminatrice, a fronte delle nuove figure di operatori che interagiscono sul mercato (*brokers*, consulenti, analisti finanziari, giornalisti etc.)".⁴⁷

Sul piano pratico, la regolarità del funzionamento del mercato può essere messa in pericolo da *chiunque* diffonda false notizie: è il caso del privato speculatore che, intenzionato a disfarsi di titoli azionari in suo possesso, diffonda false notizie circa le buone condizioni e le positive prospettive di sviluppo delle società quotate in borsa di cui possiede una quota di partecipazione, al fine di far aumentare il prezzo di tali titoli.⁴⁸

⁴⁵ MAZZACUVA-AMATI, *Diritto penale dell'economia*, IV ed., CEDAM, 2018, p. 328.

⁴⁶ CADOPPI-CANESTRARI-MANNA-PAPA, *Trattato di diritto penale* vol. V, UTET, 2010, p. 717.

⁴⁷ PARODI, *op. cit.*, p.477.

⁴⁸ SANTORIELLO, *op. cit.*, p. 785.

Nel novero dei possibili soggetti attivi, particolare rilievo, nel contesto della diffusione di notizie false, assume la figura del giornalista; infatti, pur tenendo ferma la necessità di reprimere la pubblicazione consapevole su un periodico di notizie false, idonee ad alterare i prezzi del mercato, si è però evidenziata la difficoltà probatoria nel distinguere l'attività giornalistica lecita, espressione della libertà di stampa, da condotte penalmente rilevanti.⁴⁹

Il *discrimen*, sul piano pratico, concerne proprio la verifica del requisito della 'falsità' che deve connotare la notizia, nonché l'attitudine fraudolenta della diffusione mediatica, come precisato anche all'art. 21 lett. *b* MAR.⁵⁰

Va rilevato, comunque, che le condotte di manipolazione, pur se poste in essere da soggetti privi di qualsiasi qualifica o ruolo nelle società coinvolte, sono, nella maggioranza dei casi, funzionali all'interesse dell'emittente o connesse a condotte di *insider trading* di soggetti aventi ruolo qualificato nella società, e sono attuate da intermediari o investitori istituzionali.

Difatti, nella maggior parte dei casi, i c.d. *manipulators* sono soggetti collegati in qualche modo agli azionisti di controllo della società emittente (i titoli della quale sono oggetto delle operazioni realizzate), posto che l'organizzazione delle condotte di agiotaggio richiede spesso accordi fiduciari con investitori istituzionali. Ma soggetti attivi possono essere anche gli intermediari, gli analisti finanziari o i revisori della società emittente (vedi caso Parmalat).⁵¹

Sulla base di tali riscontri, l'opzione legislativa, tesa a negare rilevanza ai profili connessi alla qualifica dell'agente, seppur indicativa di una tutela rafforzata dell'interesse protetto dalla fattispecie, non va tenuta esente da critiche: "Le comunicazioni provenienti dall'interno della società, effettuate da coloro che ricoprono cariche sociali, godono infatti di maggior credito e risultano dunque in misura superiore nel confronto con le altre. In capo a tali soggetti - in ragione della relativa qualifica - dovrebbe peraltro essere riconosciuta una posizione di garanzia riguardo alla veridicità delle notizie diffuse".⁵²

⁴⁹ FORNASARI, *op. cit.*, p. 69.

⁵⁰ Art. 21 lett. *b* MAR: «[...]la comunicazione o la diffusione siano effettuate con l'intenzione di fuorviare il mercato per quanto concerne l'offerta, la domanda o il prezzo di strumenti finanziari».

⁵¹ ZANNOTTI, *op. cit.* p.445.

⁵² MAZZACUVA-AMATI, *ibidem*.

L'eventuale azione di manipolazione posta in essere da soggetti qualificati verrà in rilievo ai fini della configurabilità della circostanza aggravante di cui all'art. 185, c. 2, T.U.F. che prevede la possibilità per il giudice di aumentare in modo considerevole la pena pecuniaria in riferimento, tra gli altri elementi di maggior disvalore, alle «qualità personali del colpevole»⁵³; inoltre, rimane ferma in ogni caso la possibilità di configurare la sussistenza della circostanza aggravante comune prevista dall'art. 61 n. 11 c.p.⁵⁴

Ai fini della configurabilità del concorso (*ex art. 110 c.p.*) nel delitto di manipolazione del mercato, materialmente posto in essere da altri, è necessario un contributo, anche soltanto agevolatore, all'altrui attività manipolativa, e la prova di tale contributo, che può prescindere dalla dimostrazione dell'esistenza di un previo accordo tra i concorrenti, può consistere in un rafforzamento del proposito del correo o, in alternativa, in un apporto materiale efficiente alla condotta di questo. È questa l'ipotesi di concorso nel reato di chi, non operando materialmente, ha però fornito le credenziali del conto '*trading*' al soggetto autore materiale, consentendogli di realizzare un artificioso 'rialzo' di strumenti finanziari quotati sul mercato telematico azionario (Cass., n. 3971/2016).⁵⁵

Infine, l'art. 25 *sexies* d.lgs. n. 231/2001 prevede che dal delitto di manipolazione del mercato possa discendere responsabilità amministrativa per l'ente a favore o nell'interesse del quale viene realizzata la condotta criminosa.⁵⁶ Sul punto e sul rapporto con l'art. 187 *quinquies* T.U.F. si rinvia al Capitolo III, par. 1.3.

⁵³ Art. 185 c. 2 T.U.F.: «Il giudice può aumentare la multa fino al triplo o fino al maggiore importo di dieci volte il prodotto o il profitto conseguito dal reato quando, per la rilevante offensività del fatto, per le qualità personali del colpevole o per l'entità del prodotto o del profitto conseguito dal reato, essa appare inadeguata anche se applicata nel massimo».

⁵⁴ Art. 61 n. 11 c.p.: «l'aver commesso il fatto con abuso di autorità o di relazioni domestiche, ovvero con abuso di relazioni di ufficio, di prestazione d'opera, di coabitazione, o di ospitalità».

⁵⁵ PARODI, *op. cit.*, p. 477.

⁵⁶ Art. 25 *sexies*, D. Lgs. 231/2001: «1. In relazione ai reati di abuso di informazioni privilegiate e di manipolazione del mercato previsti dalla parte V, titolo I-bis, capo II, del testo unico di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, si applica all'ente la sanzione pecuniaria da quattrocento a mille quote.

2. Se, in seguito alla commissione dei reati di cui al comma 1, il prodotto o il profitto conseguito dall'ente è di rilevante entità, la sanzione è aumentata fino a dieci volte tale prodotto o profitto».

3. Il fatto

L'art. 185 T.U.F. si configura come un reato di pericolo concreto, in cui il fatto punibile può articolarsi nelle diverse condotte di diffusione di notizie false o realizzazione di operazioni simulate o altri artifici concretamente idonei a provocare una sensibile alterazione del prezzo di strumenti finanziari.

Sulla base delle condotte poste in essere, assume rilievo la distinzione tra la c.d. *information based manipulation* (manipolazione informativa), consistente nella pratica di diffondere nel mercato finanziario notizie false, inerenti alle società emittenti ed ai relativi strumenti finanziari dalle stesse emessi; e la c.d. *trade based manipulation* (manipolazione operativa) la quale si sostanzia nell'effettuazione di operazioni e di negoziazioni, di *trading* appunto, sui mercati.

Va comunque rilevato che, nonostante tale distinzione normativa, "la dinamica concreta del fenomeno in esame riveli non solo commistioni tra le due forme manipolative (inevitabili nella misura in cui ogni operazione genera a sua volta un'informazione sul titolo), ma anche difformi tipologie che sollecitano ulteriori caratterizzazioni."⁵⁷

3.1. La manipolazione informativa

La *information based manipulation* consiste, come anticipato, nella diffusione di notizie false.

Tale condotta, che ha natura di reato istantaneo, rappresenta la modalità più rapida per conseguire buone prospettive di successo a chi si propone di influire sul meccanismo di formazione dei prezzi degli strumenti cui le notizie fanno riferimento.⁵⁸

La modalità attuativa è quella tipica dell'agiotaggio informativo, cioè "una condotta di falso ideologico, ma con uno spettro applicativo assai più ampio per il fatto di non limitarsi alle comunicazioni tipizzate dalla legge da parte di soggetti qualificati, di essere sganciata dall'accertamento dell'inganno di una vittima

⁵⁷ SEMINARA, *op. cit.*, p. 90.

⁵⁸ ZANNOTTI, *op. cit.*, p. 446.

determinata, e posta a tutela non già del patrimonio dei destinatari, bensì della regolarità delle negoziazioni del mercato mobiliare.”⁵⁹

Per ‘diffusione’ deve intendersi una divulgazione, verso un numero indeterminato e anche potenzialmente indeterminabile di destinatari, o comunque verso categorie o gruppi di soggetti sufficientemente vasti, anche in rapporto all’ampiezza del singolo mercato.

Si tratta di una fattispecie a condotta libera, in quanto la diffusione delle notizie false può essere attuata mediante l’uso di qualsiasi mezzo idoneo a raggiungere un numero indefinito di persone (comunicati stampa, conferenze, comunicazioni mediatiche, telematiche etc.).

Questa genericità della condotta di diffusione “trova elementi di concretezza e specificità - nel rispetto del principio di legalità sotto il profilo della sufficiente determinatezza della fattispecie - nella qualificazione della condotta tipica come ipotesi di ‘interferenza psichica’ nei confronti dei destinatari della informazione (siano essi operatori o investitori) idonea a modificare il loro bagaglio di conoscenze e alterarne i processi decisionali in tema di investimenti o negoziazione di strumenti finanziari.”⁶⁰

La diffusione comporta quindi la immissione nel mercato di elementi conoscitivi rivolti agli operatori, che, per la loro rilevanza, costituiscono un fattore di alterazione dell’orientamento e delle decisioni di una massa di soggetti interessati, così da determinare una sensibile oscillazione del valore degli strumenti finanziari, in modo anomalo rispetto al normale andamento del mercato.

Controversa è invece la rilevanza della condotta di comunicazione della notizia falsa a singoli o a cerchie ristrette di soggetti, non determinandosi in questo modo una effettiva diretta *diffusione*.

In questi casi la comunicazione assume rilievo quando la rivelazione della notizia in via confidenziale rappresenti un mezzo per favorire la divulgazione dell’informazione, quindi sia idonea a propagarsi ed a produrre l’effetto della divulgazione (ad esempio quando diretta ad analisti o giornalisti, soggetti chiamati proprio ad informare gli operatori); ciò che rileva è infatti, data la potenzialità lesiva

⁵⁹ CADOPPI-CANESTRARI-MANNA-PAPA, *op. cit.*, p. 716.

⁶⁰ PARODI, *op. cit.*, p. 478.

della notizia, non il numero dei soggetti cui perviene la stessa, bensì il ruolo e la funzione dei destinatari.

Secondo parte della dottrina tale ultima modalità della condotta andrebbe inserita nel novero degli 'altri artifici', a condizione che sussistano tutti i requisiti richiesti dalla norma per l'integrazione del reato.⁶¹

Per 'notizia' deve intendersi ogni indicazione oggettiva, circostanziata, precisa ed attendibile, attinente ad un fatto storico avvenuto, in corso o futuro, e relativo in modo diretto o indiretto ad emittenti o a strumenti finanziari.

Oggetto della notizia possono essere dati di natura economico-finanziaria (c.d. *corporate and market informations*) o anche politico-amministrativa.

Vanno escluse dal novero delle 'notizie' penalmente rilevanti le semplici previsioni, le opinioni personali o i *rumors* di mercato; è invece controversa la rilevanza di valutazioni o raccomandazioni ovvero affermazioni riguardanti previsioni future sulle società emittenti, espresse da *investment banks*, società di *rating*, o altre istituzioni finanziarie.⁶²

Il reato è configurabile anche nel caso di divulgazione di fatti non ignoti alla generalità degli investitori ma che, per la reputazione o l'autorevolezza della fonte o per il mezzo prescelto, siano presentati con un grado di maggiore credibilità, che si converte nell'attitudine a provocare gli effetti tipizzati; può trattarsi anche di fatti noti in quanto oggetto di precedenti comunicazioni al mercato da parte della medesima società, giacché la loro reiterazione assume il significato di una conferma ed è dunque in grado di approfondire ed amplificare il precedente inganno.⁶³

Anche la previsione di fatti futuri potrà valere, se ed in quanto radicata nel presente, ossia ricollegata ad anomalie in atto.

Non assume rilevanza, quindi, il fatto che si tratti di informazioni esclusive, privilegiate o alle quali non sia già stata data pubblicità; a venire in evidenza è invece l'attitudine, per effetto della diffusione, a produrre un risultato di

⁶¹ MAZZACUVA-AMATI, *op. cit.*, p. 329.

Vedi Anche ZANNOTTI, *op. cit.*, pp. 447 ss.

⁶² FORNASARI, *op. cit.*, p. 71.

⁶³ SEMINARA, *op. cit.*, p. 91.

arricchimento conoscitivo connotato da falsità e recettività, come tale idoneo ad alterare in modo sensibile il prezzo dello strumento finanziario.⁶⁴

La notizia deve essere necessariamente 'falsa', dove la falsità costituisce una *immutatio veri*, sostanziale trasfigurazione della realtà fattuale, foriera di una caratterizzazione ingannatoria.

L'immissione nel mercato di notizie non veritiere determina, infatti, uno sviamento sulla percezione della realtà economica ed un'alterazione delle capacità di elaborazione delle informazioni da parte del pubblico, con effetti di falsa rappresentazione della realtà e contenuto illusorio per la generalità degli investitori, le cui scelte di investimento sono orientate in direzioni che altrimenti non sarebbero seguite.

La valutazione sulla falsità della notizia e sulla sua attitudine distorsiva presuppone l'accertamento del contenuto che avrebbe dovuto assumere la comunicazione se fosse stata rispondente a verità (Cass., 40393/2012).

Per quanto attiene alla entità della falsità delle notizie, parte della dottrina tende ad ammettere che nel concetto di falsità rientrino anche i casi di esagerazione o tendenziosità delle notizie stesse (considerati come *species* della falsità), mentre altra opinione sostiene la rilevanza penale della sola falsità *tout court*, essendo questo l'unico elemento caratterizzante le notizie, menzionato nella norma in oggetto.

Va comunque evidenziato come l'attuale formulazione delle norme sovranazionali in materia di *market abuse* contenute nel MAR, dia espresso rilievo anche alla diffusione di notizie fuorvianti⁶⁵, colmando così un *gap* di tutela che determinerebbe altrimenti l'irrilevanza di tutte quelle notizie per le quali non sarebbe possibile effettuare un giudizio in termini di mera verità/falsità.

Infine, merita attenzione la questione della configurabilità di condotte di manipolazione informativa di natura omissiva.

Si fa riferimento alle condotte di omessa comunicazione di notizie, la cui diffusione è imposta dalla legge o dai regolamenti Consob; in questi casi, pur partendo dal presupposto che il mero silenzio su determinati dati/eventi non possa di per sé produrre effetti alterativi delle quotazioni di strumenti finanziari (e che tali

⁶⁴ PARODI, *op. cit.*, p. 479.

⁶⁵ Considerando 47; Art. 12, lett. a I); Allegato I, lettera A etc.

omissioni sono comunque sanzionate in via amministrativa), va sottolineato come, dal momento che il valore dei prezzi riflette tutte le informazioni accessibili agli operatori, la loro correttezza sia influenzata tanto da notizie false quanto dalla mancata diffusione di notizie reali e rilevanti.

“Nella prospettiva penale viene però in rilievo non qualsiasi fatto disfunzionale rispetto all’efficienza informativa del mercato, bensì solo la diffusione di notizie false o la realizzazione di artifici: cioè una condotta attiva che da un lato esclude la possibilità di ravvisare negli artt. 185 e 187 *ter* T.U.F. un reato indifferentemente commissivo e omissivo, dall’altro non consente la costruzione di un reato omissivo improprio di manipolazione a causa dell’assenza di un evento cui riferire l’operatività dell’art. 40 cpv. c.p.”⁶⁶

3.2. La manipolazione operativa

Le forme di c.d. *trade based manipulation* sono costituite dalla realizzazione di ‘operazioni simulate’ o ‘altri artifici’ su strumenti finanziari, idonei a provocarne una sensibile alterazione del prezzo.

Il soggetto attivo è in questi casi un operatore economico e la manipolazione avviene mediante la finalizzazione diretta di un’operazione economica su strumenti finanziari.

Si tratta di pratiche operative di contenuto illecito con le quali l’operatore, mediante il compimento di transazioni od operazioni economiche (simulate o reali), provoca una fluttuazione anomala dei prezzi degli strumenti finanziari, per la valenza informativa che l’operazione, onerosa e quindi altamente credibile, assume circa la situazione economica dell’impresa emittente o le caratteristiche dello strumento di riferimento.

Nella pratica tali operazioni sono chiamate *segnalling*, proprio in quanto fungono da segnali indicatori, idonei ad innescare una reazione negli operatori.⁶⁷

⁶⁶ SEMINARA, *op. cit.*, p. 93.

⁶⁷ PARODI, *op. cit.*, pp. 479 ss.

L'espressione 'operazioni simulate' costituisce una esemplificazione delle condotte di manipolazione a mezzo artifici, che presuppone il compimento di operazioni reali, ma i cui effetti sono posti nel nulla ad esito di operazioni sottostanti di segno contrario, che esprimono l'effettiva volontà dissimulativa dell'agente.

L'individuazione del concetto di 'operazioni simulate', secondo una parte della dottrina, non può che avvenire attraverso il richiamo alle categorie civilistiche della simulazione (contrattuale), trattandosi di elemento normativo extrapenale. La simulazione penalmente rilevante può infatti essere tanto assoluta (quando le parti non intendevano produrre gli effetti giuridici dell'operazione), quanto relativa (nel caso in cui l'intento delle parti fosse quello di produrre gli effetti di una operazione diversa da quella apparentemente posta in essere).

In ogni caso occorre, per la realizzazione degli effetti tipici della condotta, la pubblicità dell'operazione, secondo le regole del mercato.

Esempi di manipolazione operativa per operazioni simulate sono i c.d. *Wash sales* o *trades*, tramite cui un operatore, solitamente avvalendosi di più intermediari, contemporaneamente offre in vendita ed acquista per elevati volumi il medesimo titolo, senza quindi mutare la sua reale situazione proprietaria, ma attribuendo ai titoli 'negoziati' una parvenza di mobilità tale da destare potenziale interesse nel pubblico ed ingenerare un effetto imitativo; meccanismo simulatorio analogo si rinviene nei c.d. *Improper matched orders*, in cui una pluralità di *traders* immette contemporaneamente nel mercato ordini di acquisto e vendita dei medesimi quantitativi di titoli allo stesso prezzo.⁶⁸

Ulteriori esempi di operazioni simulate sono i meccanismi di c.d. *Painting the tape*, che consiste nell'effettuare un'operazione o una serie di operazioni che vengono mostrate al pubblico, anche su strutture telematiche o elettroniche, per fornire l'apparenza di una attività o di un movimento dei prezzi di uno strumento finanziario⁶⁹; nonché i c.d. *Hype and dump schemes*, vendite di azioni di società di scarso valore, accompagnate da una artificiosa restrizione della quantità di titoli offerta, in modo da provocare un aumento del prezzo che, una volta gonfiato a sufficienza, permette agli operatori artefici della manovra di smobilizzare il proprio investimento lasciando che il prezzo collassi.

⁶⁸ SEMINARA, *op. cit.*, p. 95.

⁶⁹ Consob, Comunicazione n. DME/5078692 del 29-11-2005.

Di più complessa definizione è invece la condotta di realizzazione di 'altri artifici' trattandosi di un "concetto di relazione: un'azione non è artificiosa, e perciò illecita, in sé, ma solo se posta in essere con determinate modalità. L'artificiosità, dunque, attiene al mezzo con cui si realizza l'azione, non al risultato." ⁷⁰

Ad avviso della dottrina prevalente, le nozioni di simulazione ed artificiosità delle condotte andrebbero interpretate nel senso di una equivalenza normativa, ovvero di una appartenenza della simulazione al più ampio *genus* della artificiosità.

Ciò che connota entrambe le condotte è la loro attitudine fraudolenta: oggetto della sanzione penale sono attività qualificate dalla presenza di artifici relativi alla tempistica e alle modalità di esecuzione, in grado di trasmettere false o fraudolente indicazioni in merito all'offerta, alla domanda o al prezzo degli strumenti finanziari interessati.⁷¹

Il concetto di artifici oscilla tra una concezione soggettiva ed una oggettiva. Secondo l'interpretazione soggettiva, avvalorata dal preponderante orientamento giurisprudenziale, essi si caratterizzano per l'utilizzo fraudolento di mezzi, anche leciti, in funzione dello scopo illecito perseguito dall'agente, in quanto la norma non richiede un'esplicita anti giuridicità intrinseca dei mezzi usati; si valorizzano in tal modo lo scopo e le finalità della condotta.

Di per sé anche una serie di atti negoziali leciti, se indirettamente volti a perseguire lo scopo illecito della alterazione dei prezzi degli strumenti finanziari, assumerà rilevanza penale.

Seguendo l'antitetica tesi oggettivistica, invece, gli 'altri artifici' si identificano con atti o comportamenti fraudolenti, oggettivamente ed intrinsecamente illeciti in quanto vietati dalla legge, con esclusione quindi, di tutte le condotte poste in essere mediante mezzi non illeciti.

La formula di chiusura 'altri artifici' non avrebbe così valore estensivo della disposizione incriminatrice, ma esprimerebbe la volontà di reprimere penalmente tutti i comportamenti che costituiscano violazione diretta o indiretta di norme extrapenalistiche, in particolare in tema di trasparenza e di obblighi informativi al pubblico.⁷²

⁷⁰ MAZZACUVA-AMATI, *op. cit.*, p. 332.

⁷¹ SEMINARA, *op. cit.*, p. 96.

⁷² PARODI, *op. cit.*, pp. 480 ss. Vd. Anche ALESSANDRI, *Reati in materia economica*, in *Trattato teorico pratico di diritto penale*, Giappichelli, 2012, pp. 90 ss.; MAZZACUVA-AMATI, *op. cit.*, p. 334; *Contra*: ZANNOTTI, *op. cit.*, pp. 451 ss.

Va riscontrato, comunque, che “pur con l’introduzione di una condotta specifica di artifici, non sono stati fugati i dubbi di costituzionalità della fattispecie sotto il profilo della determinatezza del precetto penale, connessi alla genericità terminologica.”⁷³

Passando ad una sommaria analisi delle modalità pratiche più comuni di realizzazione delle condotte di ‘altri artifici’, un primo chiaro esempio è rappresentato dal fenomeno del c.d. *Marking the close*, consistente in ingenti acquisti o vendite realizzate nella fase finale della seduta di contrattazioni quotidiane sul mercato, in modo da fissare, al rialzo o al ribasso, il *last price* (prezzo di chiusura) dello strumento finanziario e così realizzare acquisti o vendite in controtendenza alla riapertura delle negoziazioni o su altri mercati, ovvero sfruttare la quotazione del titolo così determinata nel giorno di scadenza di un contratto derivato; altra ipotesi si individua nelle tecniche di c.d. *Excessive bid-ask spread* poste solitamente in essere da intermediari che, abusando del loro potere di mercato, posizionano e/o mantengono intenzionalmente il *bid-ask spread* (rapporto tra domanda e offerta) su livelli artificiali e/o lontani dal *fair value* (valore di mercato); altresì rilevante è l’ipotesi di *Concealing ownership* (celare la proprietà), questo comportamento prevede la conclusione di un’operazione o di una serie di operazioni per nascondere quale sia la vera proprietà su uno strumento finanziario, tramite la comunicazione al pubblico (in violazione delle norme che regolano la trasparenza degli assetti proprietari) della proprietà di strumenti finanziari a nome di altri soggetti collusi.

Altra condotta tipica (la cui corretta inclusione nella categoria degli ‘altri artifici’ è però oggetto di critiche ⁷⁴) è quella del c.d. *Abusive squeeze*, con cui i soggetti che hanno una significativa influenza sulla domanda o sull’offerta o sulla consegna di uno strumento finanziario o di un prodotto sottostante a uno strumento finanziario derivato, abusano della posizione dominante in modo da distorcere significativamente il prezzo al quale altri operatori sono obbligati, per l’assolvimento dei loro impegni, a consegnare o ricevere o rinviare la consegna dello strumento finanziario o del prodotto sottostante.

Ulteriori esempi di condotte classificate dalla Consob come manipolative sono rappresentati dal *Trading on one market to improperly position the price of a*

⁷³ PARODI, *ibidem*.

⁷⁴ Tra gli altri: SEMINARA, *op. cit.*, pp. 97 ss.

financial instrument on a related market (Operazioni effettuate in un mercato per influenzare impropriamente i prezzi di uno strumento finanziario in un mercato correlato); *Opening a position and closing it immediately after its public disclosure* (Aprire una posizione e chiuderla immediatamente dopo che è stata resa nota al pubblico); *Colluding in the after market of an Initial Public Offer* (Colludere sul mercato secondario dopo un collocamento effettuato nell'ambito di un'offerta al pubblico); *Placing orders with no intention of executing them* (Inserimenti di ordini nel mercato senza l'intenzione di eseguirli); *Creating a floor in the price pattern* (Creazione di una soglia di prezzo minima).⁷⁵

4. La *price sensitivity*

Come chiarito, il delitto in oggetto si configura come reato di pericolo concreto, il cui evento di pericolo descritto è rappresentato dalla concreta idoneità delle condotte (tanto informative, quanto operative) a provocare una 'sensibile alterazione del prezzo' degli strumenti finanziari di riferimento.⁷⁶

L'accertamento della 'concreta idoneità' delle condotte (elemento caratterizzante l'offensività delle stesse e quindi il disvalore penale), risulta particolarmente complesso in quanto sono molteplici i fattori che determinano l'andamento dei prezzi di mercato, e non potrà prescindere dal prendere in considerazione l'eventuale esistenza di fattori concorrenti, da soli sufficienti a cagionare il mutamento della quotazione.⁷⁷

Il concetto di 'alterazione' comprende tanto il rialzo e il ribasso dei prezzi dei titoli, quanto il loro mantenimento forzato ad un livello diverso da quello che si sarebbe determinato in assenza della manipolazione. La natura di reato di pericolo esclude che l'alterazione del prezzo (inteso come punto di incontro tra domanda e offerta) rispetto alla quale misurare la 'sensibilità' debba prodursi effettivamente.

La 'sensibilità' (che riguarda non la condotta manipolativa in sé, ma l'evento della alterazione) "funge da filtro selettivo dei fatti" in quanto vale ad escludere la

⁷⁵ Consob, Comunicazione n. DME/5078692 del 29-11-2005.

⁷⁶ L'uso dell'avverbio 'concretamente' nella norma è indice di antigiridicità speciale del fatto.

⁷⁷ ALESSANDRI, *op. cit.*, p. 96.

rilevanza penale di alterazioni marginali, ed è quindi requisito necessario al fine di evitare che i rialzi e i ribassi fisiologici, che caratterizzano il corso ordinario di ogni strumento finanziario, possano rientrare nell'ambito di operatività della norma.⁷⁸

La constatazione dei potenziali effetti delle condotte di manipolazione sull'alterazione dei prezzi dei titoli deve seguire criteri probabilistici, prescindendo dai risultati poi concretamente prodotti dalla diffusione dell'informazione falsa o della conoscenza degli atti fraudolenti; occorrerà comunque constatare un grado di probabilità elevato, per quanto possibile prossimo alla certezza.

Nella prassi, queste indagini solitamente prendono avvio attraverso i segnali trasmessi dai sistemi di rilevazione elettronica dell'andamento dei mercati, aventi ad oggetto casi in cui effettivamente il prezzo dello strumento finanziario ha registrato una considerevole variazione, perciò sospetta.

L'evento giuridico di pericolo concreto deve essere quindi verificato attraverso il criterio della prognosi postuma, secondo una valutazione *ex ante* in rapporto alla figura del *reasonable investor* (richiamato anche al Considerando 14, MAR), rispetto alla cui reazione all'atto manipolativo sia possibile percepire "un collegamento tra questo e l'alterazione del prezzo dello strumento finanziario, quale idoneità attuale a produrre concretamente effetti distorsivi del mercato, in ragione delle circostanze conosciute o conoscibili nel momento in cui l'operazione è stata posta in essere".⁷⁹

Il concetto di 'sensibile alterazione' (e più in generale il requisito della *price sensitivity*, anche in rapporto alla figura dell'investitore ragionevole) continua a destare critiche da parte della dottrina (non solo italiana); critiche che condussero anche a sollevare sul punto questione di legittimità costituzionale, rigettata con sent. 382/2004.

Tale elemento soffre infatti di un elevato grado di indeterminatezza, in relazione tanto alla 'alterazione' quanto alla 'sensibilità' della stessa, poiché il relativo accertamento "da un lato postula l'individuazione di un prezzo 'corretto' o 'normale' precedente la manipolazione, e dall'altro suppone che gli effetti di quest'ultima siano isolabili dall'azione di ogni fattore concorrente".⁸⁰

⁷⁸ SEMINARA, *op. cit.*, p. 100.

⁷⁹ PARODI, *op. cit.*, pp. 483 ss.

⁸⁰ SEMINARA, *ibidem*,

Inoltre, al fine di stabilire la 'sensibilità' dell'alterazione, non risulta possibile fare riferimento a parametri numerici fissi, relativi alla entità dell'oscillazione del titolo, rendendosi necessario valutare anche le caratteristiche qualitative del singolo titolo, nonché del tipo di mercato in cui lo stesso viene negoziato.

L'effetto *price sensitive* dev'essere quindi considerato in senso relativo, per cui "una oscillazione di prezzo anche non modesta potrebbe ritenersi non sensibile con riferimento, ad es., ad un titolo azionario molto mobile, ed invece una oscillazione modesta potrebbe essere ritenuta sensibile se riguardante un titolo obbligazionario che è stato stabile per lungo tempo".⁸¹

Ad ogni modo, la rilevanza di tali critiche trova un limite nella constatazione della difficoltà definitoria della fattispecie (non essendo la dottrina pervenuta ad alternative lessicali valide per meglio determinare i requisiti della condotta), nonché nel fatto che il criterio della sensibilità interviene su fatti già autonomamente caratterizzati da disvalore penale, e si limita ad elevarne la soglia di punibilità.

5. L'elemento soggettivo

La fattispecie in esame è punita a titolo di dolo generico: il soggetto agente dovrà rappresentarsi e volere gli elementi costitutivi del reato; nel caso di manipolazione informativa dovrà aver agito con la consapevolezza del contenuto falso dei dati diffusi e la coscienza e volontà di diffondere notizie manipolative; mentre, per le operazioni simulate o artificiose, la coscienza e volontà di porre in essere tali condotte fraudolente ed il rappresentarsi la potenziale alterazione delle dinamiche dei prezzi degli strumenti finanziari, come conseguenza della propria condotta tipica, diretta a coinvolgere potenzialmente un numero indeterminato di destinatari.

Il reato previsto dall'art. 185 T.U.F. si differenzia quindi, quanto all'elemento soggettivo, dal reato di agiotaggio comune ex art. 501 c.p., per il quale è richiesto il dolo in forma specifica. Indifferente quindi, ai fini dell'ascrivibilità del reato di manipolazione di mercato, sarà l'individuazione di una particolare finalità della

Vedi anche: POGGI D'ANGELO, *L'accertamento del pericolo concreto nel delitto di manipolazione di mercato - Determination of "Actual Danger" for the Crime of Market Manipulation*, in Cassazione Penale, fasc.1, 2017, pp. 290 ss.

⁸¹ MANNA, *op. cit.*, p. 1011.

condotta; “L’assenza del dolo specifico deve però trovare un ‘contrappeso’ nell’obiettiva lesività del fatto”.⁸²

Va rilevato comunque, che nella quasi totalità dei casi lo scopo che muove i manipolatori non è la diretta alterazione della dinamica dei prezzi in sé, ma il lucro derivante da tale alterazione, che rappresenta solo un evento-mezzo, naturalmente sotteso all’elemento soggettivo del dolo generico.⁸³

Opinioni contrastanti in dottrina si rinvergono sulla configurabilità di un dolo in forma eventuale: ad avviso di chi ne sostiene la validità, la rilevanza del dolo eventuale e l’assenza di un dolo specifico di profitto sarebbero finalizzate, oltre che ad una semplificazione probatoria, a rafforzare la tutela dei meccanismi di funzionamento del mercato, escludendo l’esigenza di individuare una particolare finalità perseguita dall’agente.⁸⁴

Tuttavia, la ricostruzione delle ipotesi delittuose quali fattispecie a consumazione anticipata esclude l’ipotizzabilità di un dolo eventuale, quale mera accettazione del rischio dell’alterazione; in caso contrario si determinerebbe una eccessiva estensione dell’area applicativa delle due fattispecie con il rischio che, “attraverso il labile confine che distingue dolo eventuale da colpa cosciente, vengano sanzionati anche fatti di incauta diffusione di notizie non sufficientemente controllate, che, peraltro, sono assai frequenti nell’ambiente della borsa”⁸⁵, comportamenti questi, più propriamente riconducibili alla colpa.

Dunque, il dolo del reato di manipolazione del mercato, pur non essendo specifico, non può però essere “dissanguato in forme di dolo eventuale integrate da ogni previsione di possibile alterazione del prezzo di strumenti finanziari: la variabilità e l’imprevedibilità dei mercati finanziari impone infatti di escludere la necessità di preoccuparsi di tutte le possibili conseguenze della propria condotta quando questa sia conforme alle ‘regole del gioco’.”⁸⁶

In ogni caso, la delicatezza della questione impone al giudice di pervenire ad un accertamento particolarmente rigoroso dell’elemento soggettivo, valorizzando la

⁸² SEMINARA, *op. cit.*, p. 102.

⁸³ PARODI, *op. cit.*, p. 487.

⁸⁴ Per la tesi favorevole vd. tra gli altri: ALESSANDRI, SEMINARA, MANNA, ZANNOTTI;
Contra: PARODI, MAZZACUVA, AMATI, ROSSI, RAMPIONI.

⁸⁵ FORNASARI, *op. cit.*, p. 89.

⁸⁶ MAZZACUVA-AMATI, *op. cit.*, p. 338.

necessaria natura dissimulativa e ingannatrice, intrinseca ed oggettiva, della condotta complessivamente considerata, la quale non può essere desunta da elementi esterni.

6. Momento e *locus* consumativi

Il delitto di cui all'art. 185 T.U.F. si consuma nel momento e nel luogo in cui viene realizzato l'evento di pericolo, che varia in relazione alle due distinte ipotesi delittuose; come chiarito dall'art. 182, gli illeciti di *market abuse* attinenti a strumenti negoziati su un mercato, un MTF o un OTF italiano, sono puniti secondo la legge italiana anche se commessi all'estero.⁸⁷

La fattispecie di manipolazione informativa, strutturata come reato di mera condotta, si perfeziona con l'atto di diffusione della notizia falsa. La consumazione del reato coincide con il momento in cui la notizia falsa, *price sensitive*, esce dalla sfera di controllo del soggetto attivo e raggiunge una potenzialità indeterminata di destinatari attraverso mezzi di divulgazione.

Il luogo di consumazione, nel caso di divulgazione tramite organi di stampa, è quello della pubblicazione della notizia falsa, mentre, nel caso di utilizzo di canali informativi telematici (bollettini, comunicati stampa, conferenze) o internet, il luogo in cui tali notizie sono immesse nel server della società di gestione del mercato, Borsa Italiana s.p.a., che opera attraverso il *Network Information System*, che da Milano collega in rete, in tempo reale, Borsa italiana e Consob e, con un intervallo di 15 minuti, le agenzie di stampa; a partire dal momento della diffusione attraverso le agenzie di stampa, l'accessibilità del pubblico a tali notizie segna il momento della consumazione⁸⁸; tale orientamento, che comporta la competenza territoriale esclusiva a favore della Procura della Repubblica di Milano, è stato recentemente suffragato anche dal Procuratore Generale presso la Corte di Cassazione con il decreto n. 532/18 del 22.10.18, nel quale si afferma la irrilevanza, ai fini dell'individuazione del *locus commissi delicti*, di "tutte le fasi precedenti il momento della diffusione della notizia, anche se ne costituiscono il presupposto logico-giuridico ed operativo-gestionale".

⁸⁷ Art. 182, c.1 T.U.F.: «I reati e gli illeciti previsti dal presente titolo sono puniti secondo la legge italiana anche se commessi all'estero, qualora attengano a strumenti finanziari ammessi o per i quali è stata presentata una richiesta di ammissione alla negoziazione in un mercato regolamentato italiano o in un sistema multilaterale di negoziazione italiano, o a strumenti finanziari negoziati su un sistema organizzato di negoziazione italiano».

⁸⁸ SEMINARA, *op. cit.*, p. 103.

È tuttavia prevista la possibilità di divulgazione delle comunicazioni al pubblico tramite sistemi di diffusione amministrati da soggetti terzi, in grado di collegare utilizzatori e media; nonché la possibilità per gli stessi emittenti di effettuare direttamente (ed 'in proprio') le comunicazioni, a condizione che questi ultimi utilizzino modalità soggette all'approvazione della Consob; in questi casi il *locus commissivo* non necessariamente sarà Milano.⁸⁹

Nell'eventualità di una pluralità di condotte divulgative di notizie false, potrà risultare integrata un'ipotesi di concorso di reati, in continuità, "qualora a ciascuna divulgazione considerata singolarmente, possa ascriversi un effetto asseverativo amplificativo della precedente falsità."⁹⁰

Di diverso avviso l'orientamento giurisprudenziale (non consolidato), secondo il quale, in ipotesi di plurime condotte manipolative (informative o operative) poste in essere in tempi e luoghi diversi non sarebbe configurabile un'ipotesi di continuazione tra reati, ma un «reato eventualmente permanente» (Cass. 12989/2013).

Per quanto invece riguarda le condotte di manipolazione operativa, che nella prassi frequentemente sono realizzate attraverso una pluralità di atti, il momento consumativo si lega all'insorgenza del pericolo di alterazione del prezzo dello strumento finanziario. Dovendosi tale pericolo accertare alla luce della tipologia di artificio posto in essere, la consumazione può riferirsi all'immissione degli ordini di acquisto o vendita nel circuito telematico ovvero all'esecuzione delle relative transazioni.

Quanto al *locus commissi delicti*, quando l'artificio è realizzato attraverso operazioni di borsa la competenza per territorio appartiene all'autorità giudiziaria del luogo in cui avviene l'abbinamento automatico delle proposte di negoziazione in acquisto e vendita degli strumenti finanziari, che coincide con Milano, sede di Borsa Italiana s.p.a.

Nell'ambito della manipolazione operativa, qualora la capacità di alterare il prezzo dello strumento finanziario interessato sia realizzabile solo tramite perfezionamento di una pluralità di operazioni coordinate, sorrette da un

⁸⁹ MAZZACUVA-AMATI, *op. cit.*, p. 340.

⁹⁰ SEMINARA, *ibidem*.

medesimo disegno manipolativo, va ravvisato un reato unitario, che si consuma nel momento in cui la condotta assume una connotazione concretamente pericolosa per il regolare andamento del mercato.⁹¹

Questione aperta, dato il significativo contrasto dottrinale sul punto, è quella dell'ipotizzabilità del tentativo.

L'ammissibilità della forma tentata va esclusa, secondo una prima fazione, data la natura di reato di pericolo concreto e sulla base della considerazione che l'incriminazione del tentativo produrrebbe una significativa ulteriore anticipazione della tutela, in una materia, quella del *market abuse*, già caratterizzata da eccessiva ampiezza nell'area del penalmente rilevante.

Altra parte della dottrina ne sostiene invece la configurabilità, posta l'agevole ipotizzabilità di atti idonei diretti in modo non equivoco a creare la situazione di pericolo richiamata dalla norma, che "non siano sfociati nella consumazione o abbiano perduto la propria attitudine lesiva, per cause indipendenti dalla volontà dell'agente."⁹²

È necessario comunque evidenziare come le fonti sovranazionali in materia di *market abuse* attribuiscono specifica rilevanza anche al tentativo di manipolazione di mercato (Considerando 13, MAD II; Art. 6, c. 2, MAD II; Considerando 41, MAR).⁹³

7. L'ipotesi contravvenzionale

Il comma 2 *bis* dell'art. 185 T.U.F.⁹⁴, introdotto dal D. Lgs. 101/2009, prevede una ipotesi di manipolazione di natura contravvenzionale: le stesse condotte indicate al

⁹¹ PARODI, *op. cit.*, p. 489.

⁹² SEMINARA, *op. cit.*, p. 105.

⁹³ Considerando 13, MAD II: «Poiché il tentativo di abuso di informazioni privilegiate o di manipolazione del mercato ha ripercussioni negative sui mercati finanziari e sulla fiducia degli investitori in tali mercati, è opportuno che anche tali condotte siano punibili come reati».

Art. 6, c.2, MAD II: «Gli Stati membri adottano le misure necessarie affinché il tentativo di commettere uno dei reati di cui all'articolo 3, paragrafi da 2 a 5 e paragrafo 7, e all'articolo 5 sia punibile come reato».

Considerando 41, MAR: «Per completare il divieto di manipolazione del mercato, il presente regolamento dovrebbe comprendere anche un divieto di tentare una manipolazione del mercato. Un tentativo di manipolazione del mercato dovrebbe essere distinto da una condotta suscettibile di risultare in una manipolazione del mercato, in quanto ambedue le attività sono vietate ai sensi del presente regolamento. A titolo di esempio di tentativi si possono citare le situazioni in cui l'azione è stata iniziata ma non completata, a seguito di un errore tecnologico o di istruzioni di negoziazione cui non è stato dato seguito. Il divieto dei tentativi di manipolazione del mercato è necessario per permettere alle autorità competenti di irrogare sanzioni per tali tentativi».

comma 1 verranno quindi sanzionate in misura significativamente meno afflittiva, nei casi in cui abbiano ad oggetto strumenti finanziari ammessi alla negoziazione, o per i quali è stata presentata una richiesta di ammissione, in un sistema multilaterale di negoziazione (MTF) italiano o di altro Paese dell'Unione Europea, o negoziati su un sistema organizzato di negoziazione (OTF) italiano o europeo, o ancora, strumenti finanziari non contemplati dal T.U.F., il cui prezzo o valore dipende da (o ha effetto su) quello di uno strumento finanziario ivi menzionato.

Si tratta in questo caso di ipotesi speciali, non in riferimento all'azione tipica, che può essere tanto di tipo informativo, quanto operativo, ma solo relativamente ai particolari strumenti posti come *target* della manipolazione.

Per quanto concerne l'elemento soggettivo, in mancanza di espresse indicazioni normative di segno contrario, si ritiene ammissibile anche la punibilità per colpa, "come nel caso in cui la diffusione di notizie false avvenga per imprudenza o imperizia dell'agente".⁹⁵

Visto il carattere speciale di questa fattispecie, se ne dovrà rilevare la prevalenza in caso di interferenza con le altre condotte di manipolazione.

8. Le pratiche di mercato ammesse

Il comma 1 *bis* dell'art. 185 T.U.F. introduce una ipotesi di non punibilità nel caso in cui il fatto sia commesso per il tramite di ordini di compravendita od operazioni effettuate per motivi legittimi ed in conformità a *prassi di mercato ammesse*, ai sensi dell'articolo 13 MAR.⁹⁶

La scriminante citata è stata espressamente introdotta in riferimento all'illecito penale di manipolazione di mercato per effetto del D. Lgs. 107/2018; prima del recente intervento riformatore la stessa era prevista dal comma 4 dell'art. 187 *ter*,

⁹⁴ Art. 185, c.2 *bis*: «Nel caso di operazioni relative agli strumenti finanziari di cui all'articolo 180, comma1, lettera a), numeri 2), 2-bis) e 2-ter), limitatamente agli strumenti finanziari il cui prezzo o valore dipende dal prezzo o dal valore di uno strumento finanziario di cui ai numeri 2) e 2-bis) ovvero ha un effetto su tale prezzo o valore, o relative alle aste su una piattaforma d'asta autorizzata come un mercato regolamentato di quote di emissioni, la sanzione penale è quella della ammenda fino a euro centotremila e duecentonovantuno e dell'arresto fino a tre anni».

⁹⁵ PARODI, *op. cit.*, p. 491.

⁹⁶ Trattasi di una esimente, venendo esclusa solo l'antigiuridicità del fatto, e non di condizione di non punibilità. Vedi MUCCIARELLI, *Gli abusi di mercato riformati e le persistenti criticità di una tormentata disciplina*, in *Diritto Penale Contemporaneo*, 10/2018, pp. 13 ss.

solo quindi con riferimento all'illecito amministrativo, circostanza questa, che aveva dato adito a molteplici contrasti dottrinali ed applicativi.

La nozione di prassi di mercato ammessa non è precisata direttamente dal T.U.F.: all'art. 180 c.1, lette), così come all'art. 185 c.1 bis, si fa infatti espresso rinvio all'art. 13 MAR.

Come precisato al Considerando 42 della menzionata normativa sovranazionale, l'individuazione delle pratiche ammesse in un determinato mercato è demandata alle *Authorities* di vigilanza attive su quel mercato⁹⁷; l'art. 13 detta alcuni dei criteri che tali autorità dovranno seguire nell'istituzione delle prassi ammissibili ed impone un preventivo necessario atto di assenso da parte della *European Securities and Markets Authority*.

Le prassi di mercato ammesse si presentano quindi come pratiche di cui è ragionevole attendersi l'esistenza in uno o più mercati finanziari, perciò ammesse o per lo meno individuate dalla Consob.

Obiettivo del riconoscimento delle prassi ammesse è quello di mandare esenti da sanzioni penali, rendendole atipiche, operazioni speculative normalmente accettate e rispettose delle regole di mercato, che condividono tuttavia tratti delle condotte manipolative vere e proprie, essendo in grado di sortire una alterazione del prezzo degli strumenti di riferimento: ne sono esempi i c.d. *cross orders*, ordini di segno opposto ultimati dallo stesso operatore e che sono leciti se realizzati in ottemperanza alle norme del Regolamento Mercati Consob, ma che possono facilmente diventare illeciti, dando luogo ai c.d. *improper matched orders* (per la cui definizione si rimanda al par. 3.2).⁹⁸

La conformità a prassi di mercato ammesse non è però l'unica condizione di efficacia della scriminante in oggetto: le condotte dovranno infatti essere poste in essere 'per motivi legittimi'. Di queste due condizioni, "cumulative e non alternative", la seconda non è definita a livello normativo: i 'motivi legittimi' andranno quindi accertati in concreto, alla luce del fine perseguito dall'agente e della sua coerenza con gli effetti della condotta realizzata.⁹⁹

⁹⁷ Considerando 42, MAR: «[...] Una prassi di mercato ammessa può essere determinata solo dall'autorità competente responsabile della sorveglianza degli abusi di mercato per il mercato interessato. Una prassi ammessa in un determinato mercato non può essere considerata applicabile ad altri mercati, a meno che le autorità competenti di tali altri mercati non abbiano ufficialmente accettato tale prassi [...]».

⁹⁸ MAZZACUVA-AMATI, *op. cit.*, pp. 346 ss.

⁹⁹ SEMINARA, *op. cit.*, p. 101.

Sussisterà motivo legittimo quando sarà riconoscibile un significato economico lecito nelle motivazioni delle operazioni con attitudine manipolativa, ma il cui effetto a quel punto potrà essere considerato inoffensivo.

Tale è il caso, ad esempio, dei comportamenti di natura manipolativa ma finalizzati a neutralizzare altrui manovre illecite sui propri titoli (c.d. aggio difensivo).¹⁰⁰

La norma (come confermato dal Considerando 42, MAR, I periodo ¹⁰¹) prevede un'inversione dell'onere della prova, incombente sul soggetto artefice della condotta, il quale avrà l'obbligo di fornire elementi che dimostrino la mancanza dell'antigiuridicità del fatto, per aver agito in conformità a prassi di mercato ammessa, con annessa prova del fondamento di tale prassi, nonché della legittimità dello scopo perseguito.¹⁰²

Di fatto quindi, la clausola di esenzione prevista dall'art. 185 c.1 *bis* T.U.F., "funziona come un antidoto alla penalizzazione 'a tappeto' delle condotte, ampie e generiche, descritte dalla norma, affidando di fatto, alle mani dell'interprete, uno strumento che neutralizza la tipicità del fatto tipico".¹⁰³

9. Il trattamento sanzionatorio

L'art. 185 T.U.F. prevede per il delitto di manipolazione di mercato la pena della reclusione da uno a sei anni e la multa da euro ventimila a euro cinque milioni.

Con la sola eccezione della entità della multa, si registra una parificazione tra il trattamento sanzionatorio del delitto in oggetto e quello di abuso di informazioni privilegiate (art. 184 T.U.F.), nonostante la loro ben diversa attitudine lesiva.

¹⁰⁰ PARODI, *op. cit.*, p. 498.

¹⁰¹ Considerando 42, MAR: «Fatte salve la finalità del presente regolamento e le sue disposizioni direttamente applicabili, una persona che compie operazioni o inoltra ordini di compravendita che possano essere configurati come manipolazione del mercato può essere in grado di dimostrare che le sue motivazioni per compiere tali operazioni o inoltrare tali ordini erano legittime, e che dette operazioni e ordini erano conformi alle prassi ammesse sul mercato in questione[...]».

¹⁰² AMBROSETTI-MEZZETTI-RONCO, *Diritto penale dell'impresa*, Zanichelli, 2009, p. 232.

¹⁰³ CADOPPI-CANESTRARI-MANNA-PAPA, *op. cit.*, p. 729.

Le pene previste per i reati di *market abuse* videro un sostanziale raddoppio per effetto dell'art. 39 c. 1¹⁰⁴ della legge n. 262/2005¹⁰⁵, in base al quale, quindi, la corretta determinazione della effettiva cornice edittale prevista per il reato in trattazione corrisponderà alla reclusione da 2 a 12 anni, mentre per ciò che riguarda la pena pecuniaria non appare possibile ritenere attivo il raddoppio, tenuto conto che lo stesso, in base al dettato dell'art. 39, dev'essere operato entro i limiti previsti dal Codice Penale per ciascun tipo di pena, limiti che già risultano ampiamente oltrepassati dalla 'pena base' prevista dall'art. 185 T.U.F. al netto del raddoppio; viene altresì in rilievo, per suffragare la tesi dell'impossibile operatività della legge 262/2005 in relazione alle pene pecuniarie, la notevole incidenza sul trattamento sanzionatorio rappresentata dalla circostanza aggravante di cui al comma 2 del presente articolo.¹⁰⁶

Al comma secondo è infatti prevista una circostanza aggravante speciale ad effetto speciale, che incide sulla sola pena pecuniaria della multa: si attribuisce al giudice la possibilità di «aumentare la multa fino al triplo o fino al maggiore importo di dieci volte il prodotto o il profitto conseguito dal reato quando, per la rilevante offensività del fatto, per le qualità personali del colpevole o per l'entità del prodotto o del profitto conseguito dal reato, essa appare inadeguata anche se applicata nel massimo.»

La previsione dell'aggravante speciale corrisponde alla tendenza normativa di ancorare la misura sanzionatoria all'entità economica del fatto commesso, ma è stata duramente criticata in quanto "eleva la forbice edittale fino a raggiungere dimensioni inusuali e tali da precludere al destinatario della norma penale la possibilità di predeterminare con un minimo di certezza le conseguenze sanzionatorie della sua condotta."¹⁰⁷

Nell'eventualità in cui si giunga ad una previa valutazione di inadeguatezza della pena edittale, anche se irrogata in misura massima, l'applicazione di questa circostanza aggravante presenta ampi margini di discrezionalità applicativa "sia quanto all'entità di determinazione della pena pecuniaria, di difficile calcolo con

¹⁰⁴ Art. 39 c. 1, L.262/2005: «Le pene previste [...] dal testo unico di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 [...], sono raddoppiate entro i limiti posti per ciascun tipo di pena dal libro I, titolo II, capo II, del codice penale».

¹⁰⁵ La stessa legge comportò anche una quintuplicazione delle corrispondenti sanzioni amministrative pecuniarie delle quali si tratterà al Capitolo III.

¹⁰⁶ Ragionamento del tutto analogo può essere svolto anche in riferimento al delitto di *insider trading*, art. 184 T.U.F.

¹⁰⁷ FORNASARI, *op. cit.*, p. 96.

riferimento a reati strutturati in forma di fattispecie di pericolo, sia soprattutto per il ricorso a elementi di incerta applicazione.”¹⁰⁸

L'inadeguatezza della pena massima potrà essere determinata dall'individuazione di elementi idonei a provocare una 'rilevante offensività' del fatto, sulla base della gravità oggettiva delle forme di manifestazione della condotta manipolativa, con riguardo alle modalità utilizzate per la divulgazione della notizia falsa, o alla portata delle operazioni poste in essere, anche in relazione all'interesse degli investitori lesi.

Tale inadeguatezza sarà ravvisabile anche in rapporto alla 'entità del prodotto e del profitto conseguito dal reato' valutati complessivamente degli effetti dannosi, di natura non strettamente economica, prodotti dalle condotte false o fraudolente.

Il profitto derivante dal reato di manipolazione può consistere per l'agente nella acquisizione della plusvalenza delle azioni detenute ovvero nella evitata perdita di valore delle stesse, quando il vantaggio presenti i caratteri di una immediata derivazione dall'illecito e della concreta effettività.

Altro elemento, di tipo soggettivo, possibile indice di inadeguatezza è ravvisato nelle 'qualità personali del colpevole'; come anticipato al par. 2, solo ai fini della determinazione di questa aggravante potrà venire in rilievo l'eventuale posizione qualificata dell'agente (ad es. amministratori o dirigenti di una società).

Tuttavia, la menzione di questo elemento è stata molto criticata dato il suo aspetto 'personalistico', non sufficientemente definito dalla norma, inserito in un contesto, quale quello dell'ascrizione dell'aggravante in oggetto, caratterizzato da un potere discrezionale del giudice già di per sé molto esteso, e che condurrebbe ad una deriva soggettiva che si pone in evidente contrasto con i criteri del diritto penale minimo, oggettivo e fattuale che costituiscono il fondamento della materia.

L'art. 186 T.U.F. prevede, per entrambi i delitti di *market abuse*, l'applicazione delle pene accessorie della interdizione dai pubblici uffici o da una professione, l'interdizione temporanea dagli uffici direttivi delle persone giuridiche e delle imprese, o l'incapacità di contrarre con la Pubblica Amministrazione, per una durata non inferiore a sei mesi e non superiore a due anni; è inoltre disposta la

¹⁰⁸ PARODI, *op. cit.*, p. 490.

pubblicazione della sentenza su almeno due quotidiani, di cui uno economico, a diffusione nazionale.

Ad integrare l'apparato sanzionatorio vi è infine l'art. 187 T.U.F. che prevede la misura di sicurezza della confisca del prodotto o del profitto conseguito dal reato e dei beni utilizzati per commetterlo.

Si tratta di una ipotesi di confisca speciale, caratterizzata dalla sua obbligatorietà, applicabile anche all'ipotesi contravvenzionale, e, come previsto al comma 2, anche nella forma della confisca per equivalente, qualora risulti impossibile la confisca diretta.

La dottrina si è interrogata sulla corretta individuazione del profitto confiscabile, ed in particolare se la norma faccia riferimento al 'profitto netto' (consistente ad es. nelle plusvalenze al netto del tasso di interesse ottenute da operazioni borsistiche viziate), trattandosi di fattispecie di "reati in contratto", ovvero se, come sostenuto dalla giurisprudenza prevalente, a far parte del 'profitto' debbano rientrare anche le attività, pur intrinsecamente lecite, preordinate alla realizzazione della fattispecie, escludendo nel concetto di profitto parametri valutativi di tipo aziendalistico quali quello del profitto netto.¹⁰⁹

In relazione alla criticata confiscabilità dei beni strumentali alla commissione del reato, esclusa per effetto del D. Lgs. 107/2018 con riguardo al solo illecito amministrativo e non per il delitto, "la maggiore e immutata estensione dello strumento ablatorio di matrice penalistica risulta ardua da giustificare sotto il profilo della ragionevolezza" e del canone dell'eguaglianza, determinando un evidente eccesso punitivo.¹¹⁰

Preso atto del complesso apparato sanzionatorio posto dal legislatore a tutela del divieto di manipolazione di mercato, appare evidente come questa fattispecie di reato risulti attestarsi tra quelle più gravemente punite nell'intero sistema penale del nostro ordinamento. Tale entità repressiva, criticata sotto il profilo del rispetto dei principi di proporzionalità e ragionevolezza, nonché in termini di coerenza complessiva del sistema (viste le ben più esigue e inefficienti pene previste per altri reati, pur gravi, in materia economica), appare comunque coesa con l'indirizzo di

¹⁰⁹ MAZZACUVA-AMATI, *op. cit.*, pp. 342 ss.

¹¹⁰ BASILE, *Mini-riforma del market abuse: obiettivi mancati ed eterogenesi dei fini nel D.Lgs. n. 107/2018*, in *Diritto penale e processo*, 3/2019, p. 336.
Vedi anche: MUCCIARELLI, *op. cit.*

tutela in tema di *market abuse* adottato dal legislatore eurounitario, che mantiene ben chiari i rischi connessi agli effetti potenzialmente catastrofici delle condotte in esame, i quali possono arrivare a compromettere la stabilità economico-finanziaria degli Stati, eventualità questa, che va senza dubbio scongiurata specialmente in un contesto, quello europeo, caratterizzato da una sempre maggiore interdipendenza economica.

Gli altri aspetti sanzionatori della manipolazione di mercato, attinenti al versante amministrativo dell'illecito, verranno adeguatamente approfonditi nel Capitolo seguente.

Capitolo III

1. Profili di illiceità amministrativa

1.1. L'illecito amministrativo ex art. 187 *ter* T.U.F.

In base all'art. 187 *ter* T.U.F.: «Salve le sanzioni penali quando il fatto costituisce reato, è punito con la sanzione amministrativa pecuniaria da ventimila euro a cinque milioni di euro chiunque viola il divieto di manipolazione del mercato di cui all'articolo 15 del regolamento (UE) n. 596/2014¹¹¹».

La menzionata riforma del 2018 è intervenuta su tale norma elidendo ogni indicazione definitoria della condotta illecita sanzionata, ed operando un mero rinvio al generico art. 15 del regolamento MAR, ponendo fine in questo modo ad ogni differenziazione nominale tra le condotte manipolative penalmente rilevanti, e le corrispondenti condotte generative di illiceità amministrativa.

Prima di tale intervento innovatore, le due fattispecie non si presentavano come compiutamente corrispondenti essendo ravvisabili elementi differenziali maggiormente dettagliati con riguardo all'illecito amministrativo, e non essendo presente all'art. 187 *ter* del T.U.F. previgente alcun riferimento al dato quantitativo ed all'effetto *price sensitive* delle condotte.

L'adozione della tecnica del rinvio ha, anche in questo caso, dato luogo a critiche, avendo amplificato l'indeterminatezza definitoria delle condotte in questione, rilevando che: “sebbene in materia d'illecito amministrativo le esigenze di precisione e determinatezza siano meno stringenti che in ambito penale, non sembra tuttavia che un rinvio tanto ampio e generalizzato assicuri in modo soddisfacente l'esigenza di disporre *ex ante* di un quadro netto di ciò che può comportare sanzioni anche di spiccata gravità.”¹¹²

Anche quindi all'indomani dell'emanazione del D. Lgs. 107/2018, il legislatore non è giunto a concretizzare una definita distinzione tra le condotte di *market abuse* più

¹¹¹ Art. 15 MAR: «Non è consentito effettuare manipolazioni di mercato o tentare di effettuare manipolazioni di mercato.»

¹¹² MUCCIARELLI, *Gli abusi di mercato riformati e le persistenti criticità di una tormentata disciplina*, in *Diritto Penale Contemporaneo*, 10/2018, p. 17.

gravi, da assoggettare a sanzione penale, e quelle meno gravi, da sanzionare in via amministrativa, demandando al giudice tale gravoso ed opinabile compito, da svolgere caso per caso, con tutte le conseguenze che ciò può comportare in termini di disomogeneità/plurivocità applicativa.

Anche dal punto di vista sanzionatorio, quanto alla misura della sanzione pecuniaria non vi sono differenze tra la norma in oggetto e la multa prevista dall'art. 185, e inoltre, anche con riguardo all'illecito amministrativo di manipolazione di mercato è attribuita al giudice la facoltà discrezionale di incrementare la misura massima della sanzione ¹¹³; in questo caso però, a differenza di quanto previsto al comma 2 art. 185, vi è il riferimento espresso, accanto al profitto, alle perdite evitate per opera dell'illecito; l'autorità amministrativa competente ad irrogare tali sanzioni 'aggravate' dovrà inoltre tener conto dei criteri di commisurazione indicati all'art. 194 *bis* (ad es. gravità e durata della violazione, grado di responsabilità, capacità finanziaria del responsabile, eventuali pregiudizi cagionati a terzi, potenziali conseguenze sistemiche della violazione etc.).

Ad avviso della dottrina e giurisprudenza prevalenti e come confermato anche dal dettato sovranazionale ¹¹⁴, le ipotesi di illecito amministrativo di manipolazione di mercato sono sanzionabili sia a titolo di dolo, sia a titolo di colpa, non essendo ravvisabili nelle norme di riferimento elementi qualificanti condotte esclusivamente dolose. In ogni caso, però, le condotte colpose appaiono "del tutto residuali proprio per l'intrinseco carattere finalistico di profitto delle condotte dei manipolatori". ¹¹⁵ Parimenti a quanto previsto dall'art. 185 c. 1 *bis*, l'aver agito in conformità a prassi di mercato ammesse e per motivi legittimi è causa di esclusione dall'assoggettabilità alla sanzione amministrativa in esame.

La legge 262 del 2005 (c.d. 'legge risparmio'), nell'ambito di un generale incremento sanzionatorio per i fatti di abuso di mercato (che aveva determinato il raddoppio delle pene detentive per i reati agli artt. 184 e 185 T.U.F.) disponeva all'art. 39 c. 3 la

¹¹³ L'Art. 187 *ter* c.2 fa rinvio all'Art.187 *bis* c. 5: «Le sanzioni amministrative pecuniarie previste dal presente articolo sono aumentate fino al triplo o fino al maggiore importo di dieci volte il profitto conseguito ovvero le perdite evitate per effetto dell'illecito quando, tenuto conto dei criteri elencati all'articolo 194 *bis* e della entità del prodotto o del profitto dell'illecito, esse appaiono inadeguate anche se applicate nel massimo».

¹¹⁴ Considerando 23, MAD II: «[...] le sanzioni per le violazioni del regolamento (UE) n. 596/2014 non richiedono che sia comprovato il dolo o che gli illeciti siano qualificati come gravi [...]».

¹¹⁵ PARODI, *Diritto penale dell'impresa*, Giuffrè, 2017, p. 500.

quintuplicazione delle sanzioni amministrative; solo nel 2015, con il D. lgs. n. 72¹¹⁶ si è prodotta una 'dequintuplicazione' degli importi minimi e massimi di tali sanzioni amministrative pecuniarie. Proprio su quest'ultimo intervento legislativo, è stata avanzata questione di legittimità costituzionale per violazione degli artt. 3 e 117 c. 1 Cost., nella misura in cui tale testo non avrebbe la dovuta efficacia retroattiva di una *lex mitior* in ossequio ai principi del *favor rei*; la questione è stata però dichiarata inammissibile dalla Consulta con sentenza 21 marzo 2019, n. 63.

Per effetto della recente riforma del 2018 il comparto sanzionatorio amministrativo di cui trattasi, è stato inoltre arricchito delle disposizioni introdotte agli artt. 187 *ter.1* e 187 *quater*.

Il nuovo art. 187 *ter.1* introduce sanzioni amministrative a carico della persona fisica che agisca in violazione degli obblighi di prevenzione, individuazione e segnalazione degli abusi di mercato previsti dagli articoli 16, 17, 18, 19 e 20 MAR. In questi casi, è prevista l'irrogazione di una sanzione principale di natura pecuniaria (art. 187 *ter.1* commi 2 e 5), oltre alla possibilità per la Consob di comminare ulteriori sanzioni, di natura ingiuntiva, riparatoria o interdittiva, fra quelle previste dall'art. 30 §2 lettere a-g) MAR: ingiunzione al responsabile di porre termine alla condotta e di non reiterarla; restituzione dei guadagni realizzati o delle perdite evitate grazie alla violazione, per quanto determinati; avvertimento pubblico che indica il responsabile della violazione e la natura della stessa; interdizione temporanea o permanente dalle funzioni dirigenziali in società di investimento o dalla negoziazione per conto proprio.

L'inosservanza di queste misure comporta (art. 187 *ter.1*, c. 10) «l'aumento fino ad un terzo della sanzione amministrativa pecuniaria irrogata ovvero l'applicazione della sanzione amministrativa pecuniaria prevista per la violazione originariamente contestata aumentata fino ad un terzo».

Ad inasprire il trattamento punitivo provvede poi il comma 7, in forza del quale «se il vantaggio ottenuto dall'autore della violazione come conseguenza della violazione stessa è superiore ai limiti massimi indicati nel presente articolo, la sanzione amministrativa pecuniaria è elevata fino al triplo dell'ammontare del vantaggio ottenuto, purché tale ammontare sia determinabile».

¹¹⁶ Attuativo della direttiva UE CRD IV.

La norma in oggetto prevede sanzioni anche per la persona giuridica, su cui si tornerà al par. 1.3.

Inoltre, il comma 9 prevede, qualora la violazione sia di scarsa offensività o pericolosità, la possibilità di irrogare, in luogo delle sanzioni pecuniarie, «un ordine di eliminare le infrazioni contestate, con eventuale indicazione delle misure da adottare e del termine per l'adempimento, e di astenersi dal ripeterle» ovvero «una dichiarazione pubblica avente ad oggetto la violazione commessa e il soggetto responsabile, quando l'infrazione contestata è cessata».

Sulla determinazione dei criteri indice di scarsa offensività o pericolosità, il legislatore non fornisce parametri di valutazione, per cui si è evidenziato come «la scelta terminologica mostra una consistente approssimazione tecnica del legislatore, che giustappone i concetti di offensività e pericolosità, mentre è nozione comunemente intesa che l'offensività abbia portata generale, comprensiva della pericolosità (come esposizione a pericolo del bene protetto) e della lesività (che vale a caratterizzare l'effettiva lesione del bene stesso)». ¹¹⁷

All'art. 187 *quater* sono invece introdotte sanzioni accessorie a quelle pecuniarie previste dagli articoli 187 *bis* e 187 *ter*. Si tratta di misure obbligatorie, della durata non inferiore a due mesi e non superiore a tre anni, che possono consistere in interdizione temporanea dallo svolgimento di funzioni di amministrazione, direzione e controllo di società quotate o appartenenti a gruppi quotati, sospensione dal registro dei revisori legali o dall'albo dei consulenti finanziari, fino ad arrivare all'interdizione permanente in caso di reiterazione. ¹¹⁸ Inoltre, al comma 3 è attribuita alla Consob la possibilità, tenuto conto della gravità della violazione e del grado della colpa, di «intimare ai soggetti abilitati, ai gestori del mercato, agli emittenti quotati e alle società di revisione di non avvalersi, nell'esercizio della propria attività e 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, nonché applicare nei confronti dell'autore della violazione l'interdizione temporanea dalla conclusione di operazioni, ovvero alla immissione di ordini di

¹¹⁷ MUCCIARELLI, *op. cit.*, p. 19.

¹¹⁸ Art. 187 *quater c. 2-bis*: «Quando l'autore dell'illecito ha già commesso, due o più volte negli ultimi dieci anni, uno dei reati previsti nel Capo II ovvero una violazione, con dolo o colpa grave, delle disposizioni previste dagli articoli 187-bis e 187-ter, si applica la sanzione amministrativa accessoria dell'interdizione permanente dallo svolgimento delle funzioni di amministrazione, direzione e controllo all'interno dei soggetti indicati nel comma 1, lettere a) e b), nel caso in cui al medesimo soggetto sia stata già applicata l'interdizione per un periodo complessivo non inferiore a cinque anni».

compravendita in contropartita diretta di strumenti finanziari, per un periodo non superiore a tre anni».

Infine, anche nel caso delle suddette sanzioni amministrative principali, l'art. 187 *sexies* prevede la confisca obbligatoria del prodotto o del profitto dell'illecito, anche nella forma per equivalente.

La confiscabilità del solo profitto o prodotto dell'illecito in sede amministrativa è il risultato di un ridimensionamento della misura per effetto del D. Lgs. 107/2018, il quale però, come anticipato *supra*, non è stato esteso anche alla confisca penale ex art. 187, generando così un difetto di coordinamento. Nemmeno l'art. 187 *sexies* è però andato esente da critiche, in quanto il legislatore del 2018 avrebbe ecceduto i limiti posti dalla legge di delega ¹¹⁹ che riguardava “*expressis verbis*, il solo ‘profitto’ degli illeciti amministrativi e non anche il ‘prodotto’ dei medesimi”¹²⁰. Ne segue una censura di illegittimità costituzionale della norma nella parte in cui prevede la confisca di quanto non costituisce ‘profitto’ in senso stretto.

Nel complesso, tanto le misure principali, quanto quelle accessorie, risultano, come è evidente, caratterizzate da particolare afflittività, incidendo direttamente sulla libertà personale del soggetto, che non va intesa esclusivamente come limitazione fisica dell'individuo, ma “concerne infatti e senz'altro anche la possibilità di svolgere ogni attività lavorativa (dipendente o autonoma) lecita”, possibilità che rappresenta l'estrinsecazione di un diritto fondamentale costituzionalmente protetto.¹²¹

Quello della particolare afflittività è elemento che assume centrale rilevanza per valutare la compatibilità del trattamento sanzionatorio complessivamente irrogato, con il principio del *ne bis in idem* garantito dall'art. 50 della CDFUE, di cui si passa ora a trattare.

¹¹⁹ Art. 8 L. n. 163/2017: «[...]assicurare l'adeguatezza della confisca, prevedendo che essa abbia ad oggetto, anche per equivalente, il profitto derivato dalle violazioni delle previsioni del regolamento (UE) n. 596/2014».

¹²⁰ BASILE, *Mini-riforma del market abuse: obiettivi mancati ed eterogenesi dei fini nel D.Lgs. n. 107/2018*, in *Diritto penale e processo*, 3/2019, p. 335.

¹²¹ MUCCIARELLI, *op. cit.*, p. 7.

1.2. Il doppio binario sanzionatorio e le criticità in tema di *ne bis in idem*

Dalla lettura degli artt. 185 e 187 *ter* T.U.F. risulta chiaro come la realizzazione di un singolo fatto di *market manipulation* (ma il discorso vale anche per l'*insider trading*) ingeneri contestualmente responsabilità penale ed amministrativa, poiché i fatti materiali sanzionati sono strutturalmente coincidenti.

Ci si trova quindi al cospetto di una ipotesi di c.d. doppio binario sanzionatorio, produttivo di un cumulo relativo non solo alle sanzioni principali, ma anche a quelle accessorie ed alla confisca.

La sussistenza di questo meccanismo è confermata anche dal dato letterale, difatti, la clausola di apertura dell'art. 187 *ter* reca «salve le sanzioni penali quando il fatto costituisce reato» e non 'salvo che il fatto costituisca reato', viene quindi fatta 'salva' la sanzione penale e dunque per lo stesso fatto storico si determina l'infrazione di una duplice sanzione, escludendo l'operatività del principio di specialità; anche l'art. 187 *duodecies*, nel regolare i rapporti tra procedimenti, stabilisce che quello amministrativo dinnanzi alla Consob non possa essere sospeso per la pendenza di un procedimento penale avente ad oggetto i «medesimi fatti».

Il sistema del doppio binario sanzionatorio è stato da sempre criticato dalla dottrina come difficilmente compatibile con il principio dell'*extrema ratio* caratteristico del diritto penale, oltre che poco coerente rispetto ai fondamentali canoni di proporzionalità e ragionevolezza dell'intervento penale. Tuttavia, nonostante gli aspetti critici, l'esistenza di un simile meccanismo sanzionatorio non è di per sé contraria al diritto costituzionale, né al diritto dell'Unione Europea, posto il necessario rispetto di alcuni requisiti indicati dalla Corte di Giustizia Europea.

Peraltro, la scelta di introdurre il doppio binario non è obbligata, ma demandata alla discrezionalità degli Stati: il Considerando 72 MAR stabilisce infatti che «gli Stati membri non sono tenuti a imporre sanzioni sia amministrative che penali per lo stesso reato, ma possono farlo se il loro diritto nazionale lo consente».

Qualora i legislatori nazionali scelgano tale opzione, la direttiva MAD II impone che sia assicurato il rispetto del principio del *ne bis in idem* (sia sul versante processuale, sia su quello sostanziale).¹²²

Come già anticipato, ad essere obbligatoria in base alla Direttiva MAD II è la sola predisposizione di un apparato incriminatore per i fatti di *market abuse*, mentre viene facoltizzata la possibilità di adottare sanzioni amministrative.

In ogni caso, come acutamente rilevato in dottrina, per quanto il Legislatore eurounitario e nazionale propenda per una sempre maggiore incisività della tutela penale, forte del suo carattere simbolico prima ancora che deterrente, è “ben presto costretto a constatare come non sia possibile rinunciare alla sanzione amministrativa, poiché è in realtà quest’ultima ad essere la più adatta al contesto finanziario, perché più graduabile e flessibile del rigido strumento penalistico”.¹²³

Per esigenze di sintesi si procede ora ad analizzare sommariamente l’assetto giurisprudenziale sovranazionale in materia di *ne bis in idem* e cumulo sanzionatorio.

La Corte di Giustizia dell’UE ha affermato¹²⁴ che due diverse sanzioni possono colpire lo stesso comportamento senza ledere il principio del *ne bis in idem* enunciato all’art. 4 prot. 7, CEDU e all’art. 50 della Carta dei diritti fondamentali dell’Unione europea.¹²⁵

Purtuttavia, la Corte Europea per i Diritti dell’Uomo, chiamata a valutare l’ammissibilità del sistema del doppio binario sanzionatorio in vigore nel nostro ordinamento, nella celebre sentenza ‘Grande Stevens e altri c. Italia’¹²⁶ ne ha affermato l’incompatibilità con la CEDU per violazione del diritto all’equo processo, art. 6 § 1, e per violazione del divieto di *ne bis in idem*. Una simile conclusione è scaturita dall’interpretazione che i giudici di Strasburgo hanno attribuito proprio

¹²² Considerando 23 MAD II: «[...] Nell’applicare la normativa nazionale di recepimento della presente direttiva, gli Stati membri dovrebbero garantire che l’irrogazione di sanzioni penali per i reati ai sensi della presente direttiva e di sanzioni amministrative ai sensi del regolamento (UE) n. 596/2014 non violi il principio del *ne bis in idem*.».

¹²³ CONSULICH, *Manipolazione dei mercati e diritto eurounitario*, in *Le società*, 2/2016, p. 204.

¹²⁴ Sent. CGUE, Sez. III, 23 dicembre 2009, Spector Photo Group.

¹²⁵ Art. 4, prot. 7, CEDU: «Nessuno potrà essere perseguito o condannato penalmente dalla giurisdizione dello stesso Stato per un’infrazione per cui è già stato scagionato o condannato a seguito di una sentenza definitiva conforme alla legge ed alla procedura penale di tale Stato».

Art. 50 CDFUE: «Nessuno può essere perseguito o condannato per un reato per il quale è già stato assolto o condannato nell’Unione a seguito di una sentenza penale definitiva conformemente alla legge».

¹²⁶ Corte EDU, 4 marzo 2014, Ricorso n. 18640/10.

alle norme interne relative alla responsabilità amministrativa in materia di *market abuse* ed ai conseguenti sviluppi procedurali e sanzionatori.

Si è infatti stabilito che le sanzioni amministrative previste dal capo III del T.U.F. sebbene irrogate da una autorità amministrativa, Consob, all'esito di un procedimento amministrativo, debbano considerarsi come sanzioni di natura 'sostanzialmente penale'.

La 'natura penale' in rapporto alla Convenzione europea viene ricavata da autonomi criteri, i quali tendono a ricomprendere nella materia penale e nelle relative garanzie tutte le infrazioni e sanzioni che, al di là della nomenclatura formale utilizzata da uno degli Stati membri, risultino caratterizzate da un contenuto sostanzialmente punitivo e/o da una dimensione intrinsecamente afflittiva.¹²⁷

Se, infatti, la sanzione ha una finalità repressiva/punitiva, l'illecito deve essere assoggettato a tutte le garanzie penalistiche, anche in presenza di una diversa disciplina e qualificazione nel diritto interno, e, con riguardo agli artt. 187 *bis* e *ter* T.U.F., si è chiarito che "l'obiettivo primario perseguito con gli interventi amministrativi da parte della Consob è quello di garantire la tutela del risparmio, interesse che di regola è presidiato con strumenti penali" e che tali sanzioni perseguono uno scopo eminentemente repressivo e afflittivo, considerata l'entità degli importi che la sanzione pecuniaria può raggiungere, il complesso delle sanzioni accessorie interdittive, nonché la circostanza che l'*Authority* commina le sanzioni in funzione della gravità della condotta ascritta e non del danno provocato agli investitori.¹²⁸

Da ciò scaturisce la necessità di estendere al procedimento dinanzi alla Consob, tutte le garanzie processuali in materia penale, e l'impossibilità di una duplicazione del procedimento già concluso, se i fatti ascritti ai ricorrenti dinanzi alla Consob e dinanzi ai giudici penali risultino riconducibili alla stessa condotta naturalistica (*idem factum*), indipendentemente dalla constatazione che gli elementi costitutivi degli illeciti previsti siano o meno identici sul piano formale (*idem legale*).

¹²⁷ GAMBARDELLA, *Condotte economiche e responsabilità penale*, Giappichelli, 2018, p. 355.

¹²⁸ MAZZACUVA-AMATI, *Diritto penale dell'economia*, IV ed., CEDAM, 2018, p. 353.

Ancora pronunciando in materia di doppio binario sanzionatorio ¹²⁹, la Corte di Strasburgo ha introdotto alcuni parametri il cui rispetto da parte del legislatore nazionale è idoneo ad assicurarne la compatibilità con la CEDU. La sentenza della *Grand Chambre* 'A. e B. c. Norvegia' ha segnato infatti un, pur criticato, sviluppo nell'orientamento giurisprudenziale sovranazionale, sancendo il necessario rispetto di un rapporto di "*sufficiently close connection in substance and time*" dei due procedimenti e delle due sanzioni (c.d. *Nilsson test*).

Tale connessione va assicurata mediante una stretta cooperazione delle autorità giudiziaria e amministrativa nell'*iter* procedimentale, anche in ambito probatorio, in modo da assicurare che i due procedimenti abbiano scopi finali differenti, nel perseguimento di profili diversi della medesima condotta antisociale, nonché nella necessità di tenere conto delle sanzioni irrogate nel procedimento che si concluda per primo, in modo da evitare duplicazioni.

Questo criterio è stato bocciato da autorevole dottrina come "vaghissimo e arbitrario" in quanto "costruito attorno a indicatori (e non a veri e propri requisiti) manipolabili *ad libitum* dall'interprete". ¹³⁰

Ulteriori linee guida relative ai criteri di ammissibilità del doppio binario sanzionatorio sono state indicate dalla CGUE (sentt. Menci, *Garlsson Real Estate*, *Di Puma* e altri ¹³¹) e sono riassumibili nella previsione di una base legale chiara e precisa della disciplina del cumulo sanzionatorio che consenta al soggetto di prevedere quali atti e omissioni possano costituire oggetto di un siffatto cumulo di procedimenti e di sanzioni; nel rispetto della c.d. complementarietà finalistica del cumulo sanzionatorio, in base alla quale i procedimenti e le sanzioni devono attenersi a scopi complementari vertenti su aspetti differenti della medesima condotta illecita; e infine, nel garantire il canone della proporzionalità del complessivo trattamento sanzionatorio rispetto agli scopi perseguiti, cosicché il cumulo non ecceda i limiti di ciò che è idoneo e strettamente necessario al loro conseguimento, e non violi l'art. 49 § 3 della CDFUE secondo cui l'insieme delle sanzioni inflitte deve corrispondere alla gravità del reato commesso. ¹³²

¹²⁹ Corte EDU, 15 novembre 2016, ricorsi nn. 24130/11 e 29758/11.

¹³⁰ VIGANÒ, *La Grande Camera della Corte di Strasburgo su ne bis in idem e doppio binario sanzionatorio*, in *Diritto penale contemporaneo*, 28/11/2016.

¹³¹ Sentt. CGUE 20/03/2018, C-524/15, Menci; 20/03/2018, C-537/16, *Garlsson Real Estate SA* e altri; 20/03/2018, C-596/16, *Di Puma* e Zecca.

¹³² GIORDANO, *La Corte di giustizia sulla questione pregiudiziale in tema di bis in idem per manipolazione del mercato*, in *Il societario*, fasc. 21/05/2018, pp. 4 ss.

Sul piano legislativo interno, però, le conseguenze di questo assetto giurisprudenziale non sono state recepite adeguatamente; rimane infatti questione irrisolta la regolamentazione dei rapporti fra i due sistemi sanzionatori, sebbene quelli tra la CONSOB e l'Autorità giudiziaria siano espressamente disciplinati dal Capo V, Titolo I *bis* del T.U.F. (artt. 187 *decies* e ss.) e nulla vieta alle Autorità di disciplinare in dettaglio tale interazione, anche attraverso protocolli di collaborazione,¹³³ come accaduto tra la Procura di Milano, territorialmente competente per la maggior parte dei casi di manipolazione di mercato, e l'*Authority*, che hanno stabilito impegni reciproci di comunicazione di istruttorie e trasmissione di atti e prove, e svolgimento di accertamenti e valutazioni tecniche anche congiunti.

Sul punto anche il legislatore del 2018, a seguito dei ripetuti richiami provenienti dalla Consob e delle esortazioni della Corte Costituzionale (evidenti nella sent. 102/2016¹³⁴), è intervenuto, limitandosi però a modificare l'art. 187 *terdecies*, norma cardine nella regolazione dei rapporti tra procedimenti, e fondamentale per assicurare il necessario rispetto del menzionato criterio di proporzionalità delle sanzioni.

La norma¹³⁵, che già nella previgente versione vietava la doppia esazione delle sanzioni pecuniarie, disciplina il caso in cui il giudice penale o la Consob si trovino a dover disporre sanzioni per un fatto già oggetto di precedente condanna, stabilendo ora la necessità di tener conto delle «misure punitive già irrogate» e prevedendo “un meccanismo di scomputo, che dovrebbe garantire quantomeno la proporzionalità del trattamento sanzionatorio complessivamente imposto al reo” limitandola alla parte eccedente quella già disposta.

Neanche quest'ultima novità ha però superato il vaglio critico, infatti, tralasciando le censure relative ad un possibile eccesso di delega sul punto, nonché le

¹³³ FUSCO-BAGGIO, *Recenti pronunce in materia di market abuse*, in *Diritto penale contemporaneo*, 1/2019, pp. 29 ss.

¹³⁴ Nella quale era stato sollecitato l'intervento del Legislatore per porre rimedio ai contrasti generati tra l'attuale assetto normativo nazionale e la CEDU.

¹³⁵ Art. 187 *terdecies*: «Quando per lo stesso fatto è stata applicata, a carico del reo, dell'autore della violazione o dell'ente una sanzione amministrativa pecuniaria ai sensi dell'articolo 187-septies ovvero una sanzione penale o una sanzione amministrativa dipendente da reato:a) l'autorità giudiziaria o la CONSOB tengono conto, al momento dell'irrogazione delle sanzioni di propria competenza, delle misure punitive già irrogate;b) l'esazione della pena pecuniaria, della sanzione pecuniaria dipendente da reato ovvero della sanzione pecuniaria amministrativa è limitata alla parte eccedente quella riscossa, rispettivamente, dall'autorità amministrativa ovvero da quella giudiziaria».

incertezze lessicali derivanti dall'uso della indefinita formula 'tener conto' delle 'misure punitive', la norma appare poco coerente con le sue stesse finalità in quanto non prevede l'inclusione nel meccanismo di scomputo, delle gravose sanzioni amministrative interdittive. Inoltre, il legislatore sembra aver ignorato completamente la necessità di intervenire normativamente per ottemperare al divieto del *ne bis in idem* sul piano procedimentale, il tutto "senza contare i problemi pratici che siffatta regola verosimilmente porterà, considerato che di norma i due procedimenti hanno luogo in parallelo, con un susseguirsi di decisioni, relative all'uno e all'altro binario, che fino all'ultimo rendono incerto chi sarà il primo e chi il secondo Giudice e, dunque, chi debba tenere conto di cosa".¹³⁶

Un contributo chiarificatore riguardo alle conseguenze pratiche della riforma e della sua compatibilità con l'ordinamento europeo può provenire dalle prime sentenze della Corte di Cassazione in materia di *market abuse*, pronunciate in vigenza del D. lgs. 107/2018.

Viene in rilievo l'orientamento assunto dalla S.C. (V sez. penale) nella sentenza 'Chiarion Casoni'¹³⁷ in base al quale si attribuisce prevalenza al processo penale ed alla pena irrogata, e, in caso di valutazione di incompatibilità del complessivo trattamento sanzionatorio con la garanzia del *ne bis in idem*, il giudice dovrà procedere alla disapplicazione diretta delle norme amministrative interne relative alla sanzione non ancora divenuta irrevocabile "solo quando la prima sanzione sia, da sola, proporzionata al disvalore del fatto, avuto riguardo anche agli aspetti propri della seconda sanzione e agli interessi generali sottesi alla disciplina degli abusi di mercato. Solo in presenza di una sanzione irrevocabile idonea, da sola, ad 'assorbire' il complessivo disvalore del fatto, dunque, il giudice comune dovrà disapplicare *in toto* la norma che commina la sanzione non ancora irrevocabile, così escludendone l'applicazione".

Mentre, nell'ipotesi in cui la sanzione divenuta irrevocabile sia quella irrogata da Consob, la disapplicazione della norma sanzionatoria penale può venire in rilievo "solo in ipotesi del tutto eccezionali", in cui la sanzione amministrativa "risponda, da sola, al canone della proporzionalità nelle diverse componenti riconducibili ai due illeciti". Nel caso in cui questa eccezionalità non sussista, il giudice procederà alla esclusiva "rideterminazione delle sanzioni penali attraverso la disapplicazione

¹³⁶ ROCCATAGLIATA, *La riforma del diritto sanzionatorio per illeciti finanziari. Guida ragionata al D. lgs. 107/2018*, in *Giurisprudenza penale*, 11/2018, pp. 15 ss.

¹³⁷ Cass., Sez. V, 31 ottobre 2018, n. 49869.

in mitius della norma che commina dette sanzioni – non già *in toto*, ma – solo nel minimo edittale” derogando al limite minimo previsto dalla norma penale, ma solo relativamente alla pena detentiva ¹³⁸(fermo restando il necessario rispetto del limite minimo inderogabile ex art. 23 c.p.), dovendosi applicare per quella pecuniaria il meccanismo di scomputo ex art. 187 *terdecies*.

Altra pronuncia della S.C. (Garlsson-Ricucci¹³⁹) afferma che, in ossequio alle linee guida della CGUE, si avvalorerebbe un’interpretazione estensiva del novellato art. 187 *terdecies* T.U.F., considerando che il vigente meccanismo di compensazione sarebbe applicabile anche alle sanzioni/pene pecuniarie irrogate, a diverso titolo, a soggetti diversi (enti responsabili ex art. 187 *quinquies*) ma in relazione al medesimo fatto storico.

La Corte rileva però come questa stessa interpretazione possa prestarsi ad “agevolare condotte elusive attraverso la comminatoria di pene nei confronti di persone fisiche che potrebbero essere adoperate come schermo (c.d. teste di legno) per salvaguardare il patrimonio di società o viceversa”.

1.3. La responsabilità della persona giuridica

Per concludere l’analisi del complesso apparato normativo predisposto dal Legislatore rispetto agli illeciti di *market abuse*, ulteriori meccanismi sanzionatori sono approntati anche con riguardo alle persone giuridiche che si fanno artefici dei fatti descritti nel Titolo I *bis* del T.U.F.

Innanzitutto, la commissione di uno dei reati ex artt. 184 e 185 ingenera per l’ente, nel cui interesse o vantaggio i fatti siano stati posti in essere, la responsabilità (formalmente amministrativa) prevista dal D.lgs. n. 231/2001. L’art. 25 *sexies*¹⁴⁰ di tale normativa, nella sua formulazione letterale reca però riferimento ai soli ‘reati’ di abuso di mercato, comportando una criticata esclusione delle contravvenzioni, “nonostante il presupposto della responsabilità della persona giuridica possa

¹³⁸ Alla durata della pena detentiva andrebbe ‘allineata’ anche la durata delle pene accessorie comminate.

¹³⁹ Cass. civ., Sez. tributaria, sent. 30 ottobre 2018, n. 27564.

¹⁴⁰ Art. 25 *sexies*, D.lgs. 231/2001: «In relazione ai reati di abuso di informazioni privilegiate e di manipolazione del mercato previsti dalla parte V, titolo I-*bis*, capo II, del testo unico di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, si applica all’ente la sanzione pecuniaria da quattrocento a mille quote.

Se, in seguito alla commissione dei reati di cui al comma 1, il prodotto o il profitto conseguito dall’ente è di rilevante entità, la sanzione è aumentata fino a dieci volte tale prodotto o profitto».

essere tanto un delitto quanto una contravvenzione, con una smaccata deroga alla sistematica di tale *corpus* normativo, ove di regola tipologia e gravità del reato-presupposto incidono sull'entità delle sanzioni comminate".¹⁴¹

A questa forma di responsabilità amministrativa derivante da reato si aggiunge anche una specifica, autonoma, responsabilità dell'ente, il cui presupposto non è l'esecuzione del reato, bensì la commissione dell'illecito amministrativo di manipolazione del mercato, di cui all'art. 187 *ter* T.U.F.

L'art. 187 *quinquies* infatti dispone, nel caso in cui l'illecito sia commesso nell'interesse o vantaggio dell'ente, una sanzione amministrativa pecuniaria tra i ventimila e i quindici milioni di euro, ovvero fino al quindici per cento del fatturato, quando tale importo è superiore al massimo edittale ed il fatturato è determinabile (ex art. 195, comma 1 *bis* T.U.F.), e, in aggiunta, la possibilità di incrementare la sanzione fino a dieci volte il prodotto o profitto generato dall'ente, quando di rilevante entità.

Affinché il fatto sia imputabile all'ente, soggetti attivi autori della condotta dovranno essere persone che rivestono funzioni di rappresentanza, di amministrazione o di direzione dell'ente o di una sua unità organizzativa dotata di autonomia finanziaria o funzionale, o persone che esercitano, anche di fatto, la gestione ed il controllo dello stesso, nonché persone sottoposte a direzione o vigilanza da parte di tali soggetti.

L'ente non risponderà invece, qualora provasse che tali soggetti hanno agito esclusivamente nell'interesse proprio o di terzi (onere che spetta invece all'accusa nel procedimento ordinario celebrato nei confronti dell'ente davanti all'autorità giudiziaria ex art. 25 D.lgs. 231/2001).

Il quarto comma dell'art. 187 *quinquies* sancisce inoltre l'applicabilità, nel delineare la responsabilità dell'ente, delle disposizioni previste agli artt. 6, 7, 8, e 12 del D.lgs. 231/2001, in base ai quali la responsabilità è esclusa qualora siano stati adottati modelli di gestione e di organizzazione (cc.dd. modelli di *compliance*) idonei a prevenire anche il rischio di questi illeciti amministrativi e che siano introdotti Organismi Di Vigilanza, a presidio del funzionamento e aggiornamento di questi modelli.

¹⁴¹ BASILE, *op. cit.*, p. 331.

Si tratta quindi di una forma di “responsabilità propria, diretta e principale dell’ente, radicata nel principio di colpevolezza e nel fatto che la persona giuridica risponde per qualsiasi evento che derivi dall’assetto conferito alla propria organizzazione”.

142

Emerge quindi che per lo stesso fatto di abuso di mercato, l’ente può essere chiamato a rispondere dinanzi al giudice penale in base all’art. 25 *sexies* D.lgs. 231/2001, nonché di fronte alla Consob, in forza dell’art. 187 *quinquies* T.U.F.

Ci si trova alle prese con l’adozione di una ulteriore ipotesi di sistema a doppio binario sanzionatorio, che “se può risultare comprensibile in relazione alle persone fisiche, posta la diversità strutturale fra le sanzioni amministrative e quelle penali (queste ultime possono includere anche misure restrittive della libertà personale, aliene invece all’ordinamento amministrativo), più difficilmente si comprendono le ragioni che fondano la creazione di due piani distinti di responsabilità in relazione all’ente, data la natura (almeno formalmente) amministrativa della sua responsabilità, sia che essa derivi dalla commissione di un reato, sia che essa scaturisca da un illecito amministrativo”.

Sul piano processuale, inoltre, con il doppio binario si realizza “una duplicazione dei procedimenti che possono anche concludersi con esiti diametralmente opposti; peraltro gli stessi, non potendo essere sospesi, rischiano di causare un inutile spreco di risorse economiche e di energie nella punizione di un fatto già accertato”.¹⁴³

In ogni caso, l’esistenza di una simile “stratificazione di procedimenti e sanzioni costituisce l’inevitabile conseguenza del ‘privilegio della responsabilità limitata’ al patrimonio dell’ente dotato di personalità giuridica, che consente di separare le sorti economiche dell’imprenditore-persona fisica e dell’imprenditore-società commerciale”.¹⁴⁴

Infine, anche la persona giuridica deve ora essere destinataria delle sanzioni amministrative ex art. 187 *ter* 1, nel caso in cui agisca in violazione degli obblighi di prevenzione, individuazione e segnalazione degli abusi di mercato previsti dal

¹⁴² ROSSI, *Delitti contro l’economia pubblica, l’industria e il commercio*, in *Trattato di diritto penale*, a cura di FORNASARI, Edizioni Scientifiche Italiane, 2015, p. 111.

¹⁴³ ROSSI, *op. cit.*, pp. 113 ss.

¹⁴⁴ FUSCO-BAGGIO, *op. cit.*, p. 38.

MAR. In questo caso, si applicherà una sanzione amministrativa pecuniaria da cinquemila euro fino a due milioni cinquecentomila euro, ovvero al due per cento del fatturato, in caso di importo superiore al massimo edittale e fatturato determinabile.

2. Funzioni di controllo e procedure sanzionatorie: il ruolo di Consob e ESMA

In una materia quale quella dei mercati finanziari, travolta da continui sviluppi riconducibili alla globalizzazione e al progresso tecnologico, ed ai conseguenti marcati mutamenti socio-economici contemporanei seguiti alla finanziarizzazione della ricchezza, si è assistito a quella che viene definita una vera mutazione nelle politiche di controllo penale dell'economia.

Come visto analizzando il complessivo impianto normativo in tema di *marketa buse*, infatti, queste circostanze hanno dettato una nuova necessità di armonizzazione normativa a livello sovranazionale, che sia in grado di dare una risposta unitaria a fenomeni illeciti che si mostrano indifferenti ai confini statali, presentandosi nelle stesse modalità, e con il medesimo grado di pericolosità, su tutte le 'piazze' del mercato. Ciò ha condotto il Legislatore eurounitario a promulgare norme che si connotano per un forte grado di tecnicità, che restringe il margine di apprezzamento ed intervento dei singoli Stati (come confermato dal frequente uso della tecnica del rinvio a regolamenti e direttive europee nelle normative di diritto interno); si è sviluppato inoltre un nuovo ruolo del diritto sanzionatorio amministrativo che permette di uniformare prassi e regole delle singole *Authorities* di vigilanza; e da ultimo, nel legiferare in materia penale, si è riscontrata una tendenza degli organi dell'UE, a prendere come esempio l'esperienza statunitense, da sempre la più avanzata con riguardo alla tutela dei mercati, il cui diritto penale finanziario è connotato da un modello di repressione/prevenzione che utilizza nuove strategie provenienti dall'analisi economica del diritto o dalla teoria dei giochi, come l'autonormazione, la negoziazione, la partecipazione obbligatoria di soggetti privati nelle attività di *enforcement*, con obblighi di segnalazione e di autoregolamentazione.¹⁴⁵

¹⁴⁵ CADOPPI-CANESTRARI-MANNA-PAPA, *Trattato di diritto penale*, vol. V, UTET, 2010, p. 732.

Tali evoluzioni nell'approccio dei legislatori possono essere idonee, secondo alcuni, a gettare le basi per una nuova visione del diritto finanziario e penale in chiave extrastatuale e unitaria; tuttavia, il sempre più preponderante ruolo delle Autorità di vigilanza (i cui poteri sono delineati in via generale dall'art. 23 MAR) non manca di causare frizioni nella dottrina, stante la 'preoccupante' estensione dei poteri ad essa attribuiti nel nostro ordinamento.¹⁴⁶

Il Capo IV, Titolo I *bis* del T.U.F.¹⁴⁷ è infatti dedicato all'individuazione dei poteri conferiti alla Commissione Nazionale per le Società e la Borsa, la quale, nel compiere «tutti gli atti necessari all'accertamento delle violazioni» in materia di *market abuse*, può, nei confronti di "chiunque" sia informato sui fatti, richiedere notizie, dati o documenti sotto qualsiasi forma, anche se comprensivi di dati personali riservati, nonché procedere ad audizione personale, ispezioni, perquisizioni e sequestri (previa autorizzazione della Procura), richiedere le registrazioni esistenti relative a conversazioni telefoniche, a comunicazioni elettroniche e allo scambio di dati, e inoltre, avvalersi della cooperazione delle Pubbliche Amministrazioni, accedere all'anagrafe tributaria, all'anagrafe dei conti e depositi e ai dati della Centrale dei rischi della Banca d'Italia. Nell'esercizio di tali attività di accertamento, l'Autorità può anche avvalersi della Guardia di Finanza (art. 187 *octies* c. 12).

L'art. 187 *septies* detta la disciplina della procedura sanzionatoria amministrativa condotta da Consob, prevedendo che questa si svolga nel rispetto «dei principi del contraddittorio, della conoscenza degli atti istruttori, della verbalizzazione nonché della distinzione tra funzioni istruttorie e funzioni decisorie».

Le sanzioni sono applicate dalla Consob, previa contestazione degli addebiti agli interessati, con provvedimento motivato ricorribile dinanzi alla Corte d'appello.

Ulteriori e significative sono le facoltà di Consob nella sfera del procedimento penale, come stabilito dal Capo V, che regola i rapporti tra procedimenti.

La Consob può infatti dare impulso al procedimento penale, nel caso in cui emergano elementi che facciano presumere l'esistenza di un reato, trasmettendo

¹⁴⁶ ROSSI, *op. cit.*, p. 115

¹⁴⁷ Composto dal solo art. 187 *octies*.

al Pubblico Ministero gli atti e documenti raccolti durante l'attività di controllo (art. 187 *decies* c. 2).

Le medesime indagini condotte inizialmente dalla Consob sono quindi destinate a costituire la base di due distinti procedimenti: quello penale, affidato alle competenze del P.M., e quello amministrativo, gestito direttamente dalla *Authority* ai sensi dell'art. 187 *septies*. Resta quindi "totalmente affidata alla Consob la valutazione preliminare sull'esito degli accertamenti svolti, e, in ipotesi di valutazione negativa (anche con riguardo all'elemento psicologico del dolo, che deve ricorrere nel delitto ma non nell'illecito amministrativo) il procedimento potrebbe essere archiviato".¹⁴⁸ Elemento questo, che mostra quanto determinante nell'intera vicenda sia il ruolo dell'*Authority*, titolare di un potere troppo ampio, che non risponde "affatto ad esigenze di chiarezza, organizzazione sistematica ed efficienza del doppio binario".¹⁴⁹

Il carattere 'unitario' dell'accertamento amministrativo e penale non può fungere "da alibi per depotenziare le garanzie e ammettere, ad esempio, la circolazione di prove non formate secondo i rigorosi standard processual-penalistici, il che rappresenta una delle non poche menomazioni del diritto di difesa tuttora configurabili nel procedimento sanzionatorio amministrativo di Consob, senza contare che l'Autorità di vigilanza sui mercati continua a rivestire una pluralità di ruoli difficilmente giustificabile sul piano sistematico".¹⁵⁰

All'esito delle indagini preliminari la Consob assume un ruolo attivo nel processo, esercitando i diritti e le facoltà attribuiti dal codice di procedura penale agli enti e alle associazioni rappresentativi di interessi lesi e può altresì costituirsi parte civile per richiedere una somma determinata dal giudice, anche in via equitativa, a titolo di riparazione dei danni cagionati dal reato «all'integrità del mercato».¹⁵¹

A tale riguardo, non è chiaro quale sia la natura della pretesa economica che la Consob può avanzare, data la "inconsueta sfasatura logica" tra il soggetto titolare del diritto leso (il mercato) e la titolarità dell'indennizzo conseguente alla lesione, anomalia che, tra l'altro, "priva di seria verifica la misura del *quantum* oggetto di

¹⁴⁸ CADOPPI-CANESTRARI-MANNA-PAPA, *op. cit.*, p. 734.

¹⁴⁹ ROCCATAGLIATA, *op. cit.*, p. 18.

¹⁵⁰ BASILE, *op. cit.*, p. 337.

¹⁵¹ Art. 187 *undecies* T.U.F.: «Nei procedimenti per i reati previsti dagli articoli 184 e 185, la Consob esercita i diritti e le facoltà attribuiti dal codice di procedura penale agli enti e alle associazioni rappresentativi di interessi lesi dal reato.

La Consob può costituirsi parte civile e richiedere, a titolo di riparazione dei danni cagionati dal reato all'integrità del mercato, una somma determinata dal giudice, anche in via equitativa, tenendo comunque conto dell'offensività del fatto, delle qualità personali del colpevole e dell'entità del prodotto o del profitto conseguito dal reato».

condanna” frutto di un computo che, potendo essere equitativo, ostacolerebbe alla reale possibilità di apprezzamento della giustificazione giudiziale al riguardo.¹⁵²

Dovendosi escludere che la Consob possa, avanzando in giudizio le suddette pretese, sostituirsi nell’esercizio dei diritti dei risparmiatori lesi, due rimangono le alternative valide nell’individuazione della natura giuridica delle stesse: considerarle una vera e propria ipotesi di risarcimento del danno, ovvero ricondurre la pretesa alla categoria dei cc.dd. *punitive damages*¹⁵³ (danni punitivi) dal contenuto essenzialmente sanzionatorio, rendendo anche questa previsione un ulteriore elemento nella stratificazione sanzionatoria della materia.

Dunque, nella Consob si aggregano la specifica competenza in qualità di organo tecnico di investigazione nei rapporti collaborativi con l’autorità giudiziaria, ma anche la qualità di organo di accertamento con compiti quasi giurisdizionali di irrogazione di sanzioni amministrative.

L’attribuzione alla Commissione del “potere di irrogare le sanzioni amministrative, cumulando in sé quello regolamentare, ispettivo e infine, sanzionatorio, malgrado i caratteri di indipendenza, non assicura la sua necessaria terzietà ed è decisamente lontana dal principio di legalità e di separazione dei poteri”.¹⁵⁴

A soprassedere alle attività svolte dalla Consob e dalle altre Autorità di vigilanza degli Stati membri è preposta la *European Securities and Markets Authority*, un’autorità indipendente che contribuisce a salvaguardare la stabilità del sistema finanziario dell’Unione europea migliorando la protezione degli investitori e promuovendo mercati finanziari stabili e ordinati.

ESMA provvede a questa funzione valutando i rischi per gli investitori, i mercati e la stabilità finanziaria, completando un unico regolamento per i mercati finanziari dell’UE, promuovendo la convergenza della vigilanza tra le autorità di regolamentazione dei valori mobiliari, in tutti i settori finanziari, lavorando a stretto contatto anche con le altre autorità di vigilanza europee competenti nel campo

¹⁵² ALESSANDRI, *Reati in materia economica*, in *Trattato teorico pratico di diritto penale*, Giappichelli, 2012, pp. 100 ss.

¹⁵³ Istituto giuridico proprio degli ordinamenti di *common law* in virtù del quale, in caso di responsabilità extracontrattuale, è riconosciuto al danneggiato un risarcimento ulteriore rispetto a quello necessario per compensare il danno subito (*compensatory damages*), se prova che il danneggiante ha agito con dolo o colpa grave.

¹⁵⁴ CADOPPI-CANESTRARI-MANNA-PAPA, *ibidem*.

delle banche (EBA) e delle assicurazioni e pensioni (EIOPA), nonché svolgendo direttamente controlli e interventi.

Pur essendo una autorità indipendente, vi è in capo ad ESMA piena responsabilità nei confronti del Parlamento europeo, dove compare dinanzi alla Commissione per gli affari economici e monetari (ECON), su richiesta di audizione formale. Esiste anche piena responsabilità nei confronti del Consiglio dell'Unione europea e della Commissione europea: a queste istituzioni l'Autorità riferirà regolarmente sulle sue attività in occasione di riunioni, ma anche attraverso una relazione annuale.

Compito dell'*Authority* è quindi l'individuazione di tendenze emergenti, rischi e vulnerabilità, in modo che possano essere tempestivamente affrontate. L'ESMA utilizza la sua posizione per identificare gli sviluppi del mercato che minacciano la stabilità finanziaria, la protezione degli investitori o il funzionamento ordinato degli scambi finanziari. Le *Risk analysis* dell'ESMA, che monitora attentamente i vantaggi e le criticità dell'innovazione finanziaria nell'UE, si basano sulle valutazioni dei rischi effettuate da altre autorità europee di vigilanza e dalle autorità competenti nazionali (ANC), integrandole, e contribuiscono al lavoro sistemico intrapreso dallo *European Systemic Risk Board* (ESRB). Sul piano esterno, promuove la trasparenza e la protezione degli investitori contribuendo alla completezza informativa dei soggetti interessati attraverso registri pubblici e banche dati e, se necessario, emettendo avvisi agli investitori.

Il coordinamento nella vigilanza è assicurato imponendo *standards* regolamentari vincolanti per tutti i 28 Stati membri, ma anche conducendo revisioni, impostando i requisiti di segnalazione dei dati all'UE, pubblicando studi tematici e programmi di lavoro comuni, progetti di opinioni, linee guida e Q/A (domande e risposte), il tutto allo scopo di costruire una rete in grado di condividere le cc.dd. *best practices* per le attività dei supervisor.¹⁵⁵

Infine, l'ESMA provvede alla supervisione diretta di entità finanziarie specifiche quali Agenzie di *rating* del credito (CRA) e *Trade Repositories* (TR, che tengono traccia degli andamenti del mercato dei derivati *Over The Counter*), parti essenziali dell'infrastruttura di mercato dell'UE.

¹⁵⁵ <https://www.esma.europa.eu/about-esma/who-we-are>.

Appare chiaro quindi che il ruolo di ESMA diventa fondamentale nell'ambito del contrasto ai *Market abuses*, come confermato dal MAR che, agli artt. 24 e 25, impone alle Autorità nazionali specifici obblighi di collaborazione concernenti scambio di informazioni e svolgimento di indagini e controlli sull'applicazione delle norme.

Laddove uno Stato membro abbia stabilito sanzioni penali per le violazioni delle disposizioni del MAR, questo dovrà provvedere all'adozione di misure appropriate che consentano alle autorità competenti di disporre di tutti i poteri necessari per operare in collegamento con le autorità giudiziarie soggette alla loro giurisdizione, al fine di ricevere informazioni specifiche relative alle indagini o ai procedimenti penali avviati per possibili violazioni del Regolamento, nonché di fornire le stesse informazioni alle altre autorità competenti e all'ESMA, in modo da adempiere al proprio obbligo di cooperare vicendevolmente e nei confronti dell'ESMA (art. 25 c. 1, MAR).

Nel caso in cui un'autorità nazionale richieda lo svolgimento di indagini o di ispezioni con effetti transfrontalieri, sarà l'ESMA a coordinare tali attività (art. 25 c. 6, MAR), e, se necessario, risolvere controversie tra autorità competenti (art. 19, regolamento UE n. 1095/2010).

Tra i poteri di intervento conferiti ad ESMA in caso di violazioni del diritto dell'UE (art. 17, regolamento UE n. 1095/2010), vi è quello indiretto di 'adire' le istituzioni europee (Commissione e Consiglio) per l'emanazione di pareri formali vincolanti, e quello diretto, volto ad adottare una decisione nei confronti di un singolo partecipante ai mercati finanziari, imponendogli di prendere misure per rispettare gli obblighi imposti dal diritto dell'Unione, tra cui la cessazione di ogni eventuale pratica.

Lo stesso regolamento MAR consente all'ESMA di sviluppare ed implementare *standards* tecnici normativi, inerenti, ad esempio, all'istituzione, il mantenimento e la cessazione delle pratiche di mercato ammesse, nonché ai sistemi, le procedure e i modelli di notifica per segnalare ordini e transazioni sospette.¹⁵⁶

¹⁵⁶<https://www.esma.europa.eu/regulation/trading/market-abuse>

Capitolo IV

1. Le forme di manipolazione di più grave portata

Il *focus* del presente ultimo capitolo verterà sull'analisi di due 'fenomeni' che la storia più recente ha messo in luce come in grado di dare luogo a quelle che vengono pacificamente individuate come le due forme di manipolazione di mercato di portata più grave, in quanto idonee a causare effetti di proporzioni potenzialmente sistemiche.

Si tratta dell'*High Frequency Trading* e della manipolazione dei *benchmarks*.

Il primo dei due fenomeni rappresenta, allo stato, una delle principali modalità di *trading* protagoniste su tutte le piazze di scambio globali, una forma di gestione automatizzata degli scambi che potremmo definire 'ultra-algoritmica' in quanto può essere individuata come l'evoluzione del *trading* algoritmico 'classico': l'utilizzo di tecnologie estremamente avanzate ha infatti permesso di creare apparati elettronici basati su algoritmi in grado di carpire autonomamente tutte le informazioni disponibili sul mercato, elaborarle e porle a fondamento di decisioni operative immediatamente esecutive, concludendo l'intero procedimento in frazioni temporali che sono difficilmente calcolabili con esattezza, data la velocità inferiore al millisecondo. Un tale avanzamento tecnologico, oltre a surclassare la concorrenza di ogni altro operatore attivo sul mercato, e a comportare conseguenze notevoli e notevolmente destabilizzanti sul piano economico, può essere, come si vedrà *infra* (par. 2.4.), veicolo di manipolazioni di mercato dalle caratteristiche latenti e dai contorni insidiosi, tanto in termini identificativi del fatto tipico, quanto in relazione alla individuazione e rimproverabilità dei soggetti agenti, considerando che "Quando la macchina non è semplicemente un automa, ma diviene capace di compiere da sola decisioni più o meno complesse (come già avviene nei 'contratti algoritmici', specialmente usati nei mercati finanziari per attività di *high frequency trading*), non siamo più dinanzi alla semplice 'automazione', ma a qualcosa a cui già si addice il termine 'autonomia'".¹⁵⁷

¹⁵⁷ DI GIOVANNI, *Intelligenza artificiale e diritto*, in *Giurisprudenza Italiana*, 7/2019, UTET, p. 5.

Il secondo tema in approfondimento è quello della manipolazione dei cc.dd. *Benchmarks*, parametri di riferimento per valutare la prestazione di un titolo o di un fondo d'investimento o l'andamento del mercato in genere; nello specifico si analizzeranno le caratteristiche e la portata lesiva di fatti che, al contrario di quanto avviene con l'*High frequency trading*, nascono come illeciti, ma i cui effetti pregiudizievoli risultano difficilmente quantificabili, data la loro diffusività, inserita in un contesto, quello degli scambi di mercato, in cui intervengono una moltitudine di fattori esogeni, idonei ad ampliarne (o moderarne) le conseguenze.

Per entrambi gli approfondimenti verranno contestualizzati i relativi interventi regolamentari, adottati o *in itinere*, delle Autorità preposte, non solo a livello interno, ma anche e principalmente in ambito sovranazionale; interventi intrapresi soprattutto come conseguenza di grandi scandali, ascesi alle prime pagine della cronaca internazionale, e che hanno rappresentato esempi pratici dell'enorme incisività delle fattispecie di reato nel contesto finanziario, nonché della inadeguatezza/insufficienza dell'attività dei Legislatori, nell'adottare contromisure idonee a prevenire determinate attività criminali che, in continua evoluzione, complice anche l'impareggiabile progresso tecnologico che caratterizza l'epoca in cui viviamo, potranno comportare conseguenze soltanto ipotizzabili poiché ancora non correttamente definibili, ma senza dubbio di impressionante portata.

2. *High Frequency Trading*

2.1. Definizione e caratteristiche

Il contesto odierno degli scambi finanziari appare dominato dai sistemi di *High Frequency Trading*, che vengono definiti dalla Consob "una modalità operativa" (non una mera 'strategia di *trading*') "basata sull'impiego di algoritmi che consentono di acquisire, elaborare e reagire alle informazioni di mercato con una velocità elevata"¹⁵⁸. Tale definizione, sebbene esatta, risulta però riduttiva e, per comprendere l'esatta dinamica di tale complesso fenomeno e la sua estrema rilevanza, è necessario innanzitutto contestualizzarlo nella sfera dei meccanismi di

¹⁵⁸ CAIVANO-CICCARELLI-DISTEFANO-FRATINI-GASPARRI-GILBERTI-LINCIANO-TAROLA, *Il trading ad alta frequenza; caratteristiche, effetti, questioni di policy*, in *Discussion Papers*, CONSOB, 5/12/2012, p. 7.

trading, ormai da tempo infatti la gran parte degli scambi di mercato si fonda sull'*Algorithmic trading* (AT), un sistema di *trading* informatico che permette di automatizzare decisioni relative ad operazioni di negoziazione, sulla base di calcoli algoritmici predeterminati, in grado di valutare di continuo ed in breve tempo tutte le condizioni di mercato impostate come parametri del sistema.

Fin dall'avvento delle strategie di negoziazione su base algoritmica, quindi, il mondo degli scambi di mercato si è andato via via affrancando della 'componente umana', emotiva e comportamentale, per sua natura fallace; il *trading* ad alta frequenza (HFT) si pone come una evoluzione del *trading* algoritmico 'classico', "Una tipologia di *trading* completamente automatizzato (della famiglia del *trading* algoritmico) in grado di eseguire una moltitudine di calcoli in pochissimo tempo; dispone di un collegamento con il mercato estremamente rapido, analizza dati *tick-by-tick* (uno ad uno) avvalendosi di infrastrutture tecnologiche e informatiche in grado di eseguire operazioni in un arco temporale di pochi millisecondi. Un sistema ad alta frequenza è progettato in modo tale da eseguire le proprie strategie in maniera autonoma, analizzando il mercato e trasmettendo migliaia di messaggi di acquisto e vendita al secondo e inserendo contestualmente ordini di esecuzione, di cancellazione o di sostituzione che si adattano immediatamente al flusso informativo disponibile." ¹⁵⁹

L'origine del fenomeno in esame può essere individuata negli anni 90, quando negli Stati Uniti si aprì la possibilità di effettuare scambi in sistemi di negoziazione alternativi rispetto ai mercati regolamentati; l'incessante progresso tecnologico, unito alla diffusione di sistemi alternativi di negoziazione e concorrenti ed equiparati ai mercati regolamentati (ad esempio i Sistemi Multilaterali di Negoziazione -*Multilateral Trading Facility*, MTF- e i Sistemi Organizzati di Negoziazione -*Organized Trading Facility*, OTF-), hanno permesso una crescita e diffusione esponenziale dell'HFT a livello globale.

A conferma della enorme rilevanza del fenomeno, la Commissione Nazionale per le Società e la Borsa stima che solo nel 2018 ¹⁶⁰ l'incidenza sui volumi di negoziazione degli scambi riconducibili agli *High frequency traders* nel Mercato

¹⁵⁹ PUORRO, *High frequency trading: una panoramica*, in *Questioni di Economia e Finanza* n. 198, Banca D'Italia, 09/2013, p. 9.

¹⁶⁰ Ultimi dati ufficiali disponibili attestati nella *Relazione annuale CONSOB al Ministro dell'Economia e delle Finanze per l'anno 2018* (pubblicata il 31 marzo 2019), in cui si riscontra che "il numero maggiore di operatori che effettuano HFT si rileva principalmente sui mercati IDEM, MTA ed EtfPlus, mentre la loro presenza risulta meno significativa sul MOT e su EuroTLX".

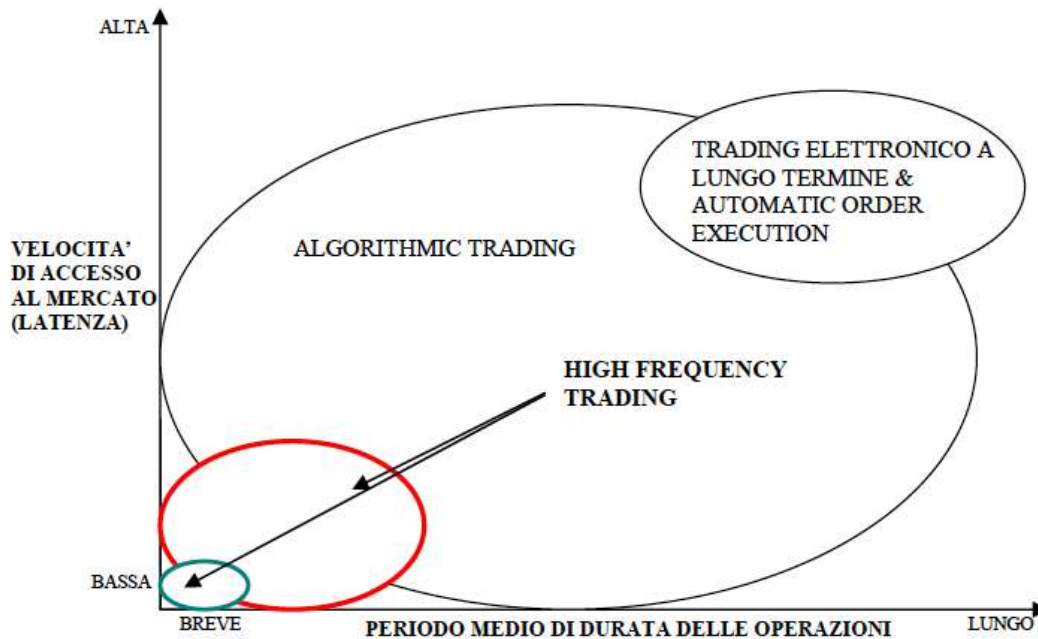
Telematico Azionario (MTA) italiano si attestasse intorno al 32% del totale degli scambi conclusi, mentre la media sul complesso delle piazze di scambio mondiali si aggira tra il 30 e il 40%, con picchi che possono superare il 60/70% in alcuni singoli mercati.¹⁶¹ La circostanza che chi possiede un sistema HFT prediliga operare su mercati *Over-the-counter* (OTC), non regolamentati, rende però difficile l'esatta quantificazione della diffusione del fenomeno.

Gli *High Frequency Traders* (HFTs) operano sul mercato vantando caratteristiche che assicurano un vantaggio competitivo su tutti gli altri operatori, tali vantaggi derivano innanzitutto dall'utilizzo di supporti informatici estremamente sofisticati, tanto al livello *software*, che potrà essere strutturato sulle peculiari esigenze del *'trader'* che se ne avvarrà, precludendo l'utilizzo di quello stesso sistema operativo a terzi, quanto a livello di *hardware*; questi *'computers'* estremamente avanzati saranno in grado di assicurare una velocità di immissione, cancellazione, esecuzione e modifica degli ordini inviati al mercato che si attesta nell'ordine di microsecondi; si stima che nell'arco di un singolo secondo un impianto di HFT riesca ad immettere nel sistema di una *Trading venue* oltre 5000 ordini. All'immissione di ordini possono seguire numerose cancellazioni o modifiche al fine di adeguare la strategia alle nuove condizioni di mercato, che vengono elaborate dagli algoritmi in tempo reale sulla base delle informazioni derivanti dagli ordini presenti sul *book*, tanto da determinare la conclusione effettiva di solo il 10% c.a. del totale degli ordini avanzati.¹⁶²

Tale estrema velocità di elaborazione ed operazione è garantita dalla *Lowlatency* (bassa latenza) del sistema, in grado di ridurre a frazioni di secondo l'intervallo di tempo intercorrente tra la ricezione, processazione e trasmissione del dato ad un *broker*, l'invio dell'ordine di contrattazione alla piazza di negoziazione da parte del *broker* e la ricezione da parte del mercato.

¹⁶¹ CAIVANO-CICCARELLI-DISTEFANO-FRATINI-GASPARRI-GILBERTI-LINCIANO-TAROLA, *ibidem*.

¹⁶² CAIVANO-CICCARELLI-DISTEFANO-FRATINI-GASPARRI-GILBERTI-LINCIANO-TAROLA, *op. cit.*, p. 8.



[Il grafico ¹⁶³ descrive l'operatività degli HFTs e degli ATs mettendo in relazione velocità di accesso al mercato e durata totale delle operazioni]

Per raggiungere il miglior livello di *Lowlatency* la struttura *hardware* dell'HFT deve vincere il limite 'fisico' dello spazio in cui il segnale dovrà viaggiare, per cui "la vicinanza fisica al server di borsa permette ai *traders* ad alta frequenza di sfruttare un vantaggio che, seppur infinitesimale, consente di poter agire più velocemente rispetto ad operatori non ad alta frequenza e, di conseguenza, di poter sfruttare alcune finestre di investimento che si aprono solo per alcuni secondi o frazioni di secondo"¹⁶⁴.

Fondamentali per il funzionamento del meccanismo risultano quindi i servizi commerciali di c.d. *co-location* (co-ubicazione) offerti direttamente dalle *trading venues*, che consentono di prendere in locazione degli spazi nelle loro sedi presso i quali i richiedenti del servizio potranno collocare i propri *server*, permettendo la vicinanza fisica degli stessi ai *server* di borsa, con la finalità di minimizzare i tempi di negoziazione.

È immediatamente evidente come la predisposizione di strutture tecniche tanto sofisticate, necessarie all'attività di HFT, comporti costi enormi per il loro acquisto, gestione e continuo aggiornamento; tali elevatissimi costi sono una barriera

¹⁶³ PUORRO, *op. cit.*, p. 10.

¹⁶⁴ PUORRO, *op. cit.*, p. 11.

all'ingresso di nuovi operatori, così "il mercato tende ad un oligopolio", nel quale solo grandi enti quali banche d'investimento o *hedge funds* possono permettersi di sostenere simili esborsi multimilionari.¹⁶⁵

2.1. Operatività dell'HFT

I sistemi di *High Frequency Trading* sono attivi non solo sul mercato azionario e obbligazionario, ma su una moltitudine di 'assets' di tipo differente, dalle *stock options* agli strumenti derivati, dal mercato delle *commodities* (materie prime) fino a quello delle criptovalute.

Gli HFTs effettuano *trading* prevalentemente 'proprietario' (cioè mediante utilizzo di capitali propri) e mostrano una "generale, sebbene non esclusiva, preferenza per gli strumenti finanziari più liquidi", dai quali è possibile disinvestire rapidamente poiché hanno un mercato in grado di assorbire e soddisfare ordini per importi significativi. È proprio su tali strumenti che si concentrano le tecniche statistiche sottostanti agli algoritmi utilizzati dagli HFTs, la cui efficienza è determinata anche dalla possibilità di uscire da una certa posizione di acquisto con un'elevata velocità.¹⁶⁶

Elemento caratterizzante è costituito dall'assunzione di 'posizioni lunghe o corte' su un titolo per periodi normalmente non superiori ad una seduta di borsa, e dall'elevato *turnover* (ricambio) dei titoli all'interno del portafoglio. Le posizioni sono generalmente chiuse entro fine giornata di contrattazioni, mentre nel corso della stessa il periodo medio di detenzione degli strumenti varia da alcuni secondi a diversi minuti.

Ciò è giustificato dalla circostanza che "l'obiettivo principale di un sistema ad alta frequenza è di identificare e trarre vantaggio da rapidi sbilanciamenti di liquidità o da inefficienze dei prezzi di brevissima durata"; solitamente tali operatori chiudono la giornata di contrattazioni in *flat*, senza cioè mantenere titoli nel portafoglio.

Gli HFTs si connotano anche per la realizzazione di esigui margini di profitto per singola transazione, si stima infatti che il profitto netto medio realizzato per titolo scambiato sul mercato sia prossimo a 0,1 centesimi di dollaro; a fronte di ridotti

¹⁶⁵ BOTTAZZI-SCARANO, *L'High Frequency Trading: Borsa superveloce o manipolazione dei mercati?*, in Quaderni Associazione Italiana per l'Analisi Finanziaria, 2018, pp. 2 ss.

¹⁶⁶ CAIVANO-CICCARELLI-DISTEFANO-FRATINI-GASPARRI-GILBERTI-LINCIANO-TAROLA, *op. cit.*, pp. 10 ss.

marginari di profitto vi è però un considerevole volume di negoziazioni realizzate all'esito della giornata di contrattazioni, che permette a questi *traders* di ottenere enormi introiti.

Non è questa la sede idonea per scendere nel dettaglio di quelle che sono le strategie tecniche (*market making*, arbitraggi, *liquidity detection/providing*) adoperate dai *traders* ad alta frequenza, ma, sulla base della loro generica descrizione, appare evidente che ci si trovi di fronte ad una attività puramente speculativa, i cui effetti sull'economia reale in termini più o meno positivi, che saranno accennati di seguito, sono tuttora discussi nella dottrina economica.

2.3. Effetti positivi e negativi del fenomeno

La diffusione al livello globale dell'*High Frequency Trading* ha condotto la dottrina economica e le Autorità ad interrogarsi su quale impatto avessero sui mercati queste nuove modalità operative, in grado di annientare la concorrenza degli operatori 'a velocità *standard*'. Le conclusioni raggiunte non sono però univoche, generando contrasti anche tra le posizioni assunte dalle Autorità interne.

Ad avviso della Banca d'Italia in molti casi l'utilizzo (o per meglio dire il *predominio*) dei sistemi di HFT, "pur nella loro estrema aggressività, non presenta profili di rischio per la qualità del mercato e per la redditività dei *traders* tradizionali", ma per altri versi "sorgono inevitabili dubbi sull'utilizzo (predatorio o meno) del vantaggio sistematico che gli Hfts hanno nei confronti dei *traders* tradizionali"¹⁶⁷. I principali effetti positivi del fenomeno sono considerati l'aumento della liquidità a disposizione dei partecipanti al mercato; la diminuzione del *bid-ask spread* medio (differenziale tra prezzi di acquisto e vendita); la diminuzione dei costi di transazione; l'aumento dell'efficienza informativa dei prezzi; l'aumento dei collegamenti *intermarket* (tra le varie piattaforme di scambi).

Tuttavia, alcuni di questi effetti positivi possono essere considerati solo apparenti, infatti, se è indubbio che l'HFT aumenti la liquidità dei mercati, visti i milioni di ordini che vengono ogni giorno immessi sulle piattaforme di scambio, l'aumento della liquidità generato è solo illusorio: si parla infatti di *ghost liquidity* (liquidità

¹⁶⁷ PUORRO, *op. cit.*, p. 22.

fantasma), perché appare e scompare in pochissimo tempo. Quando infatti la speculazione si conclude, in frazioni di secondo vengono automaticamente cancellati tutti quegli ordini immessi sulle diverse piattaforme al solo scopo di influire su (per non dire *alterare*) il prezzo del titolo, e “d’improvviso la liquidità crolla (fino alla successiva impennata); una situazione circolare che rende i mercati estremamente volatili”.¹⁶⁸

Ad avviso della Consob, l’HFT può comportare rischi significativi per il *trading* di ordini e l’integrità del mercato, e, se le condizioni di mercato sono instabili, può esacerbare ulteriormente i movimenti improvvisi dei prezzi amplificando l’andamento del mercato e causando disordine nelle transazioni.

L’impatto dell’attività di HFT potrebbe essere negativo anche sulla *price discovery* se il vantaggio tecnologico degli HFTrs scoraggia operatori ‘lenti’ ben informati che, invece di operare su piattaforme di *trading* regolamentate, preferiranno scambiare titoli su *dark pools*.¹⁶⁹

Altro effetto negativo riscontrabile è quello di un accentuarsi della asimmetria informativa. Nel momento in cui gli HFTrs eseguono operazioni di c.d. *flash trading*, vista la estrema velocità di cui dispongono, ciò permette un guadagno possibile solo grazie ad un vantaggio di natura informativa. Infatti, “l’aver in prelazione - sebbene per pochi millisecondi - la possibilità di processare un ordine prima che questo venga inviato ai mercati” offre ad un HFTr la possibilità di eseguire operazioni di *trading* quando risultino profittevoli al sistema operativo, ovvero in caso contrario, di non porsi come controparte dell’ordine, ritirando tutte le proprie proposte di acquisto o vendita, prima ancora che il titolo di riferimento entri nel *book*.¹⁷⁰

La diffusione dell’HFT e, più in generale, del *trading* algoritmico può anche avere impatti di carattere sistemico. Si possono verificare, infatti, “fenomeni di profonda e repentina destabilizzazione di uno o più mercati innescati da uno shock che colpisce un singolo *algorithmic trader* (AT) o HFTr”: ad esempio un danno operativo (come un malfunzionamento dell’*hardware*, o episodi di *hacking*) che a sua volta, influenzando le strategie degli altri AT/HFTrs, “può avere ripercussioni

¹⁶⁸ CRACCO, *High frequency trading: la nuova frontiera della criminalità organizzata in colletto bianco*, in Pagina uno n. 34, ottobre/novembre 2013, pp. 3 ss.

¹⁶⁹ CAIVANO, *The impact of High Frequency Trading on volatility. Evidence from the Italian market*, in Quaderni di finanza n. 80, CONSOB, marzo 2015, pp. 7ss.

¹⁷⁰ PUORRO, op. cit., p. 23.

sull'intero mercato fino ad interessare anche altre *trading venues*, data l'intensa operatività *cross market* di tali operatori".¹⁷¹

Inoltre, un altro aspetto critico del fenomeno, estremamente rilevante, discende proprio dall'attività di *flash trading*, la cui impressionante velocità può dare luogo ad episodi di vertiginosi e rapidi crolli delle quotazioni, conosciuti come *flash crashes*.

Un *flash crash* consiste in una incontrollata, rapida e soprattutto immotivata, dal punto di vista economico, caduta verticale dei prezzi di uno o più strumenti finanziari, alla quale fa seguito normalmente una forte ripresa nei minuti o negli istanti successivi. I costi conseguenti ad un fenomeno di questo genere vengono scaricati su tutti i partecipanti dei mercati, i quali, spinti dall'aumento di volatilità del mercato e, quindi, dal rischio nel detenere posizioni aperte, si affrettano a chiudere le stesse, generando inevitabilmente perdite più o meno ingenti.

Gli HFTs possono essere considerati la causa di molti *flash crashes*, ma anche quando questi siano dipesi da fattori esterni, le operazioni di HFT possono contribuire notevolmente nell'esacerbare le conseguenze pregiudizievoli, come accaduto nel famoso flash crash del 6 maggio 2010, quando i mercati azionari USA hanno perso oltre il 10% in pochi minuti per poi recuperare rapidamente nella stessa giornata, e per il quale gli algoritmi e la tecnologia HFT sono stati, secondo la *Securities and Exchange Commission*, un fattore determinante.¹⁷²

Da ultimo, occorre evidenziare come l'avvento dei sistemi di HFT, la cui disponibilità rimane nelle mani di pochi grandi enti, ha ingenerato una competizione 'tra simili', essendo questi sistemi gli unici possibili *competitors* di altri *traders* ad alta frequenza, dal momento che nessun altro operatore 'classico' (AT o umano) è in grado di prevalere su tecnologie automatizzate tanto progredite. È proprio sull'analisi degli effetti di tale competizione sulla qualità dei mercati che si è concentrata la Banca Centrale Europea¹⁷³ dimostrando come, quando si avvia una competizione tra HFTs, le operazioni speculative da questi realizzate si incrementano di circa l'11% determinando un deterioramento della qualità del

¹⁷¹ CAIVANO-CICCARELLI-DISTEFANO-FRATINI-GASPARRI-GILBERTI-LINCIANO-TAROLA, *op. cit.*, p. 17.

¹⁷² Altri esempi di *Flash crashes* di enorme portata sono attestati nel 2016, quando la sterlina è crollata del 6% contro il dollaro durante una giornata di scambi, da oltre \$1,26 a \$1,14, prima di recuperare e stabilizzarsi a circa \$1,24 nel giro di poche ore; o nel 2017, quando il prezzo della criptovaluta '*ethereum*' sulla piattaforma GDAX è riuscito a precipitare da \$319 a soli 10 centesimi nel giro di pochi secondi.

¹⁷³ BRECKENFELDER, *Competition among high-frequency traders, and market quality*, in Working paper series n. 2290, European Central Bank, giugno 2019, pp. 28 ss.

mercato, come conseguenza del decremento della liquidità e del crescendo della volatilità. Ad avviso della BCE, “i mercati dovrebbero pertanto essere progettati in modo da promuovere il *trading* ad alta frequenza, ma eliminando la concorrenza tra gli speculatori HFT”.

La constatazione di tali rischi legati direttamente alle attività di *trading* ad alta frequenza, per alcuni totalmente controbilanciati dai benefici e quindi giustificati, per altri rende invece lecito qualificare l’HFT come “attività parassita” la quale “da un lato non apporta nuove informazioni finanziarie circa il valore dei titoli, ma sfrutta soltanto quelle desunte dal mercato stesso; dall’altro non concorre all’assunzione del rischio finanziario, visti i tempi di investimento praticamente nulli nei pochi casi di trasformazione degli ordini HFT in veri contratti di scambio”.¹⁷⁴

Di fronte a criticità quali quelle appena illustrate, già nel 2009 l’Agenzia Informazioni e Sicurezza Interna, evidenziava come “in termini di economia reale, industriale, produttiva, il miglioramento e la sofisticazione raggiunta dalle tecniche di *high-frequency trading* non fornisce alcun ‘valore aggiunto’”.

Infatti, pur considerando come l’evoluzione tecnologica conseguita nel *trading* elettronico contribuisca al tracciamento di ogni transazione, aumentando la certezza e la trasparenza negli scambi di Borsa, ciò che va tenuto da conto è l’effetto pro-ciclico (che amplifica le fluttuazioni cicliche, migliorando le fasi espansive ma aggravando quelle recessive) dell’HFT.

“La pratica di scambio, infatti, tende ad amplificare ogni eccesso (di domanda o di offerta) del ciclo economico, in particolare in una logica ribassista delle Borse.

In un mercato rialzista, l’*high frequency trading* può produrre bolle speculative. L’elevata volatilità (caratterizzante un quadro di scambi ad alta frequenza) ed i molteplici rischi derivanti dall’HFT (*in primis*, liquidità di bassa qualità ed il moltiplicarsi di segnali fasulli sul mercato) tendono a far ritenere, agli operatori di Borsa, il rialzo delle quotazioni come speculativo e non strutturale. In tal senso, gli aumenti nella capitalizzazione delle società non vengono ricondotti ad un maggior ‘valore economico’ delle società quotate. In un tale scenario, il rialzo di Borsa (favorito dall’HFT) avrà effetti contenuti (o nulli) sul PIL.

In un mercato ribassista, l’*high frequency trading* può avere effetti sull’economia reale. Il deterioramento dei valori borsistici di molte società, pur essendo

¹⁷⁴ BOTTAZZI-SCARANO, *ibidem*.

considerato anch'esso dagli operatori di Borsa come speculativo, potrà causare reazioni nell'opinione pubblica (più scettica, invece, nei confronti dei rialzi).

È verosimile affermare che la caduta delle Borse e la maggiore volatilità potrebbe suscitare conseguenze avverse sul ciclo economico-finanziario sia del Paese la cui Borsa è stata colpita dai ribassi (amplificati dall'HFT), sia di tutti i Paesi stranieri dove risiedono le società quotate nella Borsa colpita, le cui capitalizzazioni sono state deteriorate.”¹⁷⁵

2.4. Manipolazione a mezzo HFT

Una delle evidenze che vengono immediatamente messe in luce analizzando, pur sommariamente, le caratteristiche del *trading* ad alta frequenza è il rischio che tale modalità operativa divenga veicolo di manipolazioni del mercato.

Accanto ai rischi di carattere macroeconomico che l'HFT può comportare, le autorità di vigilanza nazionali e l'Esma hanno a più riprese evidenziato come attraverso tale pratica “si possano mettere in atto strategie potenzialmente manipolative dei prezzi, sfruttando la maggiore velocità operativa e l'elevata complessità degli algoritmi utilizzati, che rendono spesso difficoltoso l'accertamento di volontà manipolative del mercato da parte degli HFTrs”.¹⁷⁶

Le strategie poste in essere dagli HFTrs possono infatti, al ricorrere di determinati elementi, rilevare in termini di manipolazione del mercato (ex artt. 12 MAR e 185 T.U.F.).

L'**art. 12 MAR al paragrafo 2, lettera c)** chiarisce infatti che rientra nella tipicità della fattispecie di manipolazione di mercato «l'inoltro di ordini in una sede di negoziazione, comprese le relative cancellazioni o modifiche, con ogni mezzo disponibile di negoziazione, anche attraverso mezzi elettronici, come le strategie di negoziazione algoritmiche e ad alta frequenza», che sia in grado di: inviare segnali falsi o fuorvianti in merito all'offerta, alla domanda o al prezzo di strumenti finanziari o di incidere sul prezzo utilizzando artifici o qualsiasi altra forma di raggirio o espediente, in quanto l'uso di tali mezzi e strategie è idoneo ad interrompere o ritardare il funzionamento del sistema di negoziazione della sede

¹⁷⁵ La nuova era della manipolazione delle Borse, in GNOSIS, rivista italiana di intelligence, 3/2009, pp. 9 ss.

¹⁷⁶ GALANTI, *La manipolazione del mercato*, 2015, Key, p. 84.

del *trading*, rendere più difficile per gli altri gestori individuare gli ordini autentici sul sistema di negoziazione, anche emettendo ordini che risultino in un sovraccarico o in una destabilizzazione del *book* di negoziazione degli ordini; oppure creare un segnale falso o fuorviante in particolare emettendo ordini per avviare o intensificare una tendenza.

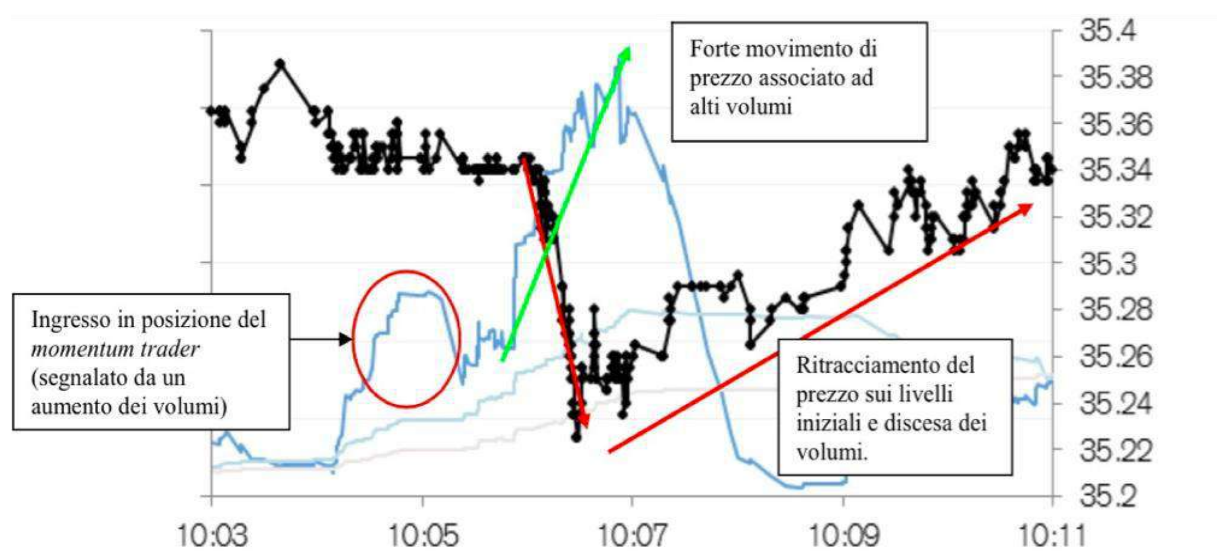
L'avvalimento di strumenti di *trading* ad alta frequenza può quindi condurre alla realizzazione di fattispecie di manipolazione di mercato tanto di tipo operativo, quanto informative, o meglio, in altri termini, ad avviso dello scrivente, sembra potersi sostenere che è proprio nelle ipotesi di *market manipulation* realizzate a mezzo HFT che risulta ancora più evidente come la linea di demarcazione tra le due forme di manipolazione divenga impercettibile, fino a farle coincidere.

Il presupposto di partenza di tale considerazione è che in entrambe le tipologie di manipolazione di mercato si assiste ad una offesa del patrimonio di informazioni di cui l'investitore dispone, arrecata direttamente nel caso di diffusione di notizie false, o indirettamente nel caso di operazioni simulate o artificiose, il cui compimento implica che di quell'operazione vengano a conoscenza anche operatori diversi, rendendo l'operazione stessa una informazione *price sensitive*.

Quando ad operare è un sistema di *trading* ad alta frequenza, l'innumerabile volume delle negoziazioni poste in essere, eventualmente anche su più mercati contemporaneamente, sulla base del vantaggio informativo di cui questi *traders* dispongono per effetto della velocità di raccolta ed elaborazione dei dati di mercato, viene interpretato come un 'segnale' dagli altri partecipanti del mercato, condizionando le scelte operative di investimento di un numero quanto mai elevato ed incalcolabile di soggetti. La portata lesiva delle manipolazioni pare in questi casi raggiungere le dimensioni più vaste e, forse, irrimediabili.

Diverse sono le strategie manipolative che possono avere luogo con tali mezzi, alcune delle quali risultano essere il semplice adattamento di tattiche manipolative comuni (già menzionate nel Capitolo 2, par. 3), realizzabili cioè anche da operatori umani, alle tecnologie a disposizione degli HFTs; altre invece appaiono come di nuova ideazione, congeniate proprio per essere poste in essere esclusivamente tramite apparati di HFT.

Una primaria e principale strategia manipolativa prende il nome di '*Momentum ignition*' e rappresenta l'evoluzione della tecnica del c.d. *pump and dump*: il *trader* manipolatore, preso come *target* un titolo dal prezzo tendenzialmente stabile, assume, sulla base di una analisi automatizzata di tutti i dati di mercato, una posizione aggressiva, aumentando improvvisamente i volumi di scambio su quello strumento; ciò comporterà una forte oscillazione del prezzo, che permette all' HFT_r di chiudere la propria posizione, ponendo in essere un'operazione di segno opposto a quelle iniziali da lui stesso avanzate, a prezzi prima non disponibili. Gli altri *traders* a quel punto chiuderanno velocemente le proprie posizioni a prezzi svantaggiosi, subendo perdite.



[Il grafico illustra l'operazione di *Momentum Ignition* mettendo in relazione prezzo e volume degli ordini, in un lasso di tempo indicato sull'asse x] ¹⁷⁷

Una seconda tattica manipolativa, propria degli HFT_r, è il c.d. '*Quote stuffing*' che consiste nella immissione e contestuale cancellazione di un numero di ordini nel mercato tanto elevato da generare fenomeni di congestione dei sistemi operativi della *trading venue* e compromettere l'accesso al mercato da parte degli altri operatori comuni i quali, a fronte di flussi elevati di ordini, possono non avere una chiara visione di ciò che accade sul *book*. Tale circostanza può consentire agli HFT_r di eseguire con profitto operazioni sul mercato a scapito degli altri partecipanti, ad esempio traendo vantaggio dai cosiddetti 'arbitraggi da latenza' che si generano con il *quote stuffing*, ovvero le divergenze di prezzo per un

¹⁷⁷ PUORRO, *op. cit.*, p. 20.

medesimo titolo che non hanno altra causa se non le temporanee (di durata infinitesimale) inefficienze operative di carattere informatico nei sistemi di accoppiamento automatico tra domanda ed offerta.¹⁷⁸

Altra strategia manipolativa è rappresentata dal c.d. '*smoking*' che comporta l'avanzamento da parte del *manipulator* di ordini dalle condizioni particolarmente 'allettanti' sul mercato al fine di attrarre investitori, per poi modificarli rapidamente attraverso l'inserimento di condizioni meno favorevoli prima ancora che le controparti attratte nella transazione possano rendersi conto del mutato scenario.

Lo '*spoofing*' (conosciuto anche come '*painting the tape*') consiste invece in una pratica che permette all'HFTTr di ottenere migliori condizioni di acquisto di uno strumento, immettendo una serie di ordini di vendita, normalmente con offerte superiori al miglior prezzo '*ask*' presente sul *book*, al fine di indurre gli altri investitori a credere che sia cominciata una fase di ribasso del titolo stesso. L'HFTTr, stante la velocità superiore di cui dispone, procederà a cancellare tali ordini prima che siano eseguiti e, nel frattempo, immetterà un ordine di acquisto a prezzi che oramai saranno stati influenzati dalla pressione sul lato dell'offerta, traendo pertanto profitto a scapito degli altri investitori.

Il '*layering*' è una pratica simile allo *spoofing* e consiste nell'immettere un ordine nascosto (non visibile nel *book* di negoziazione) in acquisto o vendita, e un altro ordine palese visibile nel *book* dal lato opposto (vendita/acquisto) in modo da indurre gli altri operatori a credere che il mercato si stia muovendo verso un ribasso del prezzo e ad agire di conseguenza.

Anche in tal caso l'HFTTr può sfruttare la maggiore velocità per cancellare l'ordine di vendita prima che venga eseguito e perfezionare l'ordine nascosto di acquisto ad un prezzo più vantaggioso.

Anche il '*pinging*', come le ultime tre strategie appena descritte, si fonda sulla simulazione da parte del manipolatore, di comportamenti ricorrenti, atti a permettere al sistema di HFT di apprendere progressivamente lo schema di investimento di altri operatori e, poi, spingerli alla negoziazione fuorviati dal quadro di condizioni artatamente create dal sistema. L'HFTTr genera in questo modo

¹⁷⁸ CAIVANO-CICCARELLI-DISTEFANO-FRATINI-GASPARRI-GILBERTI-LINCIANO-TAROLA, *op. cit.*, pp. 22 ss.

profitti solo ed esclusivamente grazie alle perdite dei *traders* tradizionali o algoritmici meno evoluti.¹⁷⁹

Una modalità manipolativa comune, che non necessariamente assume rilevanza in termini di illiceità, è il '*front running*', che implica la possibilità di guadagno sostanzialmente priva di rischio che deriva dalla conoscenza di grossi ordini di acquisto o vendita in arrivo sul mercato, sfruttando la velocità per immettere un ordine (*flash trade*) pochi istanti prima che venga immesso l'ordine in questione, utilizzando, quindi, un'informazione privilegiata al fine di trarre profitto dalla transazione.¹⁸⁰

Alle forme di manipolazione principali appena citate se ne possono aggiungere molte altre, caratterizzate ad esempio dall'intervento, in collusione con l'HFTr manipolatore, di altri operatori (come nel caso di c.d. '*Pre-arranged trading*', conosciuto anche come '*improper matched orders*'¹⁸¹), o dall'alterazione dei prezzi di strumenti su un mercato finalizzata allo scambio più vantaggioso degli stessi, derivante dall'aumento o diminuzione dei volumi di scambio anche su altre piattaforme (c.d. *market setting*).

Tutte le descritte tecniche manipolative paiono raggiungere effetti lesivi di 'livello superiore' proprio perché poste in essere mediante apparati di *High frequency trading*; ciononostante alcuni studiosi hanno sostenuto anche che proprio l'HFT abbia avuto effetti opposti, in linea generale, mitigando e arginando la commissione di fatti manipolativi, e, più in particolare circoscrivendo notevolmente la diffusione di una tra le più comuni forme di manipolazione del mercato, la c.d. '*end of day manipulation*'.

Sul primo punto, tali studi hanno sostenuto come "i sistemi di sorveglianza sugli scambi sono progettati per raccogliere modelli di manipolazione illecita, e non singole manipolazioni *una tantum*. Gli ordini HFT hanno luogo per definizione seguendo un algoritmo informatico, e quindi sono molto più idonei a far scattare avvisi in tempo reale alle autorità di sorveglianza dei mercati".

¹⁷⁹ PUORRO, *ibidem*.

¹⁸⁰ Il *front running* comporta dei pericoli anche nel caso in cui l'HFTr decidesse di non processare l'ordine, ciò avrebbe l'impatto deleterio di causare una perdita di liquidità per il mercato, proprio nel momento in cui il mercato ha bisogno di liquidità per assorbire il grosso ordine. Vd. PUORRO, *op. cit.* p. 25.

¹⁸¹ Vd. *Supra*, Capitolo 2, par. 3.2.

Si è sostenuto inoltre come, visti i benefici apportati dall'HFT in termini di maggiore liquidità, miglior rapporto *bid/ask* e migliore *price discovery*, "è più difficile per i manipolatori realizzare abusi in presenza di una migliore efficienza del mercato".

¹⁸²

Con riguardo alla specifica forma di manipolazione '*end of day*' o '*marking the close*' i dati analizzati nel *paper* citato hanno "indubbiamente indicato che, in presenza dell'HFT, manipolazioni di questo tipo sono consistentemente meno frequenti in termini numerici" ed è proprio l'HFT "il fattore più preponderante e statisticamente significativo che incide sulla *end of day manipulation*" in grado di "mitigare la frequenza e la magnitudine" di questi abusi. ¹⁸³

Passando ad una analisi strettamente penalistica della manipolazione tramite sistemi di *High Frequency Trading*, il fenomeno pone una serie di problematiche interpretative inerenti alla figura dell'investitore *ragionevole*, cardine della disciplina sul *market abuse*, al concetto stesso di informazione finanziaria, nonché in termini di corretta individuazione del fatto tipico e ascrizione della responsabilità al soggetto agente.

Procedendo con ordine, va immediatamente sottolineato come la presenza sui mercati di operatori algoritmici o 'ultra-algoritmici' metta in discussione la validità e la coerenza della figura del *reasonable investor* (nozione già di per sé molto controversa). Tale ricostruzione ermeneutica non può più essere considerata attuale se intesa "come personificazione di aspettative di informazione nutrite da singole e occasionali controparti negoziali" attive sul mercato, le cui azioni non possono più essere parametrize al concetto di ragionevolezza umana. Per cui "una nozione monolitica di investitore ragionevole non ha alcun contenuto informativo rispetto alla realtà dei mercati finanziari e rischia di decentrare la tutela penale rispetto alle esigenze di tutela effettive, generando una disciplina insoddisfacente sia rispetto alle pretese di protezione degli investitori professionali, sia per quelle dei piccoli investitori". ¹⁸⁴

¹⁸² CUMMING-ZHAN-AITKEN, *High frequency trading and end-of-day manipulation*, in Social Science Research Network, 8/11/2012, p. 8, <http://ssrn.com/abstract=2145565>.

¹⁸³ CUMMING-ZHAN-AITKEN, *op. cit.*, p. 21.

¹⁸⁴ CONSULICH, *Il nastro di Möbius. Intelligenza artificiale e imputazione penale nelle nuove forme di abuso del mercato*, in Banca Borsa Titoli di Credito, Giuffrè, fasc.2, aprile 2018, p. 17.

Per quanto attiene alla nozione di informazione finanziaria e informazione privilegiata¹⁸⁵, oltre alle considerazioni sopra esposte relativamente alla manipolazione informativa, è da evidenziarsi che, posto che all'accrescimento delle competenze di un operatore corrisponde un accrescimento della sfera di informazioni finanziarie che questi prenderà come fondamento delle proprie scelte operative (*price sensitive*), tale accrescimento sarà esponenziale nei riguardi di un operatore ultra-algoritmico in grado di raccogliere ed elaborare la pressoché totalità delle informazioni disponibili, determinando così "l'ampliamento incontrollabile della *pricesensitivity* dell'informazione, e dunque della nozione di informazione privilegiata, con la conseguente proliferazione, per quel che riguarda più da vicino il penalista, delle occasioni di abuso della stessa".¹⁸⁶

Da ultimo, problemi rilevanti e di difficile soluzione sono determinati dalle implicazioni dell'uso di strumenti di HFT per scopi manipolativi sul piano della responsabilità.

Quando l'evento in senso lato alterativo del prezzo sia causato indirettamente dall'HFTr, come conseguenza di una occasionale instabilità delle quotazioni dipendente da fattori esogeni o da episodi di manipolazione del mercato perpetrati da terzi soggetti, tali fattori potrebbero certamente innescare una reazione a catena nella quale, intervenendo per primi grazie alla loro velocità, i *traders* ad alta frequenza "amplificano gli effetti della manipolazione tradizionale, consentendo il raggiungimento degli obiettivi avuti di mira dallo speculatore". In questa ipotesi, del reato di manipolazione del mercato mancherà la tipicità in quanto la persona fisica che ha elaborato gli algoritmi del sistema HFT non potrà essere chiamata a rispondere del fatto che questi algoritmi, "successivamente, interagendo occasionalmente con una determinata condizione delle transazioni, hanno amplificato una distorsione dei prezzi avviatasi per altra via".

La prospettiva cambia però nell'ipotesi in cui sia l'algoritmo stesso ad essere intrinsecamente illecito, e il programmatore vi abbia inserito istruzioni che inducano direttamente a porre in essere operazioni manipolative. Sebbene qui possa sembrare possibile ascrivere la responsabilità della manipolazione alla persona del programmatore, ciò può risultare di ben poco agevole realizzazione in quanto le istruzioni algoritmiche impartite da quest'ultimo "hanno natura generale, indicando all'algoritmo quale modello di comportamento finanziario seguire, ma

¹⁸⁵ Accennando un ragionamento che finirebbe per travolgere anche la disciplina dell'*insider trading*.

¹⁸⁶ CONSULICH, *op. cit.*, p. 18.

non il tipo e l'identità del titolo da colpire specificamente, il momento in cui farlo e secondo quali combinazioni con il contesto". Inoltre, il c.d. *machine learning* degli apparati di HFT attribuisce al sistema operativo stesso una 'capacità decisionale' autonoma che gli permette di scegliere le modalità e tempistiche operative più congeniali a raggiungere gli scopi per cui è programmato, il tutto in assenza di qualsiasi comando o *input* da parte di persone fisiche.

Mancherà quindi il dolo della persona fisica richiesto dall'art. 185 T.U.F., essendo questa in difetto di "una piena rappresentazione e volizione dello specifico *cluster* di operazioni che in concreto è stato compiuto dall'algoritmo".¹⁸⁷

A questo punto "se il sistema di Intelligenza Artificiale presenta autonomia decisionale e capacità di apprendimento e di reazione per effetto della propria esperienza e interazione con l'ambiente [come nel caso dei sistemi di HFT] diventa difficile escluderlo del tutto dal meccanismo di attribuzione della responsabilità" , ma alla "deresponsabilizzazione umana" conseguono "non poche difficoltà, logiche e ontologiche" nella definibilità di una qualche forma di colpevolezza "disumana"¹⁸⁸ sollevando il quesito apparentemente fantascientifico '*machina delinquere potest?*'.

Tralasciando questioni futuribili e tornando sulle conclusioni attuali del problema appena delineato, la soluzione può essere individuata facendo semplicemente riferimento alla disciplina della responsabilità degli enti.

Le operazioni manipolative realizzate da sistemi di *trading* ad alta frequenza possono infatti determinare responsabilità penale in capo all'ente che di tali sistemi si avvalga negli scambi di borsa, per effetto dell'art. 8, D. lgs. 231/2001¹⁸⁹ che prevede la possibilità di ascrizione dell'illecito anche nel caso in cui l'agente materiale sia rimasto sconosciuto o non sia imputabile.

La natura formalmente amministrativa delle sanzioni previste dalla citata normativa permette di delineare un carattere non psicologico del rimprovero mosso alla persona giuridica, che a sua volta consente di fare a meno della individuazione del nesso psichico necessario per la persecuzione delle persone fisiche, bypassando in questo modo i limiti formali del diritto penale. Muovendosi

¹⁸⁷ CONSULICH, *op. cit.*, p. 22.

¹⁸⁸ BASILE, *Intelligenza artificiale e diritto penale*, in *Diritto Penale Contemporaneo*, 29/09/2019, pp. 30 ss.

¹⁸⁹ Art. 8 D.lgs. 231/2001: «La responsabilità dell'ente sussiste anche quando:a) l'autore del reato non è stato identificato o non è imputabile;b) il reato si estingue per una causa diversa dall'amnistia».

in questa direzione è quindi possibile “edificare una responsabilizzazione indipendente ¹⁹⁰ dai requisiti rappresentativi e volitivi che pongono in crisi il diritto penale delle persone fisiche nei confronti delle transazioni ad alta frequenza”.

Il meccanismo dell’art. 8 rende quindi possibile l’intervento penale nei confronti dell’ente quando non vi siano alternative utili per l’incriminazione di una persona fisica; così “il controllo penale passa, senza soluzione di continuità dall’individuo all’organizzazione, quale ‘aggregazione di colpevolezze’ individuali, non isolatamente percepibili perché troppo deboli o incomplete”. ¹⁹¹

Proprio nelle ipotesi di abuso dell’HFT, vi possono essere casi di accettazione aziendale del rischio di episodi manipolativi derivante dall’operatività di tali sistemi, ovvero di realizzazione dolosa di simili eventi, con intento distorsivo del mercato, senza che si possa ricondurre ad una precisa persona fisica la scelta di quella specifica operazione manipolativa.

A tutela invece di quelle società che, in totale buona fede abbiano adoperato sistemi di HFT, soccorrerà il meccanismo di esclusione o limitazione della responsabilità dell’ente basato sulla preventiva adozione di adeguati modelli di *compliance*.

L’art. 8, dunque, può essere interpretato in chiave innovativa, in modo da assicurare una funzione preventiva in grado di adattarsi ai continui mutamenti del contesto finanziario e quindi della criminalità economica, consentendo l’intervento penalistico anche rispetto ad ipotesi in cui l’anonimità dell’agente persona fisica condurrebbe altrimenti ad una lacuna nella tutela penale, determinando l’impossibilità di ascrizione del reato ex art. 185 T.U.F. realizzato da un sistema di *High Frequency Trading*.

¹⁹⁰ Mutuando dal diritto angloamericano la nozione di *collective knowledge*, che permette di imputare direttamente all’ente il reato commesso a suo vantaggio, quando le persone fisiche, coagendo, abbiano contribuito a formare una sorta di “intenzione e consapevolezza collettiva”.

¹⁹¹ CONSULICH, *op. cit.*, pp. 30 ss.

2.5. Regolamentazione

La constatazione che l'utilizzo di modalità di *trading* ad alta frequenza abbia in senso lato incrementato le iniquità strutturali proprie delle dinamiche di Mercato, non permette però di limitarsi ad un giudizio in termini di *fairness/unfairness* nel dettare le modalità di intervento che le istituzioni preposte saranno chiamate ad adottare, ciò in quanto "*The use of the technology, rather than the technology itself, that determines fairness or unfairness*".¹⁹²

Diverse sono le misure di *policy* adottate dai Legislatori per regolamentare e delimitare il fenomeno; in questa sede ci limiteremo alla menzione del quadro normativo europeo, tralasciando altri, pur significativi, esempi normativi in materia, come l'esperienza statunitense.

Le istituzioni europee, presa coscienza dell'entità del fenomeno HFT e dei conseguenti rischi, hanno provveduto innanzitutto ad una sua precisa definizione legislativa all'art. 4, §1, n. 40), della direttiva MiFid II¹⁹³; inoltre ai Considerando nn. da 61 a 68 della stessa normativa vengono indicate una serie di valutazioni inerenti ai rischi dell'HFT ed agli interventi che si rendono opportuni per mitigarli, mediante «una combinazione di misure e controlli specifici del rischio diretti alle imprese che effettuano negoziazioni algoritmiche o adottano tecniche di negoziazione algoritmica ad alta frequenza e che forniscono un accesso elettronico diretto, e di altre misure dirette ai gestori delle sedi di negoziazione a cui tali imprese hanno accesso». Interventi che dovrebbero seguire le linee guida dettate dalla *European Securities and Markets Authority* e della *International Organization of Securities Commissions*¹⁹⁴.

L'art. 48 della MiFID II prevede inoltre specifici obblighi per gli Stati membri, volti ad assicurare la «resilienza dei sistemi di negoziazione», cioè la loro capacità di

¹⁹² ANGEL-MCCABE, *Fairness in Financial Markets: The Case of High Frequency Trading*, in Social Science Research Network, <https://papers.ssrn.com/id=1737887>, p. 19.

¹⁹³ Art. 4, § 1, n. 40), dir. 2015/65/UE: «Tecnica di negoziazione algoritmica ad alta frequenza: qualsiasi tecnica di negoziazione algoritmica caratterizzata da:

a) infrastrutture volte a ridurre al minimo le latenze di rete e di altro genere, compresa almeno una delle strutture per l'inserimento algoritmico dell'ordine: co-ubicazione, hosting di prossimità o accesso elettronico diretto a velocità elevata; IT L 173/384 Gazzetta ufficiale dell'Unione europea 12.6.2014

b) determinazione da parte del sistema dell'inizializzazione, generazione, trasmissione o esecuzione dell'ordine senza intervento umano per il singolo ordine o negoziazione, e

c) elevato traffico infragiornaliero di messaggi consistenti in ordini, quotazioni o cancellazioni».

¹⁹⁴ Che rappresenta l'organizzazione internazionale delle autorità di vigilanza sui mercati finanziari.

gestione di picchi di volume di ordini e messaggi (causati dagli HFTs) per garantire negoziazioni ordinate in condizioni di mercato critiche ed evitare malfunzionamenti nei *server* di negoziazione. Il disposto di questa norma è stato recepito a livello interno con gli artt. 65 *sexies* e 67 *ter* del T.U.F, nonché nel Regolamento Mercati CONSOB.

Tali obblighi si traducono, tra l'altro, nella necessità di stipulare accordi ¹⁹⁵ con le imprese che si avvalgono dell'HFT, con il fine precipuo di individuarle e fornire prove relative al corretto utilizzo degli algoritmi ed alla loro inidoneità a creare o contribuire a creare condizioni di negoziazione anormali sul mercato; nonché nella predisposizione di «sistemi, procedure e dispositivi efficaci per rifiutare gli ordini che eccedono soglie predeterminate di prezzo e volume o che sono chiaramente errati»; e infine nella introduzione di c.d. *circuitbreakers*, ossia sistemi e procedure in grado di evitare (limitando l'afflusso eccessivo di ordini sul mercato o l'immissione di ordini che eccedano determinate soglie di prezzo ovvero siano chiaramente errati) che i sistemi algoritmici di negoziazione ad alta frequenza possano compromettere il regolare andamento degli scambi.

Tra le misure demandate dalla MiFid II alla discrezionalità degli Stati vi è inoltre la possibilità delineata dall' art. 48, § 9 di autorizzare i gestori del mercato regolamentato ad imporre commissioni più elevate per i partecipanti che presentano un elevato rapporto tra ordini annullati e ordini eseguiti e che impiegano una tecnica di negoziazione algoritmica ad alta frequenza; in aggiunta, anche sul versante tributario possono essere intrapresi interventi volti a limitare l'uso indiscriminato dell' HFT: la c.d. TobinTax (imposta sulle transazioni finanziarie, in vigore anche in Italia)¹⁹⁶ ha però condotto a risultati del tutto trascurabili tanto in termini di gettito fiscale, esiguo ed irrilevante per l'erario, quanto in termini limitativi del fenomeno, vista la sua continua crescita.

Va accennato anche che misure normative alternative a quelle sopra esposte , e di possibile adozione nel futuro più prossimo , potrebbero contemplare anche soluzioni sul piano tecnologico : in particolare , si è proposta “una soluzione tecnologica che abbia la capacità di incorporare la regolamentazione nella

¹⁹⁵ Accordi che possono prevedere anche degli «incentivi in termini di rimborsi o di altro tipo offerti dal mercato regolamentato a un'impresa di investimento al fine di fornire liquidità al mercato».

¹⁹⁶ L'imposta, calcolata giornalmente con aliquota dello 0.02%, si applica sul valore degli ordini modificati e cancellati che eccedono la soglia del 60% e soggetto passivo dell'imposta è colui il quale, attraverso sistemi di negoziazione automatizzata, immette ordini di acquisto e vendita e le relative modifiche o cancellazioni. V.d. PALUMBO, *Tobin tax e high frequency trading*, in L'occidentale, 28/03/2019, <https://l'occidentale.it/tobin-tax-e-high-frequency-trading/>.

tecnologia, ovvero la *blockchain*. Il fatto di costruire un *trade exchange* su rete *blockchain* e operare *trading* ad alta frequenza tramite questa, consentirebbe di provvedere a limitare e controllare le problematiche giuridiche relative al fenomeno dell'*High Frequency Trading*'.¹⁹⁷

Ad ogni modo, se il quadro normativo descritto, a cui tutti gli Stati membri e le relative autorità di vigilanza hanno ottemperato, ha in certa misura contribuito ad una più accurata regolazione del fenomeno, sul fronte del contrasto agli abusi di mercato realizzabili dai sistemi di HFT manca ancora una disciplina chiara in grado di darne una risposta penale unitaria.

Il *Market Abuse Regulation*, infatti, si limita a prendere atto¹⁹⁸ della idoneità manipolativa dei sistemi di HFT, senza però ideare apparati sanzionatori specificamente modellati/modulati sulle caratteristiche specifiche del fenomeno e sulle conseguenti criticità.

Il Considerando 38 MAR, ammette infatti che: «Il presente regolamento dovrebbe prevedere misure in materia di manipolazione del mercato che possono essere adeguate a nuove forme di negoziazione o a nuove strategie potenzialmente abusive. Per rispecchiare il fatto che la negoziazione di strumenti finanziari è sempre più automatizzata, è auspicabile che la definizione di manipolazione del mercato fornisca esempi di strategie abusive specifiche che possono essere effettuate con qualsiasi strumento disponibile di negoziazione, incluse le negoziazioni algoritmiche e quelle ad alta frequenza. Gli esempi forniti non sono da considerare esaustivi e non tendono a suggerire che le stesse strategie attuate con altri mezzi non siano abusive».

La disposizione evidenzia quindi come sul fronte penale sia necessario un (continuo) intervento di adeguamento specifico, confermando la sussistenza di criticità ed inefficienze della disciplina, che hanno permesso la realizzazione di alcuni dei fatti illeciti che si passa ora a menzionare.

¹⁹⁷ BRUNELLO, *Algoritmi e finanza*, in Nexa Center for internet and society, Politecnico di Torino, <https://nexa.polito.it/nexacenterfiles/Algoritmi%20e%20Finanza.pdf>

V.d. anche DI GIOVANNI, *op. cit.*, pp. 4 ss.

¹⁹⁸ Nel citato art. 12, § 2, c).

2.6. Il caso Aleynikov e altri episodi più recenti

Sebbene l'incidenza complessiva del fenomeno dell'*High Frequency Trading* sui mercati globali e le sue potenzialità manipolative siano sempre più evidenti, i casi accertati di manipolazione del mercato operata da HFTs sono ancora esigui, a conferma della intrinseca insidiosità della fattispecie e della insufficienza definitoria a livello normativo.

Sul punto, uno dei casi più clamorosi messi in luce dalla cronaca risale al 2009, quando un dirigente della banca statunitense *Goldman Sachs*, Sergey Aleynikov, responsabile proprio delle piattaforme di scambi ad alta frequenza effettuati su mercati telematici USA, fu accusato e condannato per il furto e la ricettazione di 'codici sorgente' riservati, che consentivano l'accesso alla piattaforma HFT utilizzata dalla banca per operazioni di negoziazione su mercati azionari e delle materie prime. Sebbene un fatto di furto possa sembrare quasi irrilevante e non pertinente, a destare scalpore fu l'ammissione, da parte della banca stessa, del pericolo che quei codici avrebbero potuto essere usati non soltanto per danneggiare la società, ma per manipolare i mercati, confermando quindi per la prima volta che gli enti che si avvalgono dell'HFT sono in possesso di tecnologie a tutti gli effetti potenzialmente manipolative.

Da quel momento l'attenzione delle *Authorities* di vigilanza si è concentrata proprio sulle modalità operative dei *traders* ad alta frequenza, mettendo in luce episodi manipolativi quale quello che ha visto protagonista la società '*Swift Trade*' condannata nel 2011 dalle autorità britanniche per aver posto in essere una manipolazione con la tecnica del *layering*¹⁹⁹, o ancora la *Trillium Management Brokerage Services*, anch'essa condannata per un episodio di *layering* dalle autorità USA.

Altro episodio manipolativo è stato oggetto di condanne in Giappone, dove nel 2014 il *trader* di una società di investimento si è reso colpevole di molteplici fattispecie di *spoofing*.²⁰⁰

¹⁹⁹ Fonte: <https://www.theguardian.com/business/2011/aug/31/fsa-fines-swift-trade-8m-pounds>

²⁰⁰ NIWA, *Market Manipulation Using High Frequency Trading and Issues Facing Japan*, <https://media2.mofo.com/documents/161000-high-frequency-trading-japan>.

Anche colossi bancari del calibro di *Deutsche Bank*, *Credit Suisse* e *Barclays* nel 2016 sono stati costretti dalle autorità americane a patteggiamenti multimilionari ammettendo un uso improprio degli strumenti di HFT nelle piattaforme di scambio (*dark pools*) gestite dalle stesse banche.²⁰¹

La stessa *Deutsche Bank*, questa volta insieme a *UBS* e *HSBC*, ha patteggiato nel 2018 per episodi di *spoofing* sul mercato dei metalli preziosi negli USA, vedendo anche l'incriminazione di alcuni dipendenti.²⁰²

3. La manipolazione dei *Benchmarks*

3.1. Nozione di *Benchmark*

Nelle complesse dinamiche degli scambi di mercato il prezzo degli strumenti finanziari è certamente elemento centrale su cui si fondano le scelte operative degli investitori; nozioni basilari di economia generale enunciano come il *prezzo* sia determinato dal punto di incontro tra domanda ed offerta, ma, nel determinare le decisioni degli operatori non è soltanto la valutazione del prezzo in sé, slegato dal contesto in cui esso si è formato, ad esercitare una influenza decisiva, bensì l'analisi di parametri oggettivi di riferimento che permettono di confrontare la *performance* di uno specifico strumento o prodotto rispetto all'andamento del mercato, evidenziando i relativi rischi; questi indicatori sono definiti *Benchmarks*.

Il ruolo degli indici di riferimento costituisce quindi un elemento fondamentale del sistema finanziario, essendo questi parametri idonei a supportare gli investitori, e a contribuire in maniera incisiva nel determinare il valore dei contratti bancari e finanziari e l'ammontare effettivo dei pagamenti dovuti, incidendo su una pluralità di *assets* diversi, dai tassi di cambio delle valute (il cui indice di riferimento principale è il WM/Reuters) a quelli del prezzo del petrolio grezzo (WTI, Brent, Dubai/Oman), dagli indici del mercato azionario (S&P 500, Dow Jones Industrial Average, FTSE Mib) fino agli interessi dei prestiti bancari (IBOR,€STR).

²⁰¹ Fonte: <https://www.wsj.com/articles/deutsche-bank-to-pay-37-million-to-end-dark-pool-investigations-1481902287>

²⁰² Fonte: <https://www.cnn.com/2018/01/29/ubs-deutsche-bank-and-hsbc-to-pay-millions-in-spoofing-settlement.html>

La nozione di *Benchmark* è fissata a livello normativo all'art. 3, § 1, n. 29) MAR, in base al quale è considerato indice di riferimento (*benchmark*): «qualsiasi tasso, indice o numero, messo a disposizione del pubblico o pubblicato, che è determinato periodicamente o regolarmente applicando una formula al valore di una o più attività o prezzi sottostanti, comprese stime di prezzi, tassi d'interesse o altri valori effettivi o stimati, ovvero a sondaggi, e sulla base di tali elementi è determinato l'importo da corrispondere per uno strumento finanziario o il valore di uno strumento finanziario».

Anche nello specifico 'Regolamento *Benchmark*'²⁰³ all'art. 3 § 1, l'indice di riferimento è definito come «un indice in riferimento al quale viene determinato l'importo da corrispondere per uno strumento finanziario o per un contratto finanziario, o il valore di uno strumento finanziario, oppure un indice usato per misurare la *performance* di un fondo di investimento allo scopo di monitorare il rendimento di tale indice ovvero di definire l'allocazione delle attività di un portafoglio o di calcolare le commissioni legate alla *performance*».

3.2. Attività manipolatorie e portata lesiva

I *benchmarks* dei prezzi sono riepiloghi numerici dei prezzi di mercato, ma il concetto stesso di 'prezzo' di un bene, nelle dinamiche di mercato si fonde con quello di 'prezzo in accordo con i principali *benchmarks*', i quali rappresentano il *valore* di mercato di un bene, che non necessariamente corrisponderà esattamente al prezzo medio a cui quel bene viene scambiato, ma terrà conto di molteplici fattori ulteriori.

È proprio su questi fattori ulteriori che possono concentrarsi attività manipolatorie volte proprio ad alterare il valore nominale che il *benchmark* determina per un certo bene o per una gamma di prodotti a cui fa riferimento, generando incrementi o decrementi di prezzo dai quali il soggetto manipolatore potrà trarre profitto.

Le tecniche alterative operate su indici di riferimento possono essere proceduralizzate in due momenti distinti, prima va conferita al *benchmark* una

²⁰³ Regolamento (UE) 2016/1011, c.d. BMR.

funzione 'vincolante' per gli investitori, dopodiché può essere messa in atto la condotta manipolativa vera e propria.²⁰⁴

Innanzitutto va detto che finché i parametri di riferimento svolgono una funzione eminentemente informativa, i *traders* attivi sul mercato sarebbero liberi di fare di quelle informazioni l'uso che ritengono più opportuno, se del caso anche ignorandole.

Qualora invece si verifichi l'integrazione di un indice di riferimento in un contratto (come ad esempio un contratto finanziario a lungo termine che legghi la rendita finale al valore futuro di un *benchmark*) la messa per iscritto del *benchmark* potrà assumere una presunzione di validità tale da determinare effetti vincolanti: infatti, "quando un documento legale fa riferimento ad un *benchmark*, il *benchmark* fa più che informare sul prezzo, esso *costituisce* il prezzo".²⁰⁵

La funzione principale della menzione in clausole contrattuali di un indice di riferimento è quella di favorire la *price discovery*, ridurre la volatilità di uno strumento²⁰⁶, nonché permettere una migliore allocazione dei rischi quantificando la perdita massima potenziale che l'investitore potrebbe subire.

Tuttavia, è proprio la messa per iscritto di un *benchmark* a costituire un canale in cui può inserirsi una condotta manipolativa in grado di permettere il conseguimento per l'agente manipolatore di un profitto enorme, raggiungendo un elevatissimo grado di lesività nei confronti di tutti quegli investitori che saranno contrattualmente legati al *benchmark* manipolato, e che subiranno perdite.

La alterabilità di un indice di riferimento è collegata ad una serie di fattori, ma generalmente, meno il *benchmark* è dettagliato e più facile sarà la sua manipolazione, ad esempio, qualora esso prenda in considerazione solo una porzione del totale dei prezzi di un prodotto o solo una frazione dei *traders* attivi in quel mercato e dei *trades* operati²⁰⁷.

L'intervento alterativo avente ad oggetto solo i dati utilizzati come parametri di confronto e analisi del *benchmark* sarà idoneo a creare un'influenza sul

²⁰⁴ VERSTEIN, *Benchmark manipulation*, in Boston College Law Review, vol. 56, 2015, pp. 215 ss.

²⁰⁵ VERSTEIN, *op. cit.*, p. 228.

²⁰⁶ La funzione esercitata dal *benchmark* sui prezzi è paragonabile alla funzione delle 'classificazioni' operate dalle agenzie di *rating* sulla qualità dei crediti.

²⁰⁷ Circostanza comune nell'elaborazione dei principali indici di riferimento.

benchmark stesso e renderà la sua manipolazione di più agevole realizzazione rispetto alla manipolazione diretta dei prezzi in sé considerati.

Una volta individuati tali dati e posti a ‘bersaglio’ della manipolazione, la stessa potrà avvenire secondo schemi piuttosto semplici: l’agente potrà falsificare dati che verranno presi a parametro per il *benchmark*, ad esempio eseguendo vendite e acquisti fittizi in collusione con altri soggetti, per creare una impressione di mobilità del prodotto, ovvero realizzando o non realizzando scambi effettivi per determinati periodi o orari della giornata di scambi presi in considerazione dai sistemi di raccolta dati che elaborano il *benchmark*, per indurre in errore l’indice sulla effettiva sussistenza di scambi, o ancora decidendo se comunicare o meno i dati relativi agli scambi operati, alle società che si occupano di stilare gli indici (cc.dd. *Benchmark providers*), quando è previsto il contributo informativo diretto degli operatori, che a quel punto saranno liberi di ‘filtrare’ ovvero direttamente alterare, informazioni e dati relativi alle transazioni eseguite.

La manipolazione del *benchmark*, quindi, appare largamente diffusa in quanto idonea a produrre per i *manipulators*, oltre ad effetti lesivi diffusi su vasta scala, profitti ben più ingenti rispetto alla manipolazione di singoli strumenti finanziari, a fronte della relativa semplicità esecutiva della condotta. Circostanze queste che rendono la manipolazione degli indici di riferimento non già una categoria di condotta ristretta e limitata nella casistica pratica, bensì una modalità delittuosa tra le privilegiate nei contesti finanziari di tutto il mercato globale.

3.3. Forme di tutela ed interventi regolatori: regolamento *Benchmark* e adeguamento interno

Stante la particolare sensibilità del ruolo esercitato dagli indici di riferimento, il Legislatore sovranazionale ha provveduto ad emanare uno specifico Regolamento, finalizzato a disciplinarne accuratamente le caratteristiche tecniche e assicurare armonizzazione con le norme interne di riferimento, posto che «la determinazione del prezzo di molti strumenti finanziari e contratti finanziari dipende dall’accuratezza e dall’integrità degli indici di riferimento (*benchmark*)»²⁰⁸.

²⁰⁸ Considerando 1, BMR

Il Regolamento ‘*Benchmark*’ UE 2016/1011 (c.d. BMR), entrato in vigore dal gennaio 2018 (con deroghe specifiche che ne prorogano l’entrata in vigore fino al 2021 per determinati comparti del mercato), reca norme che perseguono l’obiettivo di migliorare *governance* e controlli sui procedimenti di elaborazione degli indici, e incrementare l’accuratezza e veridicità dei dati posti a parametro degli stessi, che dovranno avere riscontro reale in negoziazioni effettive; introduce inoltre uno specifico codice di condotta giuridicamente vincolante, indirizzato agli istituti che si occupano dell’elaborazione dei *benchmarks*, al fine di evitare conflitti di interesse e ridurre il rischio di episodi manipolativi.²⁰⁹

Infatti, nell’ambito del BMR ricadono tutti gli indici la cui definizione comporti scelte discrezionali relative al metodo di calcolo utilizzato o ai dati da inserirvi e demandate alla società che li elabora, con conseguente rischio di manipolazione, posto che “la vulnerabilità degli indici di riferimento alla manipolazione è infatti maggiore laddove esistano regimi discrezionali e approcci divergenti fra gli Stati membri, specialmente nelle operazioni transfrontaliere”.²¹⁰

Per ottemperare a tali finalità sarà fondamentale il ruolo dell’Esma e delle *Authorities* di controllo dei singoli Stati membri, i cui compiti sono individuati agli artt. 40 ss. BMR, e che dovranno attenersi alle linee guida della IOSCO (sui valori di riferimento per merci, tassi di interesse e dati regolamentati²¹¹) nell’esercitare attività di vigilanza su ‘amministratori degli indici’ (coloro che hanno «il controllo della fornitura di un indice di riferimento») e sui cc.dd. ‘contributori’(ossia coloro che forniscono «dati non prontamente reperibili che sono necessari alla determinazione di un indice di riferimento e che vengono forniti a tale scopo»).

Altra normativa fondamentale in materia è il Regolamento (UE) 2015/2365 (*Securities Financing Transaction Regulation*) che va a disciplinare il c.d. ‘sistema bancario ombra’ ossia “l’insieme dei mercati, istituzioni e intermediari che erogano servizi bancari al di fuori della relativa regolamentazione” e la cui carenza regolamentare può divenire campo di operatività prediletto dai manipolatori di *benchmarks*.²¹² Tale Regolamento, intervenendo in tema di trasparenza nell’uso delle operazioni di finanziamento tramite titoli (SFT), che avvengono al di fuori del

²⁰⁹ <https://www.consilium.europa.eu/it/press/press-releases/2016/05/17/manipulation-market-benchmarks-tougher-rules/>

²¹⁰ CECCHINATO, *Benchmark e trasparenza SFT*, in *Quotidiano Giuridico*, Wolters Kluwer, 14/03/2019, p. 2.

²¹¹ *Statement on Matters to Consider in the Use of Financial Benchmarks*, IOSCO, 05/01/2018, <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD589.pdf>

²¹² CECCHINATO, *op cit.*, pp. 3 ss.

sistema bancario regolamentato, va a creare un quadro normativo all'interno dell'Unione nel quale le informazioni sulle SFT devono obbligatoriamente essere segnalate alle *Authorities*, riducendo i rischi legati a tali attività.

Tuttavia, l'approccio del Legislatore UE, focalizzato su una sempre più stretta disciplina normativa tecnica nell'attività di *benchmarking*, è stato giudicato da parte della dottrina economica come troppo invasivo e poco efficace. Non si è indagato sul perché i *benchmark providers* non avessero spontaneamente adottato tecniche di *governance* migliori, e idonee da sole ad evitare o ridurre la vulnerabilità a manipolazioni degli indici, ma ci si è limitati a prescrivere ulteriori programmi amministrativi di *compliance* a loro carico.

Va infatti rilevato che, attualmente, molti parametri di riferimento sono forniti come sottoprodotti o servizi aggiuntivi di altre attività commerciali primarie svolte dai *providers*, e che quindi "questa struttura tende a scoraggiare la concorrenza e gli investimenti in qualità", nonché favorire eventuali condotte in conflitto di interesse da parte degli stessi.

Per contro, se le società che elaborano *benchmarks* fossero adeguatamente compensate, anche da parte delle Istituzioni, per fornire indici più completi e veritieri, avrebbero un incentivo migliore per garantire dati rappresentativi e potrebbero raggiungere una clientela più ampia, instaurandosi in questo modo una concorrenza con gli altri *providers* sulla oggettività e veridicità degli indici; infatti, "trovare incentivi redditizi per i parametri di riferimento, piuttosto che solo nuovi oneri, potrebbe contribuire a fermare l'apparente disinteresse alla produzione di *benchmark* che ora si osserva".²¹³

Da ultimo, passando ad analizzare il quadro normativo sul piano interno, l'adeguamento al BMR (e al SFTR) è avvenuto a distanza di più di un anno dalla sua entrata in vigore, con il Decreto legislativo 13 febbraio 2019, n. 19. Stante la diretta applicabilità del BMR, gli interventi di adeguamento della normativa nazionale primaria operati dal Decreto sono stati minimi e hanno riguardato principalmente gli aspetti rimessi alla potestà dei singoli Stati membri, quali la ripartizione dei ruoli di vigilanza tra CONSOB, Banca d'Italia, IVASS e COVIP, e

²¹³ VERSTEIN, *op. cit.*, p. 271.

l'introduzione di specifiche sanzioni amministrative all'art. 190 *bis*.1, T.U.F. per violazioni del BMR, ora commisurate alla 'criticità' del *benchmark* in oggetto.

Gli episodi manipolativi attinenti ai *benchmarks* e penalmente rilevanti sono invece individuati all'art. 12, § 1, *d)* MAR, in base al quale è considerata manipolazione di mercato «la trasmissione di informazioni false o fuorvianti o la comunicazione di dati falsi o fuorvianti in relazione a un indice di riferimento (*benchmark*) quando la persona che ha proceduto alla trasmissione o fornito i dati sapeva, o avrebbe dovuto sapere, che erano falsi o fuorvianti, ovvero qualsiasi altra condotta che manipola il calcolo di un indice di riferimento».

Anche la MAD II all'art. 5, § 2, *d)* stabilisce che la manipolazione di mercato *deve* costituire reato quando la condotta si esplica in «trasmissione di informazioni false o fuorvianti, o comunicazione di dati falsi o fuorvianti ovvero ogni altra condotta che manipola il calcolo di un indice di riferimento (*benchmark*)».

L'elevato grado di offensività delle condotte manipolative attinenti ai *benchmarks*, che rende inefficiente una sanzione esclusivamente amministrativa, è confermato anche dal Considerando 7, MAD II che indica come gravi casi di manipolazione di un indice di riferimento abbiano «dimostrato che problemi e carenze importanti si ripercuotono seriamente sulla fiducia nei mercati e possono determinare perdite consistenti per gli investitori, nonché distorsioni dell'economia reale. L'assenza di un regime comune di sanzioni penali nell'Unione offre l'opportunità agli autori di abusi di mercato di approfittare dei regimi meno rigorosi in alcuni Stati membri. L'irrogazione di sanzioni penali per gli abusi di mercato avrà un effetto dissuasivo maggiore sui potenziali contravventori».

Il più volte menzionato D. Lgs. 107/2018 è intervenuto in tema abusi di mercato attinenti ai *benchmarks*, specificando al comma 2 *ter* dell'art. 185 T.U.F. l'estensione delle condotte manipolative penalmente rilevanti «ai fatti concernenti gli indici di riferimento (*benchmark*)». ²¹⁴

La clausola di esordio del comma 2 *ter* («Le disposizioni del presente articolo si applicano anche a...») indicherebbe chiaramente come tale estensione dovrebbe

²¹⁴ Tale estensione è stata definita "scarsamente razionale" nella misura in cui essa risulta limitata alla sola disciplina penale della manipolazione di mercato e non anche a quella dell'*insider trading*. Vedi MUCCIARELLI, *Gli abusi di mercato riformati e le persistenti criticità di una tormentata disciplina*, in *Penale contemporaneo*, 2018, p. 15.

riferirsi tanto alle figure delittuose contemplate nel primo comma dello stesso art. 185 T.U.F., quanto a quelle contravvenzionali del comma 2 *bis*.

Tuttavia, tale interpretazione della clausola estensiva non appare praticabile, poiché un ampliamento della ipotesi delittuosa del primo comma determinerebbe un superamento dei limiti della delegazione legislativa, dando vita ad una violazione del principio di legalità cui seguirebbe certa declaratoria di illegittimità costituzionale.

Quindi, pur consapevoli che tale interpretazione renda inadeguato ed inefficiente l'intervento di riforma sul punto, in quanto "sul piano dell'offensività è infatti ben arduo collocare comportamenti manipolativi concernenti gli indici di mercato in una scala valoriale sottordinata"²¹⁵, bisognerà ritenere che qualsiasi episodio di manipolazione di *benchmark*, nonostante la sua nettamente maggiore offensività rispetto a condotte che abbiano come *target* singoli strumenti finanziari, deve essere "confinata alla 'periferia' dello *ius terribile*, tra le contravvenzioni di *market abuse*, anziché integrare l'ipotesi delittuosa".²¹⁶

L'intenzione di circoscrivere l'intervento estensivo del comma 2 *ter* alle sole contravvenzioni è confermata anche dallo stesso Legislatore delegato, che, nella Relazione introduttiva allo Schema di decreto, precisa che "le modifiche al comma 2 *ter* sono volte a estendere la *fattispecie contravvenzionale* [...] alla condotta in relazione agli indici di riferimento (*benchmark*)".

Tale scelta, oltre ad apparire poco coerente per un intervento riformatore che avrebbe dovuto assicurare coordinamento con il dettato sovranazionale e maggiore dinamicità ed attualità nel contrasto al *market abuse*, che, come visto, necessita di interventi di adeguamento continui che ne assicurino l'efficienza, si pone in pieno contrasto e con il Regolamento sul *Market Abuse*, e con gli obblighi di criminalizzazione specificamente previsti dalla MAD II.

Ciò è, in definitiva, sintomo di una arretratezza dell'ordinamento italiano nella *policy* di tutela del mercato e contrasto agli abusi, che, in carenza di interventi incisivi ed incisivamente efficaci, oltre a creare un *gap* rispetto ai più completi apparati normativi adottati dagli altri Stati membri, finisce anche per deteriorare l'efficienza

²¹⁵ MUCCIARELLI, *op. cit.*, p. 16.

²¹⁶ BASILE, *Mini-riforma del market abuse: obiettivi mancati ed eterogenesi dei fini nel D.Lgs. n. 107/2018*, in *Diritto penale e processo*, 03/2019, p. 335.

totale della tutela unitaria del mercato al livello europeo, rendendo l'Italia, a parere dello scrivente, un 'anello debole della catena'.

3.4. Gli scandali LIBOR ed EURIBOR

Gli episodi di manipolazione di *benchmark* più noti per via della loro colossale portata sono quelli che hanno riguardato due tra i principali *Inter Bank Offered Rates*, i tassi di interesse stabiliti dalle banche per i prestiti interbancari.

Il primo dei due casi è emerso nel 2012, quando l'Autorità di vigilanza sui mercati britannica (*Financial Conduct Authority*) e il Dipartimento di Giustizia statunitense hanno mosso accuse di manipolazione del *London Interbank Offered Rate* (LIBOR) nei confronti di alcuni colossi bancari internazionali.

Il LIBOR è uno dei principali *benchmarks* dei tassi di prestito interbancario, in base al quale si stabiliscono i tassi di interesse applicati dalle banche per transazioni finanziarie, prestiti etc.; esso costituisce l'indice di riferimento per contratti finanziari del valore complessivo pari a circa 400mila miliardi di dollari e incide quindi su una vastità di clienti finali (che diventeranno vittime della manipolazione), dagli investitori istituzionali ai privati cittadini sottoscrittori di un mutuo.²¹⁷

Il meccanismo di determinazione del tasso prevede che un gruppo di banche presenti sulla piazza di Londra comunichi alla società Thomson Reuters (che si occupa del calcolo del *benchmark*) i tassi di interesse ai quali sono disposte a prendere a prestito fondi sul mercato interbancario entro le 11 del mattino di ogni giornata di contrattazioni e la media di questi dati formerà il valore dell'indice.

Come precisato *supra*, i dati comunicati dalle banche non sono necessariamente corrispondenti ai tassi effettivi di mercato, ma possono anche consistere in stime effettuate dalle banche stesse. Questo ha fornito l'opportunità per l'esecuzione, tra il 2005 e il 2009, di sistematiche condotte manipolative dell'indice.

Le indagini hanno preso il via nel momento in cui sono emerse intercettazioni di e-mail e telefonate tra dirigenti e *traders* di Barclays, una delle principali banche

²¹⁷ SCHRIMPF-SUSHKO, *Oltre il LIBOR, introduzione ai nuovi tassi di riferimento*, in Bank for International Settlements, pubblicazione 5 marzo 2019, p. 2.

coinvolte, nelle quali gli stessi si accordavano per manipolare il LIBOR a loro vantaggio, concordando di fornire al *benchmark provider* dati al ribasso sui tassi di interesse medi proposti, al fine di trarre maggiore profitto dalle transazioni finanziarie basate sull'indice LIBOR, nonché contestualmente mostrare una situazione finanziaria più solida nell'epicentro della crisi economica globale.

L'inchiesta si è poi estesa fino a dimostrare una collusione tra altri enti bancari quali Citigroup, Ubs, Royal Bank of Scotland, Deutsche Bank, Hsbc, Jp Morgan Chase e altri; tutti gli istituti coinvolti hanno subito condanne o raggiunto patteggiamenti per un valore totale di circa 10 miliardi di dollari, tra le sanzioni inflitte da USA e UK ²¹⁸; condanne detentive e pecuniarie sono state disposte anche nei confronti di alcuni dirigenti e *traders* di questi istituti bancari.²¹⁹ Una volta provata la manipolazione dei tassi hanno preso il via le *class actions* in sede civile delle parti lese.

Nello Spazio Economico Europeo, invece, il principale *benchmark* relativo ai prestiti interbancari in euro è l'EURIBOR, verso il quale, sulla scia dello scandalo che travolse il LIBOR, si sono concentrate le indagini della Commissione europea e di alcune Autorità giudiziarie e di vigilanza europee, all'esito delle quali è stato dimostrato come anche questo *benchmark* fosse divenuto oggetto di condotte manipolatorie di gravissima portata, i cui effetti sono finiti per coinvolgere in maniera ancor più diretta i risparmiatori europei ed italiani.

La Commissione ha accertato, con le Decisioni del 4 dicembre 2013 e del 7 dicembre 2016 (caso AT 39914), l'esistenza di un illecito "unico e continuato" realizzato da quello che viene definito un vero e proprio "cartello" tra le banche Barclays, Deutsche Bank, Société Générale, HSBC, Jp Morgan Chase, RBS e Crédit Agricole, le quali avrebbero concordato i dati da comunicare al *benchmark provider* ²²⁰, al fine di alterare il valore dell'indice.

La sanzione inflitta, pari a circa 1.5 miliardi di euro, è stata però considerata come conseguenza non della violazione delle norme sul *Market Abuse*, bensì delle norme *antitrust* europee (artt. 101 T.U.E. e 53 E.E.A. Agreement), così in certa misura, derubricando la portata della condotta manipolativa, forse al fine di preservare la

²¹⁸ Fonte: <https://www.bloomberg.com/quicktake/broken-benchmarks>

²¹⁹ Fonte: <https://st.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2016-07-08/frode-libor-condanne-severe-uk-e-usa-063904.shtml?uuid=ADfn7wp>

²²⁰ La società Thomson Reuters per conto della *European Banking Federation*, (ora denominata *European Money Market Institute*)

residua fiducia di investitori e risparmiatori nei confronti degli istituti bancari, dopo la grave crisi economica globale.

In conseguenza dalla decisione della Commissione si è determinato in tutta Europa un incremento dei contenziosi giudiziali da parte degli utenti finali degli istituti di credito che avevano sottoscritto contratti di finanziamento (mutui, obbligazioni bancarie etc.²²¹) i cui tassi erano basati sull'EURIBOR.²²²

La censura mossa dai ricorrenti è volta a far valere “una sorta di nullità derivata, fondata sull'assunto che l'Euribor sia espressione di un accordo di cartello tra gli istituti di credito, e che dunque anche le relative clausole di indicizzazione contenute nei contratti stipulati a valle di tale accordo dovrebbero ritenersi nulle per violazione della normativa posta a tutela della concorrenza”.²²³

Sul versante penale, nonostante la cautela da parte delle istituzioni europee a qualificare espressamente come reati le condotte afferenti all'EURIBOR appena delineate, più deciso è stato l'intervento della magistratura britannica, la quale ha condotto a processo e condannato decine di dipendenti delle banche coinvolte nello scandalo, proprio per truffa e manipolazione del mercato.²²⁴

Anche in Italia la Procura di Trani nel 2012 diede il via ad un'inchiesta nei confronti di *general managers* e *traders* delle stesse banche, ipotizzando i reati di truffa aggravata e manipolazione del mercato²²⁵ (inchiesta poi arenatasi per il non ottemperamento delle rogatorie internazionali avanzate dai pm italiani).

²²¹ Per il calcolo degli interessi per i mutui a tasso variabile si utilizza come base l'Euribor più uno *spread*. Ad esempio: valore dell'Euribor a 6 mesi + 1,50% (tasso stabilito dalla banca). Se il tasso Euribor a 6 mesi nel giorno della rilevazione è pari allo 0,50%, la rata del mutuo viene fissata al 2,00%. <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/euribor.htm>

²²² I tribunali italiani si stanno gradualmente allineando alla decisione della Commissione decretando la nullità del parametro EURIBOR nel periodo in cui è stata accertata la sua alterazione, con conseguente sostituzione con il tasso legale a favore dei ricorrenti (ad es. sentenza n. 565 del 4/09/2019 Tribunale di Chieti; sent. n. 557/2019 Tribunale di Pescara etc.) ma non mancano pareri opposti (sentenza n. 393 del 27/02/2019, Tribunale di Venezia; ordinanza 22/01/2019 Tribunale di Genova).

²²³ CHIAVES-DI SANO, *Manipolazione del tasso Euribor: contenzioso nazionale e rilievi comparatistici*, in dirittobancario.it, 11/07/2018.

²²⁴ Fonti: <https://st.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2016-03-18/euribor-mandato-d-arresto-europeo-5-trader-161210.shtml?uuid=ACph1hqC&fromSearch=https://www.ilsole24ore.com/art/scandalo-euribor-condannato-l-ex-trader-italiano-banca-barclays-ABnoapjB>
<https://www.reuters.com/article/us-britain-euribor-court/second-ex-barclays-banker-convicted-in-london-euribor-re-trial-idUSKCN1R91MN>

²²⁵ Fonte: <https://it.reuters.com/article/topNews/idITMIE91303L20130204>

Si stima che la manipolazione dell'EURIBOR abbia creato danni per circa 3,2 miliardi di euro nei confronti di 2,5 milioni di famiglie italiane.²²⁶ Sebbene quindi le conseguenze effettive della manipolazione non siano allo stato quantificabili con precisione, questo dato è da solo idoneo a dimostrare innanzitutto come una condotta alterativa avente ad oggetto un solo indice di riferimento possa produrre effetti lesivi diffusi su scala globale, essendo il *benchmark* utilizzato contestualmente su una pluralità di mercati; in secondo luogo il dato illustra come a subire il pregiudizio più incisivo siano i consumatori finali, privati o imprese che hanno sottoscritto finanziamenti quali mutui, aperture di credito etc., con gli istituti bancari, i cui tassi sono risultati più gravosi di quanto il *benchmark* non avesse prospettato loro. Da ultimo, si può giungere ad una sommaria stima degli effetti pregiudizievoli della manipolazione dell'EURIBOR proiettando il dato relativo al solo contesto italiano, sul totale dei contratti di finanziamento globalmente stipulati, i cui tassi sono calcolati con riferimento a quello stesso indice (del valore stimato in 180.000 miliardi di euro), e in particolare sui circa 1000 miliardi di euro di mutui bancari (di cui almeno la metà sottoscritti solo in Europa).²²⁷

²²⁶ Fonte: Adusbef/Federconsumatori, <https://www.adusbef.it/comunicati-stampa/manipolazione-euribor>

²²⁷ Dati: Considerando 5 e 7, L 217, *Official Journal of the European Union*, 12-08-2016.
<https://www.emmi-benchmarks.eu/euribor-org/about-euribor.html>

Conclusioni

Lo studio enucleato nel lavoro che qui si licenzia, è stato ideato e sviluppato per contribuire a creare un quadro d'analisi il più possibile completo e, in certa misura, 'dinamico', sul reato di manipolazione del mercato, proiettandone la disciplina normativa sulle realtà concrete delle negoziazioni finanziarie odierne, che tale fattispecie mira ad attaccare, in modo da contestualizzarne la dimensione empirica senza limitarsi agli aspetti meramente concettuali della scienza giuridica positiva.

Le evidenze riscontrate hanno messo in luce come l'apparato normativo configurato in sede eurounitaria ed il relativo adeguamento interno manchino di incisività in relazione al contrasto a determinati fenomeni dal mercato potenziale manipolativo, limitandosi troppo spesso ad imporre solo nuovi obblighi informativi e di controllo che, seppur giustificati, lungi dal costituire un 'valore aggiunto' efficace nell'*enforcement* contro il *market abuse*, potrebbero, paradossalmente, compromettere il regolare funzionamento dei mercati in conseguenza della stratificazione normativa esistente.

A tali considerazioni generali si aggiungono anche i diversi punti critici emersi sul fronte specifico della tutela penale interna: il complesso delle norme del T.U.F. poste a presidio dei *market abuses*, anche all'indomani della riforma del 2018, non risultando pienamente conforme al dettato eurounitario, non contribuisce a creare quel fronte di tutela unitario che appare invece necessario nella protezione dei mercati, e, soprattutto, non conferisce piena e adeguata garanzia al principio costituzionale, espresso dall'art. 47, di incoraggiamento e tutela del risparmio in tutte le sue forme, compreso l'investimento finanziario.

La scelta di approfondire i fenomeni dell'*high frequency trading* e della manipolazione dei *benchmarks* è scaturita dalla intenzione dello scrivente di dare riscontro pratico dell'entità lesiva delle condotte manipolative, trattando nello specifico due delle casistiche più tecnicamente complesse, che possono dare luogo (come è accaduto) a veri e propri sconvolgimenti del mercato globalmente inteso.

Con l'analisi del primo dei due fenomeni si è inteso mostrare come l'esigenza di regolamentazione delle tecnologie di avanguardia applicate al contesto finanziario -che stenta a tenere il passo del progresso- costituisca uno degli aspetti più critici della disciplina di tutela dei mercati, un *vulnus* che diviene esponenzialmente più sensibile quando all'uso di simili strumenti tecnologici si associno condotte criminose, idonee a ledere gli interessi economici di una pluralità smisurata di soggetti passivi, i quali spesso rimangono ignari rispetto alle ragioni effettive delle perdite finanziarie patite.

Le condotte manipolative operate sfruttando in via diretta o indiretta apparati di *high frequency trading* risultano latenti, difficilmente individuabili e perseguibili in quanto si inseriscono in zone d'ombra delle discipline di vigilanza nelle quali lo strumento di tutela penale, presidio necessario, risulta tendenzialmente inefficiente, in quanto non strutturato sulle esigenze concrete determinate dall'utilizzo di sistemi automatizzati da soli in grado di dare luogo a condotte manipolative.

Si assiste alla 'spersonalizzazione' del soggetto *agente*, che apre la strada a dibattiti dottrinali circa le soluzioni interpretative da applicare ai casi concreti, in una prospettiva di ammodernamento ed evoluzione del diritto penale, ma che non contribuisce, almeno nell'immediato, a limitare o scongiurare fenomeni manipolativi.

Per quanto invece attiene alla manipolazione dei *benchmarks* si è giunti ad evidenziare come condotte manipolative vengano frequentemente adoperate da determinate categorie di enti, quali ad esempio quelli bancari, in grado di agire in collusione nell'alterazione di indici di riferimento, al solo fine di massimizzare illecitamente i profitti derivanti da tutti i contratti le cui obbligazioni siano determinabili proprio sulla base di quei parametri.

I fenomeni trattati ingenerano danni che, data la portata lesiva estremamente diffusiva, sono destinati a rimanere inquantificabili, calcolati solo mediante stime forfettarie che ragionevolmente potremmo considerare come necessariamente 'al ribasso', data la loro stessa attitudine '*price sensitive*' questa volta non su singoli strumenti, ma sui mercati complessivamente considerati. La stessa difficoltà nel reperire dati certi ed univoci sulla concreta entità lesiva raggiunta dagli scandali citati al Capitolo quarto, può infatti essere letta come un tentativo di limitare gli ulteriori impatti negativi che la conoscenza di tali numeri avrebbe sull'opinione pubblica e, di conseguenza, sui mercati, ingenerando un ciclo vizioso che, partendo

da un singolo episodio manipolativo, finirebbe per creare nocumento critico all'affidamento riposto dai consociati sul sistema economico-finanziario generale.

L'unica soluzione efficace ipotizzabile è quella di una presa di coscienza, da parte istituzionale, della necessità di configurare *standards* di tutela comunemente riconosciuti e adottati al livello internazionale. All'interazione globalizzata degli scambi finanziari, infatti, dovrebbe seguire una altrettanto estesa interazione dei Legislatori e delle Autorità, finalizzata a creare apparati regolamentari e sanzionatori comuni, rispetto a 'fenomeni' e crimini che si presentano nelle stesse forme e con la medesima attitudine lesiva su scala transnazionale, in modo da evitare che tali fatti vengano efficacemente perseguiti e sanzionati solo in alcuni ordinamenti e non in altri, pur danneggiati dagli stessi fatti in eguale misura.

Bibliografia

ALESSANDRI, *Reati in materia economica*, in *Trattato teorico-pratico di diritto penale* a cura di CATENACCI, Giappichelli, 2012.

AA.VV., *La nuova era della manipolazione delle Borse*, in "GNOSIS, rivista italiana di intelligence", 3/2009.

AMBROSETTI-MEZZETTI-RONCO, *Diritto penale dell'impresa*, II ed., Zanichelli, 2009.

ANGEL-MC CABE, *Fairness in Financial Markets: The Case of High Frequency Trading*, in "Social Science Research Network".

Banca d'Italia, *Relazione: Contenuto e finalità del regolamento (UE) 2016/1011 sugli indici usati come indici di riferimento negli strumenti finanziari e nei contratti finanziari o per misurare la performance di fondi di investimento*.

BASILE, *Mini-riforma del market abuse: obiettivi mancati ed eterogenesi dei fini nel D.Lgs. n. 107/2018*, in "Diritto Penale e Processo", 3/2019.

BASILE, *Intelligenza artificiale e diritto penale*, in "Diritto Penale Contemporaneo", 29/09/2019.

BOTTAZZI-SCARANO, *L'High Frequency Trading: Borsa superveloce o manipolazione dei mercati?*, in "Quaderni", Associazione Italiana per l'Analisi Finanziaria, 2018.

BRECKENFELDER, *Competition among high-frequency traders, and market quality*, in "Working paper series", n. 2290, European Central Bank, giugno 2019.

BRUNELLO, *Algoritmi e finanza*, in "Nexa Center for internet and society", Politecnico di Torino.

CADOPPI-CANESTRARI-MANNA-PAPA, *Trattato di diritto penale*, vol. V, UTET, 2010.

CAIVANO-CICCARELLI-DISTEFANO-FRATINI-GASPARRI-GILBERTI-LINCIANO-TAROLA, *Il trading ad alta frequenza; caratteristiche, effetti, questioni di policy*, in "Discussion Papers", CONSOB, 5/12/2012.

CAIVANO, *The impact of High Frequency Trading on volatility. Evidence from the Italian market*, in "Quaderni di finanza" n. 80, CONSOB, marzo 2015.

CAROLLO, *Sanctioning regime for Market Abuse: the role of the European Court of Human Right*, in "Giurisprudenza penale", 11/2017.

CASTALDO, *L'abuso penalmente rilevante nel mercato economico-finanziario e nella pubblica amministrazione*, in "Rivista trimestrale di diritto penale dell'economia", 1-2/2018.

CECCHINATO, *Benchmark e trasparenza SFT*, in "Quotidiano Giuridico", Wolters Kluwer, 14/03/2019.

CHIAVES-DI SANO, *Manipolazione del tasso Euribor: contenzioso nazionale e rilievi comparatistici*, in "dirittobancario.it", 11/07/2018.

Consob, Comunicazione n. DME/5078692 del 29-11-2005.

CONSULICH, *Manipolazione dei mercati e diritto eurounitario*, in "Le società", 2/2016.

CONSULICH, *Il nastro di Möbius. Intelligenza artificiale e imputazione penale nelle nuove forme di abuso del mercato*, in "Banca Borsa Titoli di Credito", Giuffrè, fasc. 2, aprile 2018.

CRACCO, *High frequency trading: la nuova frontiera della criminalità organizzata in colletto bianco*, in "Pagina uno" n. 34, ottobre/novembre 2013.

CUMMING-ZHAN-AITKEN, *High frequency trading and end-of-day manipulation*, in "Social Science Research Network", 8/11/2012.

DI GIOVANNI, *Intelligenza artificiale e diritto*, in "Giurisprudenza Italiana", 7/2019, UTET.

Esma, *High-frequency trading activity in EU equity markets*, Economic Report n. 1/2014.

FENO-TRUCANO, *Abusivismo*, in *Codice Commentato delle Società*, a cura di ABRIANI-STELLA RICHTER, UTET, 2010.

FUSCO-BAGGIO, *Recenti pronunce in materia di market abuse*, in "Diritto penale contemporaneo", 1/2019.

GALANTI, *La manipolazione del mercato*, Key, 2015.

GAMBARDELLA, *Condotte economiche e responsabilità penale*, Giappichelli, 2018.

GIORDANO-NOCERA, *Diritto penale dell'impresa*, a cura di PARODI, Giuffrè, 2017.

GIORDANO, *La Corte di giustizia sulla questione pregiudiziale in tema di bis in idem per manipolazione del mercato*, in "Il societario", fasc. 21/05/2018.

Iosco, *Statement on Matters to Consider in the Use of Financial Benchmarks*, 05/01/2018.

MANNA, *Corso di diritto penale dell'impresa*, CEDAM, 2018.

MAZZACUVA-AMATI, *Diritto penale dell'economia*, IV ed., CEDAM, 2018.

MUCCIARELLI, *Gli abusi di mercato riformati e le persistenti criticità di una tormentata disciplina*, in "Diritto Penale Contemporaneo", 10/2018.

NIWA, *Market Manipulation Using High Frequency Trading and Issues Facing Japan*, in "Japan Lawyers Guide", 2016/2017.

PALUMBO, *Tobin tax e high frequency trading*, in "L'occidentale", 28/03/2019.

PARODI, *Diritto penale dell'impresa*, Giuffrè, 2017.

POGGI D'ANGELO, *L'accertamento del pericolo concreto nel delitto di manipolazione di mercato - Determination of "Actual Danger" for the Crime of Market Manipulation*, in "Cassazione Penale", fasc.1, 2017.

PUORRO, *High frequency trading: una panoramica*, in "Questioni di Economia e Finanza", n. 198, Banca D'Italia, 09/2013.

RAMPIONI, *Diritto penale dell'economia*, II ed., Giappichelli, 2017.

Relazione annuale CONSOB al Ministro dell'Economia e delle Finanze per l'anno 2018, 31 marzo 2019.

ROCCATAGLIATA, *La riforma del diritto sanzionatorio per illeciti finanziari. Guida ragionata al D. lgs. 107/2018*, in "Giurisprudenza penale", 11/2018.

ROSSI, *Delitti contro l'economia pubblica, l'industria e il commercio*, in *Trattato di diritto penale*, a cura di FORNASARI, Edizioni Scientifiche Italiane, 2015.

SANTORIELLO, *La disciplina penale dell'economia*, Giappichelli, 2008.

SCHRIMPF-SUSHKO, *Oltre il LIBOR, introduzione ai nuovi tassi di riferimento*, in "Bank for International Settlements", pubblicazione 5 marzo 2019.

SEMINARA, *Diritto penale commerciale*, vol.3, Giappichelli, 2018.

Senato – Dossier: Atti del Governo n. 415, maggio 2017.

SUTHERLAND, *White collar crime*, Yale University Press, 1983.

VERSTEIN, *Benchmark manipulation*, in "Boston College Law Review", vol. 56, 2015.

VIGANÒ, *La Grande Camera della Corte di Strasburgo su ne bis in idem e doppio binario sanzionatorio*, in "Diritto penale contemporaneo", 28/11/2016.

ZANNOTTI, *Diritto penale dell'economia*, III ed., Giuffrè, 2017.

Sitografia

<http://ssrn.com/abstract=2145565>

<https://it.reuters.com/article/topNews/idITMIE91303L20130204>

<https://loccidentale.it/tobin-tax-e-high-frequency-trading/>

<https://media2.mofo.com/documents/161000-high-frequency-trading-japan>

<https://nexa.polito.it/nexacenterfiles/Algoritmi%20e%20Finanza.pdf>

https://papers.ssrn.com_id=1737887

<https://st.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2016-03-18/euribor-mandato-d-arresto-europeo-5-trader-161210.shtml?uuid=ACph1hqC&fromSearch=>

<https://st.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2016-07-08/frode-libor-condanne-severe-uk-e-usa-063904.shtml?uuid=ADfn7wp>

<https://www.adusbef.it/comunicati-stampa/manipolazione-euribor>

https://www.agi.it/archivio/consumatori/inchiesta_euribor_pm_ruggiero_procura_t_rani_chiede_di_interrogare_tramite_rogatorie_i_banchieri_di_deutsche_bank_barlc-39546/news/2014-02-14/

<https://www.bancaditalia.it/compiti/sispaga-mercati/riforma-tassi-riferimento/index.html>

https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1903e_it.pdf

<https://www.bloomberg.com/quicktake/broken-benchmarks>

<https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/euribor.htm>

<https://www.cnbc.com/2018/01/29/ubs-deutsche-bank-and-hsbc-to-pay-millions-in-spoofing-settlement.html>

<https://www.consilium.europa.eu/it/press/press-releases/2016/05/17/manipulation-market-benchmarks-tougher-rules/>

<https://www.corriere.it/dataroom-milena-gabanelli/risparmio-investimento-conticorrenti-depositi-banche-paura-italiani-1371-miliardi/d642ebe0-313a-11e9-a4dd-63e8165b4075-va.shtml>

<http://www.dirittobancario.it/news/giulio-zampini/adequamento-del-tuf-alle-disposizioni-del-regolamento-benchmark>

<https://www.emmi-benchmarks.eu/euribor-org/about-euribor.html>

<https://www.esma.europa.eu/about-esma/who-we-are>

<https://www.esma.europa.eu/regulation/trading/market-abuse>

<https://www.ilsole24ore.com/art/scandalo-euribor-condannato-l-ex-trader-italiano-banca-barclays-ABnoapjB>

<https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD589.pdf>

<https://kx.com/blog/kx-product-insights-benchmark-manipulation/>

<https://www.reuters.com/article/us-britain-euribor-court/second-ex-barclays-banker-convicted-in-london-euribor-re-trial-idUSKCN1R91MN>

<http://www.salvisjuribus.it/high-frequency-trading-impatto-sul-mercato-e-possibile-regolamentazione/>

<https://www.theguardian.com/business/2011/aug/31/fsa-fines-swift-trade-8m-pounds>

<https://www.wsj.com/articles/deutsche-bank-to-pay-37-million-to-end-dark-pool-investigations-1481902287>

Indice delle fonti normative

Decreto Legislativo del 24 febbraio 1998, n. 58 (Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria).

Regulation (EU) No 596/2014 of the European Parliament and of the Council of 16 April 2014 on market abuse (market abuse regulation) and repealing Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council and Commission Directives 2003/124/EC, 2003/125/EC and 2004/72/EC Text with EEA relevance.

Directive 2014/57/EU of the European Parliament and of the Council of 16 April 2014 on criminal sanctions for market abuse (market abuse directive II).

Decreto Legislativo 8 giugno 2001, n. 231, "Disciplina della responsabilità amministrativa delle persone giuridiche, delle società e delle associazioni anche prive di personalità giuridica, a norma dell'articolo 11 della legge 29 settembre 2000, n. 300".

Decreto Legislativo 10 agosto 2018, n. 107, "Norme di adeguamento della normativa nazionale alle disposizioni del regolamento (UE) n. 596/2014, relativo agli abusi di mercato e che abroga la direttiva 2003/6/CE e le direttive 2003/124/UE, 2003/125/CE e 2004/72/CE".

Directive 2014/65/EU of the European Parliament and the Council of 15 May 2014 on markets in financial instruments and amending Directive 2002/92/EC and Directive 2011/61/EU.

Regolamento Consob n. 20249 del 28 dicembre 2017 recante norme di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 in materia di mercati (aggiornato con le modifiche apportate con delibera n. 21028 del 3 settembre 2019, in vigore dall'11 settembre 2019).

Legge 28 dicembre 2005, n. 262, "Disposizioni per la tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari".

Decreto Legislativo 12 maggio 2015, n. 72, "Attuazione della direttiva 2013/36/UE, che modifica la direttiva 2002/87/CE e abroga le direttive 2006/48/CE e

2006/49/CE, per quanto concerne l'accesso all'attività degli enti creditizi e la vigilanza prudenziale sugli enti creditizi e sulle imprese di investimento. Modifiche al decreto legislativo 1° settembre 1993, n. 385 e al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58.”

Regulation (EU) No 1095/2010 of the European Parliament and of the Council of 24 November 2010, “establishing a European Supervisory Authority (European Securities and Markets Authority), amending Decision No 716/2009/EC and repealing Commission Decision 2009/77/EC”.

Regulation (EU) 2016/1011 of the European Parliament and of the Council of 8 June 2016, “on indices used as benchmarks in financial instruments and financial contracts or to measure the performance of investment funds and amending Directives 2008/48/EC and 2014/17/EU and Regulation (EU) No 596/2014”.

Regulation (EU) 2015/2365 of the European Parliament and of the Council of 25 November 2015, “on transparency of securities financing transactions and of reuse and amending Regulation (EU) No 648/2012”.

Decreto Legislativo 13 febbraio 2019, n. 19, “Norme di adeguamento della normativa nazionale alle disposizioni del regolamento (UE) 2016/1011, sugli indici usati come parametri di riferimento negli strumenti finanziari e nei contratti finanziari o per misurare la performance di fondi di investimento e recante modifica delle direttive 2008/48/CE e 2014/17/UE e del regolamento (UE) n. 596/2014, nonché di adeguamento della normativa nazionale alle disposizioni del regolamento (UE) 2015/2365, sulla trasparenza delle operazioni di finanziamento tramite titoli e del riutilizzo e che modifica il regolamento (UE) n. 648/2012. (19G00027)”.