

*Intervento della dott.ssa **Chiara Mancini** – rappresentante ABI - al Convegno "La responsabilità delle società alla luce del d. lgs. 231/01 e successive variazioni: quando la teoria incontra la pratica" – Carate Brianza, 7-8 Novembre 2008*

ASSOCIAZIONE BANCARIA ITALIANA

RESPONSABILITÀ AMMINISTRATIVA DEGLI ENTI
PER I REATI
DI ABUSO DI INFORMAZIONI PRIVILEGIATE
E MANIPOLAZIONE DEL MERCATO¹

(art. 25 *sexies* d.lgs. 8 giugno 2001, n. 231)

1. Con la “legge Comunitaria del 2004” (legge 18 aprile 2005, n. 62) è stato ulteriormente incrementato il catalogo dei reati dalla cui commissione, sussistendo i criteri oggettivi e soggettivi descritti dagli artt. 5, 6 e 7 d.lgs. 231 del 2001, può discendere la responsabilità amministrativa dell’ente.

L’art. 9 di detta legge, infatti, nel recepire la Direttiva 2003/6/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 28 gennaio 2003, relativa al *market abuse*², ha esteso la responsabilità dell’ente alle nuove fattispecie di abuso di informazioni privilegiate (art. 184 T.U.F.³) e manipolazione del mercato (art. 185 T.U.F.)⁴.

¹ Il presente documento costituisce un estratto delle Linee Guida associative, trasmesse con Circolare ABI, serie legale n. 23 del 3 dicembre 2007.

² La Direttiva 2003/6/CE del Parlamento europeo e del Consiglio del 28 gennaio 2003 è stata pubblicata in GUCE n. L. 96/16 del 12 aprile 2003 ed ha comportato l’abrogazione della Direttiva n. 89/592/CEE del 13 novembre 1989 (relativa al coordinamento delle normative concernenti le operazioni effettuate da persone in possesso di informazioni privilegiate – insider trading); degli artt. 68, par. 1 e 81, par. 1, Direttiva 2001/34/CE (riguardante l’ammissione di valori mobiliari alla quotazione ufficiale e l’informazione da pubblicare su detti valori).

³ Con l’acronimo T.U.F. si intende il c.d. Testo Unico della Finanza, d.lgs. n. 58/98.

⁴ Al Considerando 2 della Direttiva 2003/6/CE il legislatore motiva la previsione di norme a tutela dei mercati finanziari nei seguenti termini: “Un mercato finanziario integrato ed efficiente non può esistere senza che se ne tuteli l’integrità. Il regolare funzionamento dei mercati mobiliari e la fiducia del pubblico nei mercati costituiscono fattori essenziali di crescita e di benessere economico.

Si tratta, in realtà, di reati non sconosciuti al nostro ordinamento che, già da tempo, disciplinava e puniva le ipotesi di c.d. *insider trading* (art. 180 T.U.F., oggi modificato dalla citata legge Comunitaria) ed aggio. Tale ultima fattispecie, in virtù della novella, risulta oggi disciplinata da due diverse disposizioni di legge⁵: quella in esame e quella dell'art. 2637 c.c., che si differenziano a seconda che la condotta illecita abbia o meno ad oggetto strumenti quotati o per i quali è stata presentata una richiesta di ammissione alle negoziazioni in un mercato regolamentato.

Con riferimento ai reati in esame, la distinzione – piuttosto netta in relazione agli altri “reati presupposto” contemplati dal decreto legislativo – tra *reati generali* e *reati peculiari* – ossia tra reati in cui la banca può incorrere non diversamente da altri operatori economici e reati che rappresentano, invece, un risvolto patologico di attività ordinariamente connesse a quella bancaria – appare meritevole di ulteriore approfondimento e specificazione in relazione alle singole attività poste in essere dalla banca.

Infatti, mentre si ritiene che la manipolazione del mercato e l'abuso di informazioni privilegiate commessi nell'interesse della *banca* quale soggetto *emittente* possano essere considerati *reati generali* (nel senso che la loro commissione sorge nel contesto di una attività che non è *tipica* ovvero esclusiva della banca), per converso, i medesimi reati, sembrano atteggiarsi a *reati peculiari* ove siano realizzati nell'interesse o a vantaggio della banca nella sua qualità, ad esempio, di intermediario, di consulente ovvero di banca erogatrice di credito.

Con specifico riguardo al “settore” della negoziazione di strumenti finanziari (per conto proprio o per conto altrui), l'attività bancaria, poi, presenta marcati e specifici profili di rischio connessi alla gestione dei rapporti con la clientela – istituzionale e privata – ed al trattamento di informazioni privilegiate.

Particolare attenzione dovrà essere dedicata, quindi, alla disciplina non soltanto delle attività connesse alla emissione di strumenti finanziari – attività per la quale la banca, come detto, risulta equiparabile a qualunque altra società emittente – ma anche e soprattutto a quelle attività relative ai rapporti – di consulenza o operativi – con clienti privati o istituzionali ed aventi ad oggetto *servizi di investimento* e servizi a questi *accessori* di qualsivoglia natura.

Da non trascurare, come si diceva sopra, anche le rischiosità connesse all'ipotesi in cui la banca, nell'ambito della sua ordinaria attività di erogazione del credito, compia attività di finanziamento in relazione alla emissione di strumenti finanziari, ovvero, più in generale, a favore di una società emittente strumenti finanziari, venendo in tal modo - i suoi operatori - a conoscenza di informazioni privilegiate ovvero trovandosi nelle condizioni di porre in essere

Gli abusi di mercato ledono l'integrità dei mercati finanziari e compromettono la fiducia del pubblico nei valori mobiliari e negli strumenti derivati”.

5 Non assume in questa sede rilievo l'ipotesi di rialzo e ribasso fraudolento di prezzo sul pubblico mercato o nelle borse di commercio, fattispecie di aggio prevista dall'art. 501 c.p., non richiamato dal decreto 231 tra i reati presupposto della responsabilità degli enti.

comportamenti idonei alla manipolazione del mercato nell'interesse, appunto, della stessa banca finanziatrice.

2. A differenza di quanto avvenuto con riferimento all'art. 25 *ter* (nell'ambito del quale il legislatore aveva dettato criteri di imputazione della responsabilità amministrativa da reato parzialmente diversi rispetto a quelli generali), i presupposti oggettivi e soggettivi per l'iscrizione dei nuovi reati all'ente risultano essere quelli degli artt. 5-8 del d.lgs. n. 231 del 2001.

L'illecito amministrativo si considera, quindi, imputabile all'ente⁶ ove il reato sia commesso nel suo interesse o vantaggio, a norma dell'art. 5, da soggetti apicali o da persone sottoposte alla direzione o vigilanza di questi, in assenza di un modello organizzativo idoneo alla sua prevenzione e di un organismo deputato alla vigilanza sulla sua osservanza e sul suo aggiornamento.

Come i reati societari indicati dall'art. 25 *ter*, i delitti di abuso di informazioni privilegiate e manipolazione del mercato sono sanzionati con la sola sanzione pecuniaria (qui prevista “*da quattrocento a mille quote*”); tale sanzione, tuttavia, può essere aumentata, in virtù dell'aggravante ad effetto speciale introdotta dall'art. 25 *sexies*, comma 2, fino a dieci volte l'entità del prodotto o profitto conseguiti dall'ente in seguito alla commissione del reato, ove questo possa considerarsi di rilevante entità.

Il sistema in esame si discosta, dunque, sotto tale profilo, dal generale meccanismo di determinazione della sanzione da infliggere all'ente sulla base del meccanismo per quote delineato dall'art. 11, dal momento che la sanzione pecuniaria-base viene aggravata in funzione dell'entità del vantaggio economico ricavato dalla commissione del reato.

Sul punto, si ricorda inoltre che anche la Legge Comunitaria – analogamente al d.lgs. n. 231 del 2001 – prevede la *confisca* obbligatoria del prodotto o del profitto conseguenti ai reati novellati⁷.

6 Da intendersi, a norma dell'art. 180, lett. d TUF., quale “uno dei soggetti indicati nell'art. 1, del d.lgs. 8 giugno 2001, n. 231”. Anche con riferimento a tale aspetto si riscontra una differenza, invero più teorica che concreta, tra la disciplina prevista dall'art. 25 *ter* e l'art. 25 *sexies* in commento: come noto, infatti, la responsabilità amministrativa degli enti era limitata, quanto ai reati societari, alle sole società e ai consorzi, laddove invece la nuova disciplina non pone alcuna restrizione quanto alla forma giuridica dell'ente destinatario del precetto.

7 Le norme in materia sono, più precisamente, gli artt. 187 (“in caso di condanna per uno dei reati previsti dal presente capo è disposta la confisca del prodotto o del profitto conseguito dal reato e dei beni utilizzati per commetterlo”), 187 *sexies* (“l'applicazione delle sanzioni amministrative pecuniarie previste dal presente capo importa sempre la confisca del prodotto o del profitto dell'illecito e dei beni utilizzati per commetterlo”), nonché, come noto, quanto agli enti, l'art. 19 del d.lgs. n. 231 del 2001.

Quanto all'ambito di applicazione della disciplina, l'art. 182 T.U.F. precisa al riguardo che i reati e gli illeciti di abuso di informazioni privilegiate e manipolazione del mercato sono puniti secondo la legge italiana anche se commessi all'estero, purché attengano a strumenti finanziari ammessi o per i quali è stata fatta richiesta d'ammissione alla negoziazione in un mercato regolamentato italiano (il comma 2 del medesimo articolo stabilisce che le norme in esame si applicano *“ai fatti concernenti strumenti finanziari ammessi alla negoziazione o per i quali è stata presentata una richiesta di ammissione alla negoziazione in un mercato regolamentato italiano o di altri Paesi dell'Unione europea”*).

Per converso, a norma dell'art. 183, la disciplina in materia di abusi di mercato non trova applicazione:

- a) nei confronti delle operazioni di politica monetaria, valutaria, di gestione del debito pubblico, compiute da qualsiasi Stato membro o da una sua Banca centrale, dal Sistema europeo delle Banche centrali o da qualsiasi ente o soggetto che agisca in loro nome o per loro conto;
- b) nei confronti di negoziazioni di azioni, obbligazioni o di altri strumenti quotati, effettuate nell'ambito di un programma di riacquisto da parte di un emittente o di società controllate o collegate, ed alle operazioni di stabilizzazione di strumenti finanziari che rispettino le condizioni stabilite dalla Consob con regolamento⁸.

ABUSO DI INFORMAZIONI PRIVILEGIATE (ART. 184 T.U.F.)

“1. E' punito con la reclusione da uno a sei anni e con la multa da euro ventimila a euro tre milioni chiunque, essendo in possesso di informazioni privilegiate in ragione della sua qualità di membro di organi di amministrazione, direzione o controllo dell'emittente, della partecipazione al capitale dell'emittente, ovvero dell'esercizio di un'attività lavorativa, di una professione o di una funzione, anche pubblica o di un ufficio:

- a) acquista, vende o compie altre operazioni, direttamente o indirettamente, per conto proprio o per conto di terzi, su strumenti finanziari utilizzando le informazioni medesime;*
- b) comunica tali informazioni ad altri, al di fuori del normale esercizio del lavoro, della professione, della funzione o dell'ufficio;*
- c) raccomanda o induce altri, sulla base di esse, al compimento di taluna delle operazioni indicate nella lettera a).*

⁸ In argomento si veda il Regolamento Emittenti - n. 15232 - emanato dalla CONSOB il 29 novembre 2005, in attuazione della nuova formulazione, tra gli altri, proprio dell'art. 183 del TUF; si veda il Regolamento CE n. 2273/2003.

2. *La stessa pena di cui al comma 1 si applica a chiunque essendo in possesso di informazioni privilegiate a motivo della preparazione o esecuzione di attività delittuose compie taluna delle azioni di cui al medesimo comma 1.*

3. *Il giudice può aumentare la multa fino al triplo o fino al maggior 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.*

4. *Ai fini del presente articolo per strumenti finanziari si intendono anche gli strumenti finanziari di cui all'articolo 1, comma 2, il cui valore dipende da uno strumento finanziario di cui all'art. 180, comma 1, lettera a)⁹.*

ESAME DELLA FATTISPECIE

1. **Finalità di tutela e sanzioni.** Il reato in esame – meglio noto come *insider trading* – è tradizionalmente posto a tutela dell'efficienza del mercato, l'accesso al quale può risultare compromesso e falsato dalla circostanza che alcuni soggetti si avvalgano, nel compiere operazioni su strumenti finanziari, di informazioni privilegiate acquisite in ragione dell'attività svolta, la cui conoscenza li avvantaggia rispetto a coloro che invece basano le proprie scelte di investimento su mere valutazioni fondate su dati a conoscenza del pubblico¹⁰.

Al riguardo, la Direttiva n. 592/89/CEE, al Considerando 4, osservava che la fiducia ispirata dal mercato secondario dei valori mobiliari “*si basa, tra l'altro, sul fatto che agli investitori si garantisce la parità delle condizioni e la protezione dall'uso illecito dell'informazione privilegiata*”.

L'atteggiamento del legislatore rispetto a tale fattispecie pare improntato a maggiore severità rispetto al passato, quando il reato - originariamente previsto dalla legge 17 maggio 1991, n. 157 e poi modificato a seguito dell'emanazione del Testo Unico della Finanza, nell'ambito del quale era disciplinato dall'art. 180 - era punito con la reclusione fino a due anni e con la multa da venti a seicento milioni di lire.

9 L'art. 39 della legge n. 262 del 2005 (c.d. legge sul risparmio) stabilisce che “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”.

10 Significativa, in proposito, appare la regola posta dal (nuovo) art. 114, co. 4, T.U.F.: qualora l'insider o persone che agiscano nel suo nome o per suo conto “comunicano nel normale esercizio del lavoro, della professione, della funzione o dell'ufficio le informazioni indicate al comma 1 ad un terzo che non sia soggetto ad un obbligo di riservatezza legale, regolamentare, statutario o contrattuale, gli stessi soggetti indicati al comma 1 ne danno integrale comunicazione al pubblico, simultaneamente nel caso di divulgazione intenzionale e senza indugio nel caso di divulgazione non intenzionale”.

L'innalzamento del limite edittale previsto sia per la sanzione detentiva, che per quella pecuniaria è stata motivata non soltanto dall'esigenza di adeguare la normativa italiana alle direttive europee in materia, ma anche da una maggiore attenzione del legislatore penale dell'economia verso l'esigenza, sopra segnalata, di garantire la parità delle condizioni di accesso al mercato da parte degli investitori (eliminazione/affievolimento delle asimmetrie informative), esigenza resa poi di particolare attualità in considerazione dei recenti dissesti aziendali che hanno interessato, tra gli altri, anche il nostro Paese. Tale particolare istanza di severità appare emergere dall'incisiva circostanza aggravante ad effetto speciale prevista dall'art. 184, comma 3, T.U.F. che prevede l'aumento – facoltativo – della sanzione pecuniaria fino al triplo o fino al maggiore importo di dieci volte il prodotto o il profitto conseguito dal reato quando il giudice la ritenga inadeguata in considerazione della rilevante offensività del fatto, delle qualità personali del colpevole, dell'entità del prodotto o del profitto.

Non del tutto comprensibile appare, tuttavia, la scelta di parificare sul piano sanzionatorio due fattispecie – quelle oggi previste dagli artt. 184 e 185 T.U.F. – caratterizzate da un disvalore “socio economico” diverso, dovendo in via generale considerarsi l'abuso di informazioni privilegiate ipotesi meno grave della manipolazione del mercato, in considerazione del turbamento che quest'ultima fattispecie arreca al valore sul mercato degli strumenti finanziari e, quindi, in ultima istanza all'affidamento altrui.

La condanna per il delitto di abuso di informazioni privilegiate comporta, a norma dell'art. 186 T.U.F., l'applicazione – per un periodo non inferiore a sei mesi e non superiore a due anni – delle pene accessorie dell'interdizione dai pubblici uffici (art. 28 c.p.), dell'interdizione da una professione o un'arte (art. 30 c.p.), interdizione temporanea dagli uffici direttivi delle persone giuridiche e delle imprese (art. 32 *bis* c.p.), dell'incapacità di contrattare con la pubblica amministrazione (art. 32 *ter* c.p.), nonché la pubblicazione della sentenza su almeno due quotidiani, di cui uno economico, a diffusione nazionale.

Anche in relazione a tale reato, poi, si prevede la confisca obbligatoria, eventualmente per equivalente, del prodotto o del profitto conseguito dal reato e dei beni utilizzati per commetterlo (art. 187 T.U.F.).

2. I soggetti attivi del reato. L'indicazione operata dal legislatore in merito al soggetto attivo del reato (“*chiunque*”) non deve trarre in inganno: non si tratta, infatti, di un reato comune, ma di un reato proprio di determinati soggetti che, in virtù della peculiare posizione rivestita o dell'attività svolta, sono in grado di accedere ad informazioni considerate privilegiate.

Il panorama dei possibili soggetti attivi di tale reato è alquanto articolato:

a) viene, anzitutto, in considerazione il c.d. *insider primario*, individuabile in una delle seguenti categorie:

- *corporate insider*: si tratta del “membro di organi di amministrazione, direzione o controllo dell'emittente” che utilizzi l'informazione per fini diversi da quelli attinenti la gestione, la direzione o il controllo della società. Tale categoria viene oggi espressamente distinta da quella dei *temporary insiders*, in conformità all'indicazione proveniente dalla Direttiva 2003/6/CE del 28 gennaio 2003 (art. 2.1, lett. a) e in virtù dell'accesso diretto ed immediato all'informazione societaria di cui tali soggetti godono;

- *socio insider*, ovvero il titolare di una partecipazione societaria dell'emittente, indipendentemente dall'entità della partecipazione ovvero della tipologia (l'azionista di maggioranza, di riferimento o di minoranza, il titolare azioni privilegiate, di godimento, etc.), restando invece esclusi gli usufruttuari;

- *temporary insider*, tale dovendosi qualificare il soggetto che esercita un'attività lavorativa (dipendente della società etc.), una professione (consulente esterno etc.) o una funzione, anche pubblica (quale ad esempio quella di membro di un'autorità di vigilanza), o un ufficio.

b) una figura peculiare di soggetto attivo del reato è quella dell'*insider criminale*, ossia colui che ha appreso informazioni privilegiate a causa dell'esecuzione o preparazione di attività delittuose: si pensi, ad esempio, all'ipotesi dell'acquisizione di notizie riservate a seguito dell'abusivo accesso ad un sistema informatico o telematico (art. 615 *ter* c.p.), interferenza illecita nell'altrui vita privata (art. 615 *bis* c.p.), della violazione di corrispondenza (art. 616 c.p.), corruzione tra privati (art. 2635 c.c.), ovvero ancora al membro dell'organizzazione terroristica che, a conoscenza della prossima commissione di un grave attentato, ponga in essere operazioni su strumenti finanziari avvantaggiandosi di tale consapevolezza.

c) non è invece più penalmente perseguibile il c.d. *tippee* o *insider secondario*, ossia il soggetto che utilizzi l'informazione indebitamente rivelata dall'*insider* per compiere operazioni su strumenti finanziari: tale condotta potrà, però, essere punita a titolo di illecito amministrativo ai sensi dell'art. 187, comma 4 *bis* (“La sanzione prevista al comma 1 si applica anche a chiunque, in possesso di informazioni privilegiate, conoscendo o potendo conoscere in base ad ordinaria diligenza il carattere privilegiato delle stesse, compie taluno dei fatti ivi descritti”). Al riguardo giova evidenziare che, benché degradata ad illecito amministrativo, la condotta dell'*insider secondario* viene oggi punita non soltanto nell'ipotesi in cui assuma la forma del *trading* vero e proprio, ma anche nelle ipotesi, che di seguito si esamineranno, dell'indebita comunicazione e dell'induzione di terzi all'operazione.

3. **La condotta.** Quanto alla condotta materiale, il reato può essere realizzato in vari modi:

- viene anzitutto in considerazione il c.d. *trading*, ossia l'acquisto, la vendita o il compimento di altre operazioni, direttamente o indirettamente, per conto proprio o per conto di terzi, su strumenti finanziari, utilizzando informazioni privilegiate.

Al riguardo, il Considerando 18 della Direttiva 2003/6/CE del 28 gennaio 2003 precisa che *“il solo fatto che i marker makers, gli enti autorizzati ad agire come controparti o le persone autorizzate a eseguire ordini per conto terzi in possesso di informazioni privilegiate si limitino, nei primi due casi, a svolgere la loro legittima attività di compravendita di strumenti finanziari o, nell'ultimo caso, a eseguire debitamente un ordine, non dovrebbe essere considerato di per sé uso di informazioni privilegiate”*.

Ancora, il Considerando 33 della medesima Direttiva 2003/6/CE del 28 gennaio 2003, soggiunge che *“in particolari circostanze, la stabilizzazione degli strumenti finanziari o il commercio in azioni proprie o in programmi di riacquisto possono ritenersi legittimi sotto il profilo economico e non dovrebbero pertanto essere considerati di per se stessi come abusi di mercato. Dovrebbero essere elaborate norme comuni che siano di orientamento pratico”*.

E' opportuno al riguardo rimarcare che il divieto di “utilizzo” comprende qualsiasi operazione su strumenti finanziari: non soltanto, dunque, l'acquisto o la vendita, ma anche riporti, permutate etc.

- si parla invece di *tipping* a proposito della indebita comunicazione delle informazioni privilegiate ad altri. Più in particolare, l'ipotesi ricorre nel caso il cui *insider primario* comunichi la notizia privilegiata *“al di fuori del normale esercizio del lavoro, della professione, della funzione o dell'ufficio”*, espressione che viene oggi utilizzata in luogo di quella – prevista dal previgente art. 180 – di comunicazione “senza giustificato motivo”. Si tratta, in ogni caso, di espressione alquanto generica che pone delicati problemi interpretativi con riferimento, ad esempio, all'attività degli analisti e dei consulenti finanziari, nonché alla circolazione delle notizie all'interno dei gruppi societari, delle imprese di investimento e – ciò che qui più rileva – delle banche.

Il criterio generale è nel senso che la comunicazione di informazioni privilegiate è sempre lecita quando trova fondamento in norme che la consentano o la impongano ovvero nel contesto di prassi o usanze consolidate. Più in particolare, in riferimento ai gruppi societari, si ravvisa una comunicazione afferente il normale esercizio dell'ufficio nella trasmissione dei dati necessari alla formazione del bilancio consolidato (art. 43 d.lgs. n. 127 del 1991 e art. 25, comma 4, d.lgs. n. 356 del 1990), nonché le comunicazioni scambiate nel contesto dell'attività di direzione e coordinamento ai sensi dell'art. 2497 c.c.

Nell'ambito del gruppo bancario doveroso appare poi il raccordo informativo cui la capogruppo è tenuta nell'ambito della vigilanza su base consolidata esercitata ai sensi degli artt. 59 ss. T.U.B.

Indicazioni utili alla delimitazione di tale concetto sembrano peraltro provenire dallo stesso T.U.F. laddove, nel novellato art. 114 si fa obbligo, *“fermi gli obblighi di pubblicità*

previsti da specifiche disposizione di legge” agli emittenti quotati e ai soggetti che li controllano di comunicare al pubblico, senza indugio, le informazioni privilegiate che riguardano direttamente detti emittenti e le società controllate, affidando peraltro alla Consob il compito di determinare con regolamento le modalità ed i termini di comunicazione delle informazioni¹¹. Peraltro, lo stesso art. 114, comma 4, precisa che qualora gli emittenti o le persone che agiscano per loro conto comunichino nel normale esercizio del lavoro, della professione, della funzione o dell’ufficio informazioni privilegiate “*ad un terzo che non sia soggetto ad un obbligo di riservatezza legale, regolamentare, statutario o contrattuale*”, sono tenuti a darne comunicazione al pubblico “*simultaneamente, nel caso di divulgazione intenzionale e senza indugio in caso di divulgazione non intenzionale*”¹².

- infine, viene in considerazione il c.d. *tuyautage*, ossia la raccomandazione o l’induzione di altri al compimento di una delle operazioni descritte in relazione ad informazioni privilegiate.

In tale specifica ipotesi, l’*insider* non comunica a terzi l’informazione privilegiata, ma si limita – sulla base di questa – a consigliare o indurre terzi al compimento di una determinata operazione che egli sa, in virtù della notizia a sua conoscenza, idonea ad influire in modo sensibile sui prezzi di strumenti finanziari.

Non pare invece assumere rilievo penale il c.d. *insider non trading*, ossia l’astensione dal compimento di operazioni su strumenti finanziari motivata dal possesso o dall’apprendimento di un’informazione privilegiata che, ad esempio, induca l’investitore a non alienare titoli di cui aveva deciso di disfarsi in ragione della notizia del prossimo incremento di valore degli stessi: l’esclusione – desumibile dalla scelta del legislatore di fare riferimento alle sole “operazioni” – si giustifica alla luce di comprensibili difficoltà di ordine probatorio in ordine all’accertamento delle reali intenzioni di agire che animavano inizialmente il soggetto.

11 L’art. 66 del Regolamento Emittenti CONSOB precisa che “gli obblighi di comunicazione previsti dall’art. 114, comma 1, del Testo unico sono ottemperati quando, al verificarsi di un complesso di circostanze o di un evento, sebbene non ancora formalizzati, il pubblico sia stato informato senza indugio”. A tal fine, gli emittenti strumenti finanziari e i soggetti che li controllano devono tra l’altro assicurare che “il comunicato contenga gli elementi idonei a consentire una valutazione completa e corretta degli eventi e delle circostanze rappresentanti nonché collegamenti e raffronti con il contenuto dei comunicati precedenti”.

12 Peraltro, l’art. 6, comma 3 della Direttiva 2003/124/CE con disposizione qui non riprodotta, stabilisce che tali regole “non si applicano qualora la persona che riceve l’informazione sia soggetta ad un obbligo di riservatezza, sia esso legale, regolamentare, statutario o contrattuale”.

3. Il momento della consumazione del reato. Facendo riferimento alle ipotesi sopra indicate, nell'ipotesi del *trading*, il reato si consuma con l'esecuzione dell'operazione compiuta in virtù del possesso dell'informazione privilegiata: pertanto, il tentativo è configurabile – comportando, ove ne sussistano i presupposti, anche la responsabilità dell'ente a norma dell'art. 26 del d.lgs. n. 231 del 2001 – quando il conferimento dell'ordine non sia seguito dal compimento dell'operazione ovvero, prima del perfezionamento dell'operazione, siano rese pubbliche le informazioni privilegiate che l'hanno motivata.

Per quanto, invece, riguarda le ipotesi di *tipping* e *tuyautage* il reato si consuma con l'effettiva ricezione da parte del terzo della comunicazione ovvero del consiglio all'investimento: ove, quindi, la notizia o il suggerimento non pervengano al destinatario solo per disguidi di comunicazione si configurerà un delitto tentato.

4. Informazione privilegiata. Sempre con riferimento all'elemento oggettivo, occorre altresì specificare le nozioni di informazione privilegiata e di strumento finanziario.

In base all'art. 180 T.U.F. si intendono per “*strumenti finanziari*” quelli previsti dall'art. 1, comma 2, T.U.F.¹³ “*ammessi alla negoziazione o per i quali è stata presentata una richiesta di ammissione alle negoziazioni in un mercato regolamentato italiano o di altro Paese dell'Unione europea, nonché qualsiasi altro strumento ammesso o per il quale è stata presentata una richiesta di ammissione alle negoziazioni in un mercato regolamentato di un Paese dell'Unione europea*”.

Una novità di fondamentale importanza concerne la definizione, posta dall'art. 181, comma 1, T.U.F., di “*Informazione privilegiata*”, dovendosi intendere tale quella “*di carattere preciso, che non è stata resa pubblica, concernente, direttamente o indirettamente, uno o più emittenti strumenti finanziari o uno o più strumenti finanziari, che, se resa pubblica, potrebbe influire in modo sensibile sui prezzi di tali strumenti finanziari*”. Lo stesso

¹³ Si riporta, di seguito, l'elencazione compiuta dall'art. 1, co. 2, T.U.F.: “per <<strumenti finanziari>> si intendono: a) le azioni e gli altri titoli rappresentativi di capitale di rischio negoziabili sul mercato dei capitali; b) le obbligazioni, i titoli di Stato e gli altri titoli di debito negoziabili sul mercato dei capitali; b-bis) gli strumenti finanziari, negoziabili sul mercato dei capitali, previsti dal codice civile; c) le quote di fondi comuni di investimento; d) i titoli normalmente negoziabili sul mercato monetario; e) qualsiasi altro titolo normalmente negoziato che permetta di acquisire gli strumenti indicati nelle precedenti lettere e i relativi indici; f) i contratti <<futures>> su strumenti finanziari, su tassi di interesse, su valute, su merci e sui relativi indici, anche quando l'esecuzione avvenga attraverso il pagamento di differenziali in contanti; g) i contratti di scambio a pronti e a termine (*swaps*) su tassi di interesse, su valute, su merci, nonché su indici azionari (*equity swaps*), anche quando l'esecuzione avvenga attraverso il pagamento di differenziali in contanti; h) i contratti a termine collegati a strumenti finanziari, a tassi di interesse, a valute, a merci e ai relativi indici, anche quando l'esecuzione avvenga attraverso il pagamento di differenziali in contanti; i) i contratti di opzione per acquistare o vendere gli strumenti indicati nelle precedenti lettere e i relativi indici, nonché i contratti di opzione su valute, su tassi d'interesse, su merci e sui relativi, anche quando l'esecuzione avvenga attraverso il pagamento di differenziali in contanti; j) le combinazioni di contratti o di titoli indicati nelle precedenti lettere>>”.

art. 181, al comma 4, precisa altresì – sulla base della consolidata esperienza anglosassone (c.d. *regular user test*) – la nozione di notizia *price sensitive*, definendola come “un’informazione che presumibilmente un investitore ragionevole utilizzerebbe come uno degli elementi su cui fondare le proprie decisioni di investimento”¹⁴.

Inoltre, l’informazione si ritiene di carattere preciso se: “a) si riferisce ad un complesso di circostanze esistente o che si possa ragionevolmente prevedere che verrà ad esistenza o ad un evento verificatosi o che si possa ragionevolmente prevedere che si verificherà; b) è sufficientemente specifica da consentire di trarre conclusioni sul possibile effetto del complesso di circostanze o dell’evento di cui alla lettera a) sui prezzi degli strumenti finanziari”.

Si tratta di una precisazione definitoria che – in conformità all’auspicio espresso dalla dottrina e, da ultimo, anche dalla Corte Costituzionale¹⁵ è volta a minimizzare i margini di indeterminatezza della fattispecie, ponendola al riparo da censure in ordine alla possibile violazione del principio di tassatività.

Non v’è dubbio, tuttavia, che permangano nella definizione normativa margini di elasticità concettuali forse difficilmente eliminabili, ma che, nella prassi applicativa, rischiano di determinare non poche distorsioni interpretative. In particolare, si è già avuto modo di osservare che la nozione di informazione privilegiata appare eccessivamente ampia nella parte in cui si fa riferimento ad “uno” soltanto degli “elementi su cui fondare le proprie decisioni di investimento”, senza richiedere che quell’unico elemento abbia alcuna significativa rilevanza agli occhi dell’“investitore ragionevole”.

14 La definizione di informazione privilegiata era in precedenza contenuta nell’art. 114, co. 1, T.U.F.: “gli emittenti quotati ed i soggetti che li controllano informano il pubblico dei fatti che accadono nella loro sfera di attività e in quella delle società controllate non di pubblico dominio ed idonei, se resi pubblici, ad influenzare sensibilmente il prezzo degli strumenti finanziari”.

15 I Tribunali di Roma (con l’ordinanza 6 ottobre 2003, in G.U., n. 9/2004, 1ª serie speciale, p. 77 ss.) e Siracusa (con l’ordinanza 10 giugno 2003, in *Cass. pen.*, 2004, p. 238 ss.) sollevarono questione di legittimità costituzionale sul presupposto che il riferimento alla misura dell’alterazione del prezzo era eccessivamente vago ed indeterminato, sì da porsi in contrasto con il principio di tassatività dell’illecito penale di cui all’art. 25, 2° comma, Cost. La Corte costituzionale, con sentenza 1-14 dicembre 2004, n. 382 (in *Giur. comm.*, 2005, II, p. 107 ss.), ha dichiarato inammissibile la questione, in quanto dalle ordinanze dei giudici *a quo* non si evinceva quali parametri avrebbero dovuto essere previsti dalla norma in luogo dell’indicazione “sensibilmente”, posto che in realtà si chiedeva un intervento “riempitivo” da parte della Corte, che però avrebbe comportato un’azione ‘creativa’, estranea ai poteri della stessa. La dottrina non ha però mancato di sottolineare la palese indeterminatezza dell’art. 180, così come in origine previsto dall’art. 180 d.lgs. n. 58/1998: v., per tutti, Carmona A., *Al capolinea l’insider trading? La legittimità costituzionale delle soglie quantitative indeterminate. A proposito dell’idoneità a influenzare ‘sensibilmente’ il prezzo*, in *Riv. pen.*, 2003, p. 821 ss.; Zannotti R., *L’insider trading finisce al vaglio della Corte costituzionale. Fattispecie indefinita, pene irrazionali, eccesso di delega*, in *Dir. e Giust.*, 2003, n. 28, p. 74 ss.

Il rischio è, si è osservato, di attribuire rilievo anche al possesso in capo all'*insider* di un'informazione di minimo rilievo, ma comunque utilizzata nel compiere le valutazioni complessive sull'operazione, con ciò violando la *ratio* stessa della disposizione che impone di tener conto soltanto delle informazioni *price sensitive*. In ogni caso, la valutazione in ordine all'idoneità della notizia a turbare il mercato deve effettuarsi *ex ante* e in concreto.

Per quanto attiene alle ricerche o valutazioni, comprese quelle effettuate dalle società di *rating* riguardanti strumenti finanziari ed "*elaborate* – come previsto dal 13° considerando della direttiva n. 592/89/CEE – *a partire da dati di dominio pubblico*" è da considerare che seppure la dottrina ha in passato ritenuto che esse non siano riconducibili alla nozione di informazione privilegiata, posto che esse non presentano la natura di *informazioni*, tale valutazione non può essere data per scontata. E' infatti da considerare che seppure la Direttiva 2003/6/CE del 28 gennaio 2003, al Considerando 31, precisa che "*non si dovrebbero considerare informazioni privilegiate le ricerche e le valutazioni elaborate a partire da dati di dominio pubblico e, pertanto, qualsiasi operazione effettuata in base a tale tipo di ricerca o valutazione non dovrebbe essere considerata di per sé utilizzazione di informazioni privilegiate ai sensi della presente direttiva*", dall'altro deve essere valutato che:

- il Considerando 31, sopra citato, della Direttiva fa riferimento al contenuto della ricerca ma non alla circostanza relativa al *timing* di diffusione; peraltro il Considerando 31 esplicita che tali ricerche e valutazioni "*di per se*" non costituiscono informazioni privilegiate, lasciando quindi aperte soluzioni diverse in presenza di altre circostanze;
- la prossima diffusione di ricerche o studi o raccomandazioni di investimento può costituire un'informazione privilegiata come indicato dal CESR nelle linee guida di livello 2 fornite alla Commissione Europea (cfr. CESR/02-089d, pag. 14) e di recente riproposte (cfr. CESR/06-562, pag. 8 ed CESR/06-562b, documento di Livello 3, pubblicato a luglio 2007 su www.cesr.eu) che includono in una lista esemplificativa di informazioni privilegiate: "*The coming publication of rating agencies, reports, research, recommendations or suggestions concerning the value of listed financial instruments*".

In ogni caso, come oggi specificato dall'art. 114, "*i soggetti che producono o diffondono ricerche o valutazioni, comprese le società di rating, riguardanti strumenti finanziari, nonché i soggetti che producono o diffondono altre informazioni che raccomandano o propongono strategie di investimento destinate ai canali di divulgazione o al pubblico, devono presentare l'informazione in modo corretto e comunicare l'esistenza di ogni*

loro interesse o conflitto di interessi riguardo agli strumenti finanziari cui l'informazione si riferisce"¹⁶.

Tuttavia, un certo margine di incertezza è oggi dovuto alla definizione di "notizia precisa", concetto nel quale va ricompreso altresì "un complesso di circostanze... che si possa ragionevolmente prevedere che verrà ad esistenza" nonché "un evento... che si possa ragionevolmente prevedere che si verificherà": sul punto, si deve sottolineare che oggetto dell'incriminazione è lo sfruttamento di un reale vantaggio conoscitivo dell'agente (di talché l'informazione possa effettivamente definirsi "privilegiata") rispetto al pubblico, derivante non da una migliore capacità di elaborazione o analisi di dati di dominio collettivo, ma dal possesso di un'informazione idonea a turbare il prezzo degli strumenti finanziari.

L'art. 181 T.U.F. precisa altresì, al comma 5, che "nel caso di persone incaricate dell'esecuzione di ordini relativi a strumenti finanziari, per informazione privilegiata si intende anche l'informazione trasmessa da un cliente e concernente gli ordini del cliente in attesa di esecuzione, che ha un carattere preciso e che concerne, direttamente o indirettamente, uno o più emittenti di strumenti finanziari o uno o più strumenti finanziari, che, se resa pubblica, potrebbe influire in modo sensibile sui prezzi di tali strumenti finanziari": tale precisazione appare di particolare interesse con riferimento agli operatori bancari che prestino servizi di investimento ovvero attività a questi accessorie, precludendo l'utilizzo o la comunicazione di informazioni apprese in ragione della propria qualità di intermediario per fini diversi rispetto a quelli per cui l'ordine di esecuzione è stato conferito.

16 Al riguardo, si ricorda che tale materia era in precedenza rimessa alla disciplina dei codici di autoregolamentazione approvati, per gli analisti finanziari, dalla ACIIA (*Association of certified international investment analysts*) e, quanto alle agenzie di rating, dallo IOSCO (*International Organization of Securities Commissions*). E' il caso poi di segnalare che l'art. 114, co. 10, prevede oggi un'esenzione per i giornalisti che si occupano di mercati finanziari dall'obbligo di uniformarsi alle disposizioni che verranno emanate dalla CONSOB, perché gli stessi siano soggetti a norme di autoregolamentazione equivalenti, oggetto di valutazione preventiva da parte della CONSOB. In vista dell'emanazione della nuova disciplina, il Consiglio nazionale dell'Ordine dei giornalisti ha approvato, nella seduta del 8.2.2005, un codice dell'informazione economica e finanziaria fondato sui seguenti obblighi gravanti sul giornalista: 1) riferire correttamente le informazioni a sua disposizione; 2) non subordinare in alcun caso al profitto personale o di terzi le informazioni economiche e finanziarie di cui sia venuto a conoscenza nell'ambito della propria attività professionale; 3) non scrivere articoli che contengano valutazioni relative ad azioni o altri strumenti finanziari il cui andamento borsistico abbia in qualunque modo un interesse finanziario, né vendere o acquistare titoli di cui si stia occupando professionalmente nell'ambito suddetto; 4) rifiutare pagamenti o altro tipo di elargizioni che possano condizionare la sua autonomia; 5) non assumere incarichi in contrasto con l'esercizio autonomo della professione; 6) assicurare un adeguato standard di trasparenza sulla proprietà editoriale del giornale; 7) nel caso di articoli che contengono raccomandazioni d'investimento indicare l'identità dell'autore della raccomandazione nonché le principali metodologie e ipotesi elaborate nel formulare e utilizzarle; 8) presentare gli studi degli analisti assicurando una piena informazione sull'identità degli autori e il rispetto del contenuto delle ricerche.

5. L'elemento soggettivo del reato. Quanto all'elemento soggettivo del reato, esso consiste nella consapevolezza di detenere informazioni privilegiate che abbiano i caratteri descritti dall'art. 181 T.U.F. (non essendo ovviamente necessaria l'esatta conoscenza del contenuto di detta disposizione normativa, ma soltanto l'astratta rappresentazione dei presupposti di fatto su cui essa si fonda) e nella volontà di avvalersene compiendo le operazioni descritte dall'art. 184 ovvero di comunicarle ad altri o di consigliare a terzi il compimento delle operazioni medesime.

Peraltro, l'ipotesi di c.d. *tuyautage* è implicitamente connotata dal finalismo di favorire le altrui operazioni in borsa, elemento che però non vale a qualificare come specifico il dolo del reato che deve, dunque, considerarsi, con riferimento a tutte le ipotesi esaminate come "generico".

Quanto osservato e specificato nei paragrafi precedenti consente pertanto di comprendere che i dati riservati non assumono necessariamente la connotazione di informazione privilegiata e che, quindi, il normale esercizio del lavoro, della professione, della funzione, dell'ufficio, non configura la fattispecie di abuso di informazioni privilegiate, se non ricorrono gli elementi cui si è dedicata attenzione.

PROFILI PROBLEMATICI

1. Nell'estendere la responsabilità degli enti anche ai nuovi reati di *market abuse*, il legislatore non ha introdotto alcuna deroga o integrazione alla disciplina generale in tema di imputazione – oggettiva e soggettiva – all'ente del relativo illecito amministrativo: occorre, dunque, che il reato sia commesso "nell'interesse o a vantaggio" dell'ente medesimo.

Per quanto concerne in particolare il reato di abuso di informazioni privilegiate appare prefigurabile che esso sarà, per lo più, commesso dall'*insider* (e, ancor, più dal soggetto esterno) nel proprio interesse, esclusivo o prevalente, utilizzando a fini privati un'informazione acquisita in virtù della propria professione o ufficio o per altra causa rilevante ai sensi dell'art. 184 TUF: la fattispecie, non a caso denominata nel linguaggio atecnico come "reato di egoismo", è infatti generalmente realizzata dall'autore per trarne proventi/vantaggi esclusivamente propri e peraltro – a differenza che nell'ipotesi della manipolazione del mercato, di cui si dirà – cercando di non rendere percepibile la propria presenza sul mercato.

Ciò non toglie - come la prassi ha mostrato nella vigenza della precedente disciplina - che possano verificarsi casi in cui il reato sia commesso nell'interesse, esclusivo o concorrente, dell'ente, determinando in tal modo la responsabilità amministrativa della

persona giuridica cui l'autore del reato sia funzionalmente legato secondo le regole dell'art. 5 del d.lgs. n. 231 del 2001.

Con riferimento a tale prima ipotesi, si ritiene che maggiori profili di rischio sussistano con riferimento alla categoria dei "soggetti apicali", tenuto conto del loro potenziale interesse, per esempio, ad incrementare/preservare il valore delle partecipazioni (il patrimonio), limitare perdite, ovvero consolidare l'immagine dell'ente.

Nondimeno, anche il dipendente potrà commettere il reato per mostrare particolare competenza professionale, lungimiranza negli affari, negli acquisti e vendite di titoli, ovvero per ottenere vantaggi professionali di qualsiasi natura (avanzamenti di carriera etc.) o, più semplicemente, per fidelizzare un proprio cliente, ecc.

Ciò significa che, nella realtà bancaria, spiccati profili di rischio si manifestano in relazione ad attività diverse da quelle da essa svolte come emittente: si pensi all'attività di intermediazione, alla consulenza, al finanziamento; si pensi, poi, ancora, ai rischi connessi allo svolgimento congiunto di due o più di queste attività.

2. Con riferimento alla banca emittente, si evidenziano dunque profili di rischio non diversi rispetto a quelli tipici di qualsiasi società che svolga tale attività.

Al riguardo, vengono anzitutto in considerazione, come base di partenza, le norme del TUF, e le regole applicative poste dalla Consob nel c.d. Regolamento Emittenti, recentemente integrato proprio per tenere conto delle novità normative in tema di abusi di mercato (delibera n. 15232 del 29 novembre 2005). Non vi è dubbio, infatti, che la prevenzione dei fenomeni di abuso di informazioni privilegiate - anche a prescindere, in via generale della sussistenza o meno di un interesse per la banca - passa quanto meno per:

- una rigorosa disciplina aziendale sull'informativa societaria in tutti i suoi aspetti; peraltro, in questo senso, le recenti disposizioni del Regolamento Emittenti che impongono la creazione di registri delle persone che hanno accesso a informazioni privilegiate già di per sé postulano una mappatura aziendale utile anche alle finalità preventive del modello adottato *ex decreto 231*;

- una seria disciplina dell'*insider dealing* nella logica di rendere trasparente e conoscibili anche le informazioni con valore sintomatico;

- una rigorosa disciplina aziendale a tutela delle riservatezza e non utilizzabilità delle informazioni ricevute dai dipendenti/operatori/esponenti nell'esercizio delle

loro funzioni aziendali (ciò anche nel senso della creazione e costante aggiornamento delle procedure di protezione informatica dei dati);

- una rigorosa politica aziendale che preveda controlli/ misure differenziate e parametrata al grado di rischio, alle diverse possibili modalità di elusione; ciò significa che esse dovranno essere prefigurate forme di controllo *ex ante* – in seguito ad esempio allo scattare di determinati *alert* – sia *ex post*, attraverso l'azione di quei soggetti/funzioni aziendali (si pensi al controllo interno; alla funzione compliance; al dirigente preposto; al comitato audit; all'organo di controllo) che hanno il compito di monitorare e verificare (a diversi livelli e con diversi campi di azione) la correttezza della operatività rispetto alle norme ed alle regole aziendali nonché la assenza di comportamenti anomali e quindi a rischio. In questo senso appare opportuno sottolineare che i livelli di controllo superiore devono essere messi in condizione di monitorare, sia pure *ex post* ma in modo continuativo e tempestivo, il comportamento complessivo della banca.

3. Profili di rischio di natura peculiare si rinvencono poi con riferimento all'attività della banca intermediaria o consulente.

Anche con riferimento a tale aspetto, occorre rimarcare l'esistenza di una specifica disciplina primaria e secondaria (ad esempio, art. 21 TUF e Regolamento Intermediari Consob: si pensi agli artt. 27 ovvero 45) che, pur trovando origine e giustificazione nella volontà del legislatore di prevenire ovvero di imporre *disclosure* sui conflitti di interesse, ben costituisce la base concettuale cui fare riferimento al fine di predisporre un sistema di prevenzione efficace ed effettivo

L'esame dell'operatività bancaria mostra come vi siano numerose fattispecie nelle quali possono profilarsi elementi di rischio.

Si pensi, ad esempio, alla prassi del c.d. *front running*, che ricorre quando l'intermediario, ricevuto dal cliente un ordine di acquisto o di vendita in grado, con la sua esecuzione, di influenzare il prezzo del titolo interessato, ne anticipa l'effetto con un'operazione realizzata nell'interesse della banca.

Non a caso, la medesima Direttiva, all'art. 1, precisa che “*per “informazione privilegiata” si intende anche l'informazione trasmessa da un cliente e concernente gli ordini del cliente in attesa di esecuzione, che ha un carattere preciso e che concerne, direttamente o indirettamente, uno o più emittenti di strumenti finanziari o uno o più strumenti finanziari, che, se resa pubblica, potrebbe influire in modo sensibile sui prezzi di tali strumenti finanziari ovvero sui prezzi di strumenti finanziari derivati connessi*”. Al riguardo, il Considerando 19 della Direttiva 2003/6/CE del 28 gennaio 2003 invita gli Stati membri a porre rimedio a tale

prassi “*allorché ciò costituisce un abuso di mercato conformemente alle definizioni contenute nella presente informativa*”.

Profili di rischio presenta anche il c.d. *scalping* che si configura allorché l'operatore bancario, in veste, ad esempio, di consulente finanziario, operi in borsa, nell'interesse della banca, anticipando gli effetti di mercato che l'operazione da lui consigliata o suggerita è idonea a produrre: in tale ipotesi, peraltro, assume rilievo essenziale il margine di incertezza connesso all'aspettativa dell'altrui condotta, di talché il reato potrà configurarsi ove sia ravvisabile, così come richiesto dall'art. 183, comma 3, “*un complesso di circostanze... che si possa ragionevolmente prevedere che verrà ad esistenza*” nonché “*un evento... che si possa ragionevolmente prevedere che si verificherà*”.

Analogamente, l'illecito amministrativo potrà configurarsi nell'ipotesi in cui il soggetto comunichi a terzi (ad esempio un cliente della banca medesima) l'informazione privilegiata appresa in ragione dell'attività svolta (ad esempio da altro cliente), ovvero gli consigli il compimento dell'operazione allo scopo di recare alla società il vantaggio derivante dal rafforzamento della reputazione commerciale della stessa ovvero dal semplice intento di “fidelizzazione” del cliente.

Non meno delicato è il caso della *banca finanziatrice* il cui operatore apprende, in virtù delle attività connesse all'erogazione di un finanziamento a favore di soggetto emittente strumenti finanziari informazioni privilegiate idonee a turbare il mercato (attinenti, ad esempio, lo stato di grave dissesto finanziario dell'ente destinatario dell'erogazione, ovvero il prossimo compimento da parte di questo di rilevanti operazioni commerciali) e se ne avvalga – direttamente ovvero comunicandole a terzi – nelle modalità in precedenza indicate.

A tale ultimo riguardo, a titolo esemplificativo e non esaustivo delle possibili modalità di prevenzione dei reati in esame, si richiama, anzitutto, il disposto del nuovo art. 115 *bis* T.U.F. - attuato dalla Consob nel citato Regolamento Emittenti, agli artt. 152 *bis* e ss. - , a norma del quale “*gli emittenti quotati e i soggetti in rapporto di controllo con essi, o le persone che agiscono in loro nome o per loro conto, devono istituire, e mantenere regolarmente aggiornato, un registro delle persone che, in ragione dell'attività lavorativa o professionale ovvero in ragione delle funzioni svolte, hanno accesso alle informazioni indicate all'art. 114, comma 1*”. In ogni caso, il registro dovrà contenere i dati relativi alle persone che hanno accesso a informazioni privilegiate sia in via regolare sia in via occasionale, riportando le informazioni relative all'identità della persona, alla ragione per cui la persona è iscritta nel registro e la data in cui il registro è istituito e aggiornato. Occorre inoltre far sì che le persone indicate nella lista siano informate in merito agli obblighi giuridici e regolamentari che derivano dall'aver accesso alle informazioni privilegiate e alle possibili sanzioni in caso di abuso o diffusione non autorizzata delle informazioni cui hanno accesso.

MANIPOLAZIONE DEL MERCATO (ART. 185 T.U.F.)

1. *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.*

2. *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*¹⁷.

ESAME DELLA FATTISPECIE

La fattispecie di manipolazione del mercato è affine a quella – già presa in esame nell'allegato 4 – di aggio (art. 2637 c.c.).

In effetti, le due fattispecie presentano sostanzialmente la medesima condotta esecutiva, facendo entrambe riferimento alla diffusione di notizie false o il compimento di operazioni simulate o altri artifici concretamente idonei a provocare una sensibile alterazione del prezzo di strumenti finanziari, differenziandosi quindi essenzialmente quanto all'oggetto materiale del reato, individuato nell'art. 185 T.U.F. negli "strumenti finanziari" di cui all'art. 180, lett. a), TUF.

In virtù di tale disposizione, si intendono per "strumenti finanziari" quelli previsti dall'art. 1, comma 2, T.U.F. "*ammessi alla negoziazione o per i quali è stata presentata una richiesta di ammissione alle negoziazioni in un mercato regolamentato italiano o di altro Paese dell'Unione europea, nonché qualsiasi altro strumento ammesso o per il quale è stata presentata una richiesta di ammissione alle negoziazioni in un mercato regolamentato di un Paese dell'Unione europea*". Diversamente, come oggi specificato dall'art. 2637 c.c., oggetto materiale della condotta del reato di aggio societario sono gli "*strumenti finanziari non quotati o per i quali non è stata presentata una richiesta di ammissione alle negoziazioni in un mercato regolamentato*".

Tale diverso oggetto materiale vale a spiegare la differenza sanzionatoria esistente tra le due fattispecie: il reato di manipolazione del mercato, infatti, è punito "*con la reclusione da uno a sei anni e con la multa da euro ventimila a euro tre milioni*", laddove, invece, il delitto

¹⁷ L'art. 39 della legge n. 262 del 2005 (c.d. legge sul risparmio) stabilisce che "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".

di aggio è sanzionato con la reclusione da uno a cinque anni. Inoltre, l'art. 185, comma 2, T.U.F. prevede una circostanza aggravante ad effetto speciale, sancendo la facoltà del giudice di aumentare “*la multa fino al triplo o fino al maggiore importo di dieci volte il prodotto o il profitto conseguito dal reato*”, nell'ipotesi in cui “*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 risulti non adeguata.

Senza contare, inoltre, le ulteriori, gravose sanzioni discendenti, a norma dell'art. 187 *ter* T.U.F. dalla commissione dell'illecito amministrativo di manipolazione del mercato, avente peraltro un più ampio ambito di applicazione.

Manca, infine, nella nuova disposizione, il riferimento alla idoneità delle stesse condotte “ad incidere in modo significativo sull'affidamento che il pubblico ripone nella stabilità patrimoniale di banche o di gruppi bancari”.

Al riguardo, in considerazione delle invero labili differenze esistenti tra le due fattispecie, pare doversi dubitare della opportunità della scelta operata dal legislatore – in controtendenza all'indicazione proveniente dal d.lgs. n. 62 del 2002 – di moltiplicare, piuttosto che ridurre, le fattispecie in materia di aggio, reintroducendo una distinzione che si riteneva (opportunamente) superata¹⁸.

La condanna per il delitto di manipolazione del mercato comporta, a norma dell'art. 186 TUF, l'applicazione – per un periodo non inferiore a sei mesi e non superiore a due anni – delle pene accessorie dell'interdizione dai pubblici uffici (art. 28 c.p.), dell'interdizione da una professione o un'arte (art. 30 c.p.), interdizione temporanea dagli uffici direttivi delle persone giuridiche e delle imprese (art. 32 *bis* c.p.), dell'incapacità di contrattare con la pubblica amministrazione (art. 32 *ter* c.p.), nonché la pubblicazione della sentenza su almeno due quotidiani, di cui uno economico, a diffusione nazionale.

Anche in relazione a tale reato, poi, si prevede la confisca obbligatoria, eventualmente per equivalente, del prodotto o del profitto conseguito dal reato e dei beni utilizzati per commetterlo (art. 187 T.U.F.).

Per le considerazioni svolte in premessa, con riferimento all'elemento oggettivo del reato, si richiamano anzitutto le indicazioni già fornite nell'Allegato 4 quanto alla fattispecie di aggio (art. 2637 c.c.) dalla quale il reato di manipolazione del mercato mutua la distinzione tra *information based manipulation* (manipolazioni del mercato realizzate tramite la diffusione di notizie false) e *market based manipulation* (manipolazioni condotte tramite operazioni simulate che incrementino artificiosamente il valore degli strumenti finanziari o il

18 Si ricorda, infatti, che, prima della novella del 2002, esistevano tre distinte figure di aggio, denominate Manovre fraudolente sui titoli della società, c.d. aggio societario (abr. art. 2628 c.c.), Aggio bancario (abr. art. 138 T.U.B.) e aggio su strumenti finanziari (abr. art. 181 T.U.F.), oltre alla fattispecie, tuttora vigente, di c.d. “aggio comune” (art. 501 c.p.: rialzo e ribasso fraudolento di prezzi sul pubblico mercato o nelle borse di commercio).

volume degli scambi ad essi attinenti). Nell'ambito di quest'ultima, i valori degli strumenti finanziari possono essere alterati sia con operazioni effettive (*trade based manipulation*) che con operazioni fittizie (*wash sales/matched orders*).

La nuova fattispecie, però, presenta delle peculiarità che meritano di essere in questa sede evidenziate.

La Direttiva 2003/6/CE del 28 gennaio 2003, all'art. 1.2 contribuisce a meglio delineare la condotta del reato, precisando che la "manipolazione del mercato" consiste in:

"a) operazioni o ordini di compravendita:

- *che forniscano, o siano suscettibili di fornire, indicazioni false ovvero fuorvianti in merito all'offerta, alla domanda o al prezzo degli strumenti finanziari, ovvero*
- *che consentano, tramite l'azione di una o di più persone che agiscono in collaborazione, di fissare il prezzo di mercato di uno o più strumenti finanziari ad un livello anormale o artificiale, a meno che la persona che ha compiuto le operazioni o che ha conferito gli ordini di compravendita dimostri che le sue motivazioni per compiere tali operazioni o ordini sono legittime e che dette operazioni o ordini sono conformi alle prassi di mercato ammesse sul mercato regolamentato in questione;*

b) operazioni o ordini di compravendita che utilizzino artifici o ogni altro tipo di inganno o espediente;

c) la diffusione di informazioni tramite i mezzi di informazione, compreso Internet, o tramite ogni altro mezzo, che forniscano, o siano suscettibili di fornire, indicazioni false ovvero fuorvianti in merito agli strumenti finanziari, compresa la diffusione di notizie incontrollate o di informazioni false ovvero fuorvianti, se la persona che le ha diffuse sapeva o avrebbe dovuto sapere che le informazioni erano false o fuorvianti".

Nel Regolamento Mercati della Consob¹⁹ sono, poi, individuati gli elementi e le circostanze da valutare per l'identificazione di manipolazioni del mercato (art. 62).

Ancora, una significativa novità della riforma riguarda la nozione, cui si è già fatto riferimento, di *price sensitivity* che l'art. 181 T.U.F. individua quale una delle caratteristiche peculiari dell'*informazione privilegiata* (che, come noto, è "un'informazione di carattere preciso, che non è stata resa pubblica, concernente, direttamente o indirettamente, uno o più emittenti strumenti finanziari o uno o più strumenti finanziari, che, se resa pubblica, potrebbe influire in modo sensibile sui prezzi di tali strumenti finanziari"): in particolare, il comma 4 dello stesso art. 181, definisce tale "un'informazione che presumibilmente un investitore ragionevole utilizzerebbe come uno degli elementi su cui fondare le proprie decisioni di investimento". Inoltre, l'informazione si ritiene di carattere preciso se: "a) si riferisce ad un complesso di circostanze esistente o che si possa ragionevolmente prevedere che verrà ad

¹⁹ Adottato con delibera n. 15233 del 29 novembre 2005.

esistenza o ad un evento verificatosi o che si possa ragionevolmente prevedere che si verificherà; b) è sufficientemente specifica da consentire di trarre conclusioni sul possibile effetto del complesso di circostanze o dell'evento di cui alla lettera a) sui prezzi degli strumenti finanziari”.

Tale definizione – come si è già detto assai significativa in materia di abuso di informazioni privilegiate – assume rilievo quanto alla corretta delimitazione dell'ambito applicativo dei delitti di manipolazione del mercato (art. 185 T.U.F.) e aggio (art. 2637 c.c.).

In tali ultime fattispecie, tuttavia, la connotazione di *price sensitivity* è riferita non all'informazione, ma ai mezzi (di connotazione fraudolenta) utilizzati (“*notizie false... operazioni simulate o altri artifici concretamente idonei a provocare una sensibile alterazione del prezzo di strumenti finanziari*”), di talché le notizie false diffuse e le operazioni e gli altri artifici posti in essere, in tanto possono essere considerati idonei a provocare una sensibile alterazione del prezzo di strumenti finanziari, in quanto incidano almeno su “*uno degli elementi*” che “*presumibilmente un investitore ragionevole utilizzerebbe*” per fondarvi “*le proprie decisioni di investimento*”.

Inoltre, la nozione qui richiamata di *price sensitivity*, letta congiuntamente agli altri elementi costitutivi della fattispecie, contribuisce a svelarne la natura di reato di pericolo concreto.

Si ritiene pertanto – ma solo la prassi giurisprudenziale potrà dare riscontro a tale posizione interpretativa - che il giudice, ai fini della sussistenza del reato, dovrebbe essere tenuto ad un duplice accertamento, dovendo verificare sia la sussistenza di un pericolo concreto (“concretamente”) di sensibile alterazione del prezzo degli strumenti finanziari; sia l'idoneità della notizia diffusa a condizionare, in tutto o in parte, le scelte di investimento individuali. Si tratta di accertamento che dovrebbe essere compiuto ricorrendo al giudizio di prognosi postuma, da effettuare *ex ante*, utilizzando il complesso delle circostanze della concreta situazione di mercato nel contesto della quale viene realizzata la condotta delittuosa.

Una questione di particolare delicatezza e complessità è quella che concerne le c.d. *prassi di mercato ammesse*, ossia, come specificato dall'art. 187 *ter*, comma 4, “*operazioni od ordini di compravendita che consentono, tramite l'adozione di una o di più persone che agiscono di concerto, di fissare il prezzo di mercato di uno o più strumenti finanziari ad un livello anomalo o artificiale*”²⁰.

Tale nozione viene richiamata dall'art. 187 *ter*, comma 4, T.U.F. al fine di escludere la sussistenza dell'illecito amministrativo di *manipolazione del mercato* ove il soggetto attivo “*dimostri di avere agito per motivi legittimi e in conformità alle prassi di mercato ammesse*”

20 Ai fini della applicazione degli artt. 181, comma 2 e 187 *ter*, comma 4, del T.U.F. si vedano anche gli artt. 59-61 del sopra citato Regolamento Mercati della Consob.

nel mercato interessato". Tuttavia, analoga esenzione non è prevista con riferimento alla fattispecie penale, la cui punibilità non sembrerebbe dunque esclusa dalla ricorrenza della circostanza relativa all'essersi il soggetto attivo uniformato ad una prassi di mercato ammessa.

È opportuno al riguardo ricordare che il riferimento alle "prassi di mercato ammesse" discende dalla stessa normativa comunitaria che, come osservato in premessa, non poneva alcun obbligo di "doppia incriminazione" (sul piano penale e amministrativo) dei fatti di abuso di mercato: il Considerando 20 della Direttiva sul *market abuse* prevede che "*chiunque compia operazioni o conferisca ordini di compravendita che si configurino come una manipolazione del mercato potrebbe stabilire che le sue motivazioni per compiere tali operazioni o conferire tali ordini erano legittime, e che dette operazioni ed ordini sono conformi alle prassi ammesse sul mercato regolamentato in questione*". Il successivo art. 1.5 della medesima Direttiva stabilisce che sono "prassi di mercato ammesse" le "*prassi di cui è ragionevole attendersi l'esistenza in uno o più mercati finanziari e ammesse dalla competente autorità in conformità delle linee direttrici adottate dalla Commissione secondo la procedura prevista dall'articolo 17, paragrafo 2*".

Tale ultima definizione è altresì ripresa dall'art. 180, lett. c), TUF, a norma del quale si tratta di "*prassi di cui è ragionevole attendersi l'esistenza in uno o più mercati finanziari e ammesse o individuate dalla CONSOB in conformità alle disposizioni di attuazione della direttiva 2003/6/CE, del Parlamento europeo e del Consiglio, del 28 gennaio 2003*"²¹.

21 In argomento, vale altresì la pena ricordare la Direttiva 2004/72/CE del 29.4.2004 che, all'art. 2, indica i Criteri per la valutazione delle prassi di mercato, di cui le autorità competenti deputate alla individuazione delle singole prassi nei rispettivi paesi potranno tenere conto:

- a) il grado di trasparenza della prassi in questione rispetto all'intero mercato;
- b) la necessità di salvaguardare il gioco delle forze di mercato e la regolare interazione fra l'offerta e la domanda;
- c) il livello d'impatto della prassi in questione sulla liquidità e sull'efficienza del mercato;
- d) il grado in cui la prassi in questione tiene conto del meccanismo di negoziazione sul mercato interessato e permette ai partecipanti al mercato di reagire prontamente e adeguatamente alla nuova situazione creata dalla prassi stessa;
- e) il rischio inerente alla prassi in questione per l'integrità dei mercati direttamente o indirettamente connessi, regolamentati o no, su cui è negoziato lo stesso strumento finanziario in tutta la Comunità;
- f) l'esito di eventuali indagini sulla prassi di mercato in questione, svolta da un'autorità competente o da altra autorità di cui all'articolo 12, paragrafo 1, della direttiva 2003/6/CE, in particolare quando detta prassi abbia violato norme e regole dirette a prevenire gli abusi di mercato, ovvero codici di condotta, sul mercato rilevante o su mercati direttamente o indirettamente connessi nella Comunità;

Orbene, il riconoscimento sul piano comunitario del rilievo generale delle “prassi di mercato ammesse” induce a ritenere che l’adeguamento da parte dell’operatore alle stesse, ancorché non espressamente richiamate (come invece avviene per l’illecito amministrativo) dall’art. 185 T.U.F. potrebbe valere ad escludere la punibilità del soggetto attivo: a tale conclusione potrebbe, infatti, giungersi in via interpretativa, ritenendo l’antigiuridicità del fatto esclusa dall’aver il soggetto attivo esercitato, a norma dell’art. 51 c.p., un vero e proprio diritto, ovvero comunque escludendo la sussistenza dell’elemento soggettivo del reato *de quo*. Sarebbe, del resto, inaccettabile ritenere che la medesima condotta possa integrare la più grave fattispecie delittuosa e non – in presenza della prassi di mercato ammessa – la fattispecie amministrativa, che presenta, quantomeno parzialmente il medesimo elemento oggettivo ed è peraltro punibile a titolo di mera colpa. Ovviamente, e per converso, come specificato dal Considerando 20 della Direttiva 2003/6/CE del 28 gennaio 2003, “*potrebbe tuttavia essere comminata la sanzione qualora l’autorità competente stabilisca l’esistenza di un’altra motivazione, illegittima, alla base delle operazioni o degli ordini di compravendita*”.

L’interpretazione che qui si suggerisce, tuttavia, proprio in considerazione della scelta compiuta dal legislatore (ossia di escludere l’esimente in esame dall’ambito di applicazione dell’art. 185 TUF, menzionandola invece espressamente nell’art. 187 *ter*), deve essere valutata – in attesa del consolidarsi di un orientamento giurisprudenziale sul punto – con estrema prudenza.

PROFILI PROBLEMATICI

1. Anche con riferimento alla fattispecie in esame devono essere considerati con attenzione - al fine di cogliere i profili di rischio concreto della commissione dell’illecito – i diversi “ruoli” cui la banca si atteggia nella sua attività: ad esempio, banca emittente, banca

g) le caratteristiche strutturali del mercato interessato, ivi compreso il carattere regolamentato o non regolamentato, il tipo di strumenti finanziari negoziati e il tipo di operatori, con particolare riguardo alla quota di partecipazione al mercato degli investitori al dettaglio”.

Ulteriori indicazioni sono poi contenute nei Considerando 1 (“le prassi di mercato che inibiscono l’interazione fra l’offerta e la domanda, limitando le opportunità di altri operatori di reagire a talune operazioni, possono mettere a rischio l’integrità dei mercati; è pertanto meno probabile che le autorità competenti le ammettano. Le prassi di mercato che invece migliorano la liquidità sono più facilmente ammesse di quelle che la riducono. E’ inoltre meno probabile che le autorità competenti ammettano prassi di mercato che violano le norme e le regole dirette a prevenire gli abusi di mercato, o i codici di condotta”), e 2 (“La trasparenza delle prassi seguite dai partecipanti al mercato è un criterio fondamentale di cui le autorità competenti devono tener conto per determinare se una data prassi possa essere ammessa. Tanto meno trasparente è una prassi, tanto minori sono le probabilità che sia ammessa. Può tuttavia accadere che per ragioni strutturali le prassi seguite sui mercati non regolamentati siano meno trasparenti di prassi analoghe adottate sui mercati regolamentati. Tali prassi non devono essere considerate di per sé inammissibili da parte delle autorità competenti”).

finanziatrice, banca intermediaria, consulente ovvero le combinazioni di tali ruoli che l'operatività propone.

La manipolazione del mercato, infatti, può essere realizzata nell'interesse dell'ente sia nell'ipotesi in cui esso operi quale emittente di strumenti finanziari, al fine, ad esempio, di agevolare il collocamento sul mercato, sia nell'ambito di un rapporto negoziale di qualsivoglia natura (consulenza, intermediazione o finanziario) con terzi, al fine, ad esempio, di favorire l'operazione oggetto del rapporto contrattuale, sia nell'attività in conto proprio, ossia di "investimento proprietario".

Ciò determina l'opportunità/necessità che la banca ponga in essere una serie di misure in grado di rendere possibile una adeguata prevenzione degli illeciti di cui si tratta; le misure dovranno essere necessariamente differenziate e paramtrate al grado di rischio, alle diverse possibili modalità di elusione, il che significa anche che esse dovranno prevedere sia dei controlli *ex ante* – in seguito ad esempio allo scattare di determinati *alert* – sia *ex post*, attraverso l'azione di quei soggetti/funzioni aziendali (si pensi al controllo interno; alla funzione compliance; al dirigente preposto; al comitato audit; all'organo di controllo) che hanno il compito di monitorare e verificare (a diversi livelli e con diversi campi di azione) la correttezza della operatività rispetto alle norme ed alle regole aziendali nonché la assenza di comportamenti anomali e quindi a rischio. In questo senso appare opportuno sottolineare che i livelli di controllo superiore devono essere messi in condizione di monitorare, sia pure *ex post* ma in modo continuativo e tempestivo, il comportamento complessivo della banca. In altri termini occorre evitare i controlli di livello superiore si focalizzino solo sulla correttezza dei controlli di livello inferiore, perdendo di vista l'operatività nel suo complesso (se ad esempio, in base alle procedure interne è ragionevole che il responsabile del *desk* o della sala operativa non debba essere a conoscenza di eventuali operazioni di M&A curate dalla banca, il controllo sulla correttezza dell'operatività del conto proprio non deve essere monitorato solo dal responsabile del *desk* o della sala operativa, ma anche dalla *compliance* o dal controllo interno ovvero dal soggetto che svolge analoghe funzioni in base alla specifica organizzazione aziendale).

Con ciò si intende pertanto ribadire che una efficace azione aziendale di contrasto, nella materia in esame, passa per la costruzione e costante manutenzione di un sistema complesso di controlli integrati nel quale si affiancano, integrano e talvolta sovrappongono misure di diversa portata ed entità, il cui fine ultimo è l'integrità dei comportamenti e la loro corrispondenza con i principi e le finalità della legge e delle regole aziendali.

2. Con riferimento anzitutto all'*information based manipulation*, preme rimarcare che questo tipo di manipolazione del mercato si attua attraverso la diffusione di informazioni false o fuorvianti, senza la necessità di operazioni concrete sul mercato.

Il fatto, poi, che la norma richieda la “diffusione di notizie false”, dovrebbe far ritenere estranea rispetto alla fattispecie l'ipotesi a mera omissione di un'informazione al mercato, salva l'ipotesi in cui si abbia la comunicazione di dati parziali, idonei a trarre in inganno gli investitori, in violazione della disciplina in materia di comunicazione di informazioni rilevanti. Ciononostante è comunque da considerare che, almeno con riferimento agli illeciti amministrativi, nella Comunicazione Consob n. 5078692 del 29/11/2005 (Sezione A, paragrafo 4) sulla base di misure di Livello 3 prodotte dal CESR, viene indicato: "Esempi riferiti all'art. 187-ter, comma 1, del Testo unico, c.d. "*Dissemination of false and misleading information*". Questo tipo di manipolazione del mercato implica la diffusione di informazioni false o fuorvianti senza richiedere necessariamente la presenza di operazioni sul mercato: questo tipo di manipolazione del mercato comprende anche i casi in cui la creazione dell'indicazione fuorviante deriva da un mancato rispetto della disciplina in materia di comunicazione di informazioni rilevanti soggette a obblighi di comunicazione da parte dell'emittente o di altri soggetti obbligati: per esempio, quando un emittente omette di diffondere adeguatamente un'informazione privilegiata, come definita dall'articolo 114, comma 1, il risultato è che il pubblico venga plausibilmente fuorviato.

La Comunicazione Consob n. DME/5078692 del 29/11/2005 indica al riguardo l'esempio relativo alla condotta di c.d. *spreading false/misleading information through the media* (diffusione di informazioni false o fuorvianti tramite mezzi di comunicazione), consistente nell'inserimento di informazioni su *internet* o la diffusione tramite comunicati stampa di informazioni false o fuorvianti su una società emittente (si pensi, ad esempio, anche all'ipotesi di dichiarazioni rilasciate alla stampa dai *manager* della banca): ove tale condotta riguardi informazioni privilegiate ai sensi dell'art. 181 TUF., potrà infatti configurarsi il delitto in esame.

In effetti, la diffusione di informazioni ingannevoli può avvenire attraverso diversi strumenti: mezzi di informazione, compreso *internet*, situazioni contabili destinate ad essere riportate nelle relazioni trimestrali, deliberazioni con le quali l'organo competente approva il progetto di bilancio, la proposta di distribuzione del dividendo, il bilancio consolidato, la relazione semestrale e le relazioni trimestrali che contengano fatti non rispondenti al vero, mascherando, ad esempio, una situazione di dissesto dell'ente. Un'ulteriore ipotesi concerne la diffusione da parte degli intermediari di studi su società con previsioni di dati e suggerimenti esagerati e/o falsi.

Particolare attenzione deve dunque essere dedicata agli strumenti tramite i quali vengono veicolate all'esterno informazioni relative alla banca, con riferimento, ad esempio, ma non solo, ai moderni mezzi di comunicazione che – come evidenziato dalla medesima Direttiva, al Considerando 25 – “*permettono di garantire una maggiore equità nell'accesso alle informazioni finanziarie tra i professionisti dei mercati finanziari e gli investitori individuali, ma accentuano anche il rischio che si diffondano informazioni false ovvero fuorvianti*”: occorrerà, dunque, prevedere apposite procedure ed approntare specifici presidi volti ad evitare che la manipolazione del mercato avvenga a causa della diffusione indebita di notizie attraverso internet, intranet ed altri mezzi di comunicazione telematica²².

Al riguardo, quanto all'utilizzo di Internet a fini di informazione, in particolare in tema di modalità di gestione e aggiornamento dei siti, si richiama in particolare l'attenzione sull'opportunità di:

- improntare anche l'utilizzo di questo canale di comunicazione al principio di correttezza;
- curare la precisione, la completezza e l'aggiornamento del sito, con particolare riguardo ai suoi contenuti finanziari;
- organizzare i contenuti del sito in modo coerente e semplice, privilegiando l'aspetto della fruibilità e della facilità di accesso da parte dell'utente;
- seguire il principio di continuità, salvo giustificato motivo.

Indicazioni operative finalizzate alla prevenzione di fatti di manipolazione del mercato si rinvengono anche nella più volte citata *Guida per l'informazione al mercato*.

In particolare, dopo aver “ricordato” che “*gli emittenti e i soggetti che li controllano comunicano con il mercato nel rispetto dei criteri di correttezza, chiarezza e parità di accesso all'informazione*” (principio 1)²³, il documento puntualizza alcuni precetti volti a garantire

²² Il Principio 7 del medesimo documento stabilisce altresì l'opportunità che l'emittente renda disponibile in un apposito sito Internet informazioni utili per compiere consapevoli scelte di investimento, relative, in particolare, a “lo statuto, il bilancio di esercizio e l'eventuale consolidato, la relazione semestrale, la relazione trimestrale, le informazioni comunicate ad mercato nonché, al più tardi al termine degli incontri con operatori del mercato, la documentazione distribuita in occasione di tali incontri”.

²³ Si precisa, altresì, che “la correttezza richiede in generale agli emittenti e ai soggetti che li controllano di fornire l'informazione societaria in forma esaustiva e non fuorviante, rivolgendo la massima attenzione alle legittime richieste di dati e notizie provenienti dal mercato, ove possibile anticipandole, nel rispetto costante dell'interesse generale al corretto funzionamento del mercato. La chiarezza attiene alle forme con cui l'informazione è comunicata al mercato e ne comporta la completezza nonché l'intelligibilità in funzione dei diversi destinatari. La parità di accesso all'informazione, infine, risponde al convincimento, ormai diffuso presso i principali mercati, circa l'inammissibilità di ogni forma di comunicazione selettiva di informazioni che possano avere rilevanza per la valutazione degli strumenti finanziari”.

l'effettività di tale postulato: il principio 8, ad esempio, in materia di *rumors*, stabilisce che *“quando a mercati chiusi ovvero nella di fase pre-apertura, si sia in presenza di notizie di dominio pubblico non comunicate al mercato e idonee a influenzare sensibilmente il prezzo degli strumenti finanziari, gli emittenti o i soggetti che li controllano valutano l'opportunità di informare al più presto il pubblico circa la veridicità delle notizie, integrandone o correggendone il contenuto ove necessario”*²⁴.

Quanto poi alle informazioni previsionali, aventi cioè ad oggetto dati relativi alla valutazione prospettica della situazione patrimoniale, economica e finanziaria degli emittenti o gli obiettivi quantitativi della loro gestione, è opportuno approntare procedure idonee a garantire la correttezza, la continuità e la costanza delle informazioni, ponendo l'obbligo di comunicare tempestivamente al mercato eventuali scostamenti significativi rispetto a quanto prospettato, ponendo particolare attenzione ai “risultati attesi dal mercato”²⁵.

Con riferimento poi alle informazioni (privilegiate, ma) confidenziali attinenti in particolare progetti, trattative, manifestazioni di intenti, la comunicazione al mercato sarà dovuta nell'ipotesi in cui, nonostante l'adozione di procedure idonee a mantenere la loro confidenzialità, non risultino rispettati gli obblighi di riservatezza da parte di chi sia venuto a conoscenza di dette notizie (desumibile, ad esempio, da un anomalo andamento del prezzo degli strumenti finanziari) e si abbia fondato motivo di ritenere un esito positivo delle operazioni di cui tali eventi costituiscono fasi iniziali o intermedie. Nella comunicazione, comunque, si dovrà fare espressa menzione dell'eventuale incertezza sull'esito finale della

Il Principio 7 del medesimo documento stabilisce altresì l'opportunità che l'emittente renda disponibile in un apposito sito Internet informazioni utili per compiere consapevoli scelte di investimento, relative, in particolare, a “lo statuto, il bilancio di esercizio e l'eventuale consolidato, la relazione semestrale, la relazione trimestrale, le informazioni comunicate ad mercato nonché, al più tardi al termine degli incontri con operatori del mercato, la documentazione distribuita in occasione di tali incontri”.

24 Più in particolare, la disciplina regolamentare emanata dalla Consob prevede un obbligo di informazione dell'emittente al sussistere contestuale delle seguenti condizioni: 1) la diffusione impropria presso il pubblico di notizie concernenti la situazione patrimoniale, economica e finanziaria o l'andamento degli affari dell'emittente; 2) la variazione in misura rilevante del prezzo di mercato degli strumenti finanziari rispetto al prezzo ufficiale del giorno precedente. Peraltro, nell'ottica del D.Lgs. 231 del 2001, è opportuno che gli emittenti o i soggetti che li controllano informino il pubblico in presenza di *rumors* anche nel caso in cui la notizia che circola sul mercato non abbia ancora avuto modo di incidere sull'andamento dei prezzi, perché il mercato è chiuso o in fase di pre-apertura.

25 Il Principio n. 6 della Guida per l'informazione al mercato definisce “risultati ammessi dal mercato” “la valutazione di consenso sui risultati dell'emittente espressa dai soggetti che svolgono professionalmente attività di analisi sugli strumenti finanziari dell'emittente, in conformità alla migliore prassi internazionale”.

vicenda, avendo la stessa Consob chiarito che la comunicazione al mercato di informazioni relative ad accordi o operazioni non sufficientemente definiti può alterare il regolare funzionamento del mercato²⁶.

Con riferimento in particolare agli eventuali incontri con operatori di mercato, si raccomanda il rispetto delle regole che impongono la comunicazione preventiva alla Consob e alla società di gestione del mercato delle notizie rilevanti in relazione ad esso (data, luogo, ora e principali argomenti), evitando nel contempo la comunicazione di informazioni previsionali altre informazioni rilevanti, idonee a turbare il mercato²⁷.

3. Venendo poi alle ipotesi di *manipolazione operativa*, si ricorda anzitutto che la stessa Direttiva 2003/6/CE del 28 gennaio 2003, all'art. 1.2 fornisce alcune esemplificazioni di condotte integranti la fattispecie di manipolazione di mercato:

“- *il comportamento di una persona o di più persone che agiscono in collaborazione per acquisire una posizione dominante sulla offerta o sulla domanda di uno strumento finanziario che abbia l'effetto di fissare, direttamente o indirettamente, i prezzi di acquisto o di vendita o altre condizioni commerciali non corrette;*

- *l'acquisto o la vendita di strumenti finanziari alla chiusura del mercato con l'effetto di ingannare gli investitori che agiscono sulla base dei prezzi di chiusura;*

- *l'avvantaggiarsi di un accesso occasionale o regolare ai mezzi di informazione tradizionali o elettronici diffondendo una valutazione su uno strumento finanziario (o indirettamente sul suo emittente) dopo aver precedentemente preso posizione su quello strumento finanziario, beneficiando di conseguenza dell'impatto della valutazione diffusa sul prezzo di detto strumento, senza aver allo stesso tempo comunicato al pubblico, in modo corretto ed efficace, l'esistenza di tale conflitto di interessi”.*

In termini più specifici, come si anticipava, la Comunicazione Consob n. DME/5078692 individua una nutrita casistica di ipotesi di manipolazione del mercato riconducibili all'illecito amministrativo di manipolazione del mercato, ma riferibili anche all'analogo delitto, ove la condotta descritta sia “*idonea a provocare una sensibile alterazione del prezzo di strumenti finanziari*”:

26 Cfr. Principio n. 3 della Guida per l'informazione al mercato.

27 Come rilevato dalla Guida per l'informazione al mercato il principio costituisce applicazione del divieto di informazione selettiva agli incontri con gli operatori del mercato finanziario, finalizzato a prevenire sia l'abuso di informazioni privilegiate che la manipolazione del mercato.

a) *False/Misleading Transactions* (ossia, “operazioni od ordini di compravendita che forniscano o siano idonei a fornire indicazioni false o fuorvianti in merito all’offerta, alla domanda o al prezzo di strumenti finanziari”, art. 187 ter, comma 3, lett. a, T.U.F.)

- *wash trades*: tale condotta consiste nell’effettuare operazioni di acquisto o di vendita di uno strumento finanziario senza che si determini alcuna variazione negli interessi o nei diritti o nei rischi di mercato del beneficiario delle operazioni o dei beneficiari che agiscono di concerto o in modo collusivo;

- *painting the tape*: anche in questo caso si realizzano operazioni che vengono mostrate al pubblico per fornire un’impressione di una attività o di un movimento dei prezzi di uno strumento finanziario;

- *improper matched orders*: si tratta di operazioni che derivano da ordini di acquisto o di vendita emessi da soggetti che agiscono di concerto allo stesso momento, aventi gli stessi prezzi e gli stessi quantitativi, in modo idoneo a turbare il mercato;

- *placing orders with no intention of executing them*: si realizza tramite l’inserimento di ordini, in particolare nelle fasi di asta continua nei mercati telematici, a prezzi più alti (o bassi) di quelli delle proposte presenti dal lato degli acquisti (o vendite) nell’intento di non eseguirli, ma di fornire l’erronea impressione dell’esistenza di una domanda;

b) *Price Positioning* (ossia, “operazioni od ordini di compravendita che consentono, tramite l’azione di una o di più persone che agiscono di concerto, di fissare il prezzo di mercato di uno o più strumenti finanziari ad un livello anomalo o artificiale”, art. 187 ter, lett. b) T.U.F.):

- *marking the close*: acquisto o vendita intenzionale di strumenti finanziari o contratti derivati verso la fine delle negoziazioni in modo da alterare il prezzo finale dello strumento finanziario o del contratto derivato;

- *colluding in the after market of an Initial Public Offer*: taluni soggetti, dopo aver acquistato strumenti finanziari sul mercato primario, acquistano di concerto ulteriori quantitativi sul mercato secondario in modo da spingere il prezzo verso livelli artificiali e da generare l’interesse da parte di altri investitori così da vendere loro i quantitativi che detenevano;

- *abusive squeeze*: 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;

- *creation of a floor in the price pattern*: si conclude un’operazione o si inseriscono ordini in modo tale da evitare che i prezzi di mercato cadano al di sotto di un certo

livello, principalmente per sottrarsi alle conseguenze negative derivanti dal connesso peggioramento del *rating* degli strumenti finanziari emessi;

- *excessive bid-ask spread*: si tratta di un comportamento solitamente posto in essere da intermediari che dispongono di potere di mercato in modo tale da muovere intenzionalmente i *bid-ask spread* verso livelli artificiali e lontani dai *fair values* o di mantenerli su tali livelli artificiali abusando del loro potere (cioè l'assenza di concorrenti);

- *trading on one market to improperly position the price of a financial instrument on a related market*: si tratta, in sostanza, della conclusione di operazioni in un mercato su uno strumento finanziario con la finalità di influenzare impropriamente il prezzo dello stesso strumento finanziario o di altri strumenti finanziari collegati negoziati sullo stesso o su altri mercati;

c) *Transactions involving fictitious devices/deception* (ossia, “operazioni od ordini di compravendita che utilizzano artifici od ogni altro tipo di inganno o espediente”, art. 187 ter, lett. c), T.U.F.):

- *concealing ownership*: conclusione di un'operazione o di una serie di operazioni per nascondere indebitamente quale sia la vera proprietà su uno strumento finanziario, tramite la comunicazione al pubblico – in violazione delle norme in tema di trasparenza degli assetti proprietari – della proprietà di strumenti finanziari a nome di altri soggetti concorrenti;

- *dissemination of false or misleading market information through media including the Internet, or by any another means*: si tratta di un comportamento fraudolento realizzato al fine di modificare il prezzo di un titolo, di un contratto derivato o di un'attività sottostante verso una direzione che favorisce la posizione aperta su tali strumenti finanziari o attività o favorisce un'operazione già pianificata dal soggetto che diffonde l'informazione;

- *pump and dump*: si tratta dell'apertura di una posizione lunga su uno strumento finanziario, con effettuazione di ulteriori acquisti e/o diffusione di informazioni positive fuorvianti sullo strumento finanziario in modo da incrementarne il prezzo;

- *trash and cash*: un soggetto prende una posizione ribassista su uno strumento finanziario ed effettua un'ulteriore attività di vendita e/o diffonde fuorvianti informazioni negative sullo strumento finanziario in modo da ridurne il prezzo;

- *opening a position and closing it immediately after its public disclosure* da parte di soggetti in grado – per l'autorevolezza della propria posizione – di orientare le scelte di investimento del pubblico.

4. Sempre con riferimento alla *manipolazione operativa*, tenuto conto delle aree di rischio/operazioni sopra segnalate, le *misure di prevenzione* che la banca dovrà adottare per

una efficace prevenzione del rischio *operano su diversi livelli*, anche in funzione, come sopra anticipato, del diverso ruolo svolto dalla stessa.

In termini generali, la Direttiva 2003/6/CE del 28 gennaio 2003, suggerisce agli operatori economici professionisti di contribuire all'integrità del mercato con diversi strumenti, quali, ad esempio, *“la creazione di “grey lists”, l'applicazione di “window trading” alle categorie sensibili del personale, l'applicazione di codici interni di comportamento e la creazione di “muraglie cinesi”*. Tali misure preventive possono contribuire a combattere gli abusi di mercato solo se sono applicate con determinazione e controllate debitamente. Un adeguato controllo della fase attuativa implicherebbe, ad esempio, *la designazione di funzionari a ciò preposti all'interno degli organismi interessati e controlli periodici eseguiti da auditor indipendenti*”: si tratta, come si vede, di presidi procedurali e di controllo del tutto analoghi, o comunque assimilabili nella filosofia, a quelli previsti dal d.lgs. n. 231 del 2001.

In termini più particolari – tenuto conto del fatto che l'alto tecnicismo della materia in esame e quindi delle condotte in grado di generare violazioni di norme, postula che la banca si doti di misure organizzative *di dettaglio*, nel senso di misure che scendano nella operatività delle aree sensibili, per cercare di ridurre al minimo il rischio di deviazioni comportamentali - si suggeriscono di seguito approcci operativi/preventivi, senza pretesa né di esaustività né di tassatività, distinguendo tra operatività in conto proprio ed in conto terzi.

5. Per la **manipolazione operativa nell'attività della banca quale intermediario o gestore**, le misure ed i controlli previsti dalla banca dovranno essere anzitutto volti ad assicurare che le operazioni poste in essere siano – con riferimento alle modalità, alla tempistica, ai soggetti coinvolti, alla natura o quantità dei beni oggetto di negoziazione, al mercato di riferimento, all'eventuale influenza esercitabile sul mercato – corrette, trasparenti ed effettive, con previsione di *esplicito divieto di realizzare condotte volte, in via esclusiva, prevalente, secondaria o residuale, a fornire al mercato una rappresentazione falsa, errata o semplicemente non corretta o completa in merito agli strumenti finanziari trattati o alle società emittenti*.

In conformità a quanto previsto dall'art. 187 *novies* TUF e alle indicazioni della Consob²⁸ – appare opportuna, anche con riguardo a tali reati, l'individuazione di soggetti dotati di specifica professionalità, tenuti alla tempestiva identificazione e segnalazione di operazioni potenzialmente suscettibili di fornire indicazioni fuorvianti al mercato, ovvero, secondo lo spirito del d.lgs. 231 del 2001, poste in essere in violazione di procedure volte a prevenire il compimento di dette operazioni.

28 Cfr. Regolamento Mercati, Capo VI, artt. 63 ss.

Sarà in particolare necessario prevedere procedure volte a garantire:

- una tempestiva ed automatica selezione di operazioni potenzialmente sospette, da sottoporre poi al vaglio del personale specializzato per l'effettuazione del c.d. *test* del ragionevole sospetto (cfr. Circolare ABI, serie Tecnica n. 49 del 16 novembre 2006);
- l'acquisizione e la conservazione di tutte le informazioni relative all'operazione (tempistica, operatore, codice ISIN, mercati interessati, caratteristiche degli ordini sottostanti e delle operazioni, ruolo svolto nell'operazione – intermediario negoziatore, SGR, consulente – ecc.);
- la completa conoscenza dei dati relativi ai soggetti che conferiscono ordini sottostanti alle operazioni o a favore dei quali la banca svolge altre tipologie di attività (consulenza, finanziamento, ecc.);
- la completa conoscenza di eventuali altri soggetti coinvolti nelle operazioni, evidenziando il ruolo svolto e la relazione con i soggetti che hanno effettuato l'operazione e che hanno conferito ordini in relazione ad essi;
- la individuabilità di incroci impropri (per prevenire casi di *improper matched orders, placing orders with no intention of executing them*);
- obblighi di segnalazione in caso di superamento di soglie quantitative prefissate o in altre ipotesi che presentino profili di rischio;
- il controllo incrociato delle operazioni da parte di funzioni aziendali diverse;
- la individuazione (per innescare una procedura di “attenzione”) di operazioni con o per conto della clientela da parte di operatori che abbiano, *direttamente o indirettamente*, un interesse in conflitto, *anche derivante da rapporti di gruppo*, dalla *prestazione congiunta di più servizi* o da *altri rapporti di affari propri o di società del gruppo*.

6. Per la manipolazione operativa **nell'attività di emissione, investimento e gestione**, si individuano di seguito taluni comportamenti idonei a configurare manipolazione e, per ciascuno, talune possibili indicazioni preventive.

Acquisizione, di una posizione dominante sull'offerta o sulla domanda di uno strumento finanziario con la consapevolezza che così facendo si avrà la possibilità di fissare direttamente o indirettamente i prezzi di acquisto e di vendita o determinare altre condizioni di mercato non corrette.

Chiarire, ad esempio, nel regolamento interno delle sale mercati:

- cosa si intende per posizione dominante, sia con riferimento ai titoli azionari sia obbligazionari e indicare la percentuale del flottante.

- spiegare quando l'acquisizione di una posizione dominante diventa illecita ("se viene utilizzata per fissare direttamente o indirettamente i prezzi di acquisto e/o di vendita o determinare altre posizioni di mercato non corrette").

- prevedere procedura di autorizzazione (ad esempio: "l'acquisizione di una posizione dominante deve essere autorizzata dal Responsabile del Desk. Qualora ecceda le sue autonomie, il Responsabile del Desk dovrà rivolgersi al superiore gerarchico. Valutare opportunità/necessità, costi/benefici di conservazione per un tempo adeguato la documentazione").

Si segnala che l'operatività in parola presenta profili di rischio, da presidiare, anche sotto il profilo della possibile azione *di concerto con altri soggetti*.

Diffusione, attraverso mezzi di informazione tradizionali o elettronici, di valutazioni su uno strumento finanziario o sul suo emittente dopo aver preso precedentemente posizione sullo stesso, con la consapevolezza che così facendo si potrà beneficiare dell'impatto della valutazione diffusa sul prezzo dello strumento finanziario, senza avere nel contempo comunicato al pubblico in modo corretto ed efficace l'esistenza di tale conflitto di interessi.

- indicare quale è il comportamento che deve essere tenuto, le regole sulla trasparenza in ordine all'esistenza di conflitti di interesse.

Acquisto o vendita di strumenti finanziari alla chiusura del mercato con la consapevolezza che ciò trarrà in inganno gli investitori che operano sulla base dei prezzi di chiusura.

Ordini di compravendita impartiti od operazioni eseguite che rappresentino una quota significativa del volume giornaliero degli scambi dello strumento finanziario pertinente nel mercato regolamentato interessato, con la consapevolezza che così facendo si potrà ottenere una significativa variazione del prezzo dello strumento finanziario.

- prevedere che operazioni pari o superiori ad una percentuale, *da predeterminare*²⁹, dei volumi medi registrati nei cinque giorni precedenti di mercato aperto dovrà essere autorizzata per iscritto (anche tramite mail) dal Responsabile del Desk e l'autorizzazione dovrà essere archiviata e conservata per dieci anni. Qualora ecceda le sue autonomie il Responsabile del Desk dovrà rivolgersi al superiore gerarchico. Prevedere, se del caso, regole più restrittive relativamente a mercati diversi.

Ordini di compravendita impartiti od operazioni eseguite laddove la banca abbia una significativa posizione in acquisto o in vendita su uno strumento finanziario (o su l'insieme di strumenti o operazioni sia a pronti che a termine collegati a quest'ultimo) con la consapevolezza che ciò condurrà a significative variazioni del prezzo dello strumento finanziario o dello strumento derivato collegato o dell'attività sottostante ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato.

- spiegare che cosa si intende per “significativa variazione del prezzo” (è elemento essenziale e non eventuale per la configurabilità di una condotta manipolativa, mentre è irrilevante il volume degli scambi, considerato che chi opera ha già una posizione significativa).

- spiegare che cosa si intende per “significativa posizione” e quali sono i comportamenti che integrano detta condotta, ad esempio: apertura di una posizione significativa in acquisto (lunga) su uno strumento finanziario ed effettuazione di ulteriori operazioni di acquisto con la consapevolezza che gli altri partecipanti al mercato saranno ingannati dal risultante effetto sul prezzo ed effettueranno ulteriori acquisti; la banca conclude successivamente operazioni di vendita degli strumenti finanziari a prezzi più

²⁹ Si segnala che il proposto riferimento alla opportunità di una predeterminazione di un parametro relativo ai volumi deriva dal fatto che l'indicazione fornita da Consob nel Regolamento Mercati in ordine al volume giornaliero seppure è utile al fine della segnalazione delle operazioni sospette, non appare sufficiente come elemento preventivo, trattandosi all'evidenza di un dato utilizzabile solo ex post).

elevati; apertura di una posizione significativa in vendita (corta) su un determinato strumento finanziario ed effettuazione di ulteriori operazioni di vendita con la consapevolezza che in tal modo si ridurrà il prezzo; la banca conclude operazioni di acquisto dopo la caduta del prezzo.

- prevedere che tutte le operazioni aventi ad oggetto strumenti finanziari di un singolo emittente che comportino il superamento dei limiti indicati devono essere autorizzate dal Responsabile del Desk.

- chiarire che rientra nell'ambito della condotta in esame, indipendentemente dalla sussistenza di una posizione significativa in acquisto o in vendita sullo strumento finanziario, l'operazione conclusa su azioni per fissare, a livelli anomali, il prezzo del relativo strumento finanziario derivato negoziato su un altro mercato, ovvero quella effettuata sul prodotto sottostante a uno strumento finanziario derivato per alterare il prezzo dei relativi contratti derivati.

Operazioni eseguite senza che si determini alcuna variazione nella, ovvero alcun trasferimento effettivo della, proprietà dello strumento finanziario o, più in generale, senza che si determini alcuna variazione negli interessi o nei diritti o nei rischi di mercato.

- esaminare la fattispecie dando conto del fatto che essa si configura quando un medesimo soggetto compie operazioni di segno opposto aventi ad oggetto il medesimo strumento finanziario, anche con riferimento a depositi titoli differenti.

- valutare, ad esempio, l'opportunità di specifico controllo, ovvero prevedere il divieto di operazioni di "portage" e di operazioni di rivendita con patto di successivo riacquisto.

Ordini di compravendita impartiti od operazioni eseguite che prevedono inversioni di posizioni in acquisto o in vendita nel breve periodo e rappresentano una quota significativa del volume giornaliero di scambi dello strumento finanziario pertinente nel mercato regolamentato, soprattutto laddove ciò si accompagni alla consapevolezza che in tal modo si otterranno significative variazioni del prezzo di uno strumento finanziario ammesso alla negoziazione in un mercato regolamentato.

- esplicitare che l'elemento nuovo/caratteristico di questa condotta è rappresentato dall'inversione di posizione nel breve periodo sul singolo strumento finanziario.

- prevedere che, ad esempio, ogni inversione di posizione significativa da porre in essere nell'ambito di una stessa giornata operativa deve essere autorizzata dal Responsabile del Desk.

Ordini di compravendita impartiti od operazioni eseguite concentrate in un breve lasso di tempo nel corso della sessione di negoziazione con la consapevolezza che così facendo si otterrà una variazione del prezzo che successivamente si invertirà.

- chiarire l'oggetto degli ordini/operazioni (ad esempio: sebbene non si faccia riferimento all'oggetto degli ordini/operazioni è chiaro che devono essere considerati gli ordini/operazioni e la variazione del prezzo relativamente ad ogni singolo strumento finanziario. Dovrà inoltre essere considerata l'aggregazione di ordini/operazioni anche con riferimento agli strumenti finanziari collegati).

- cosa si intende per "breve lasso di tempo" (ad esempio, chiarire che deve intendersi l'operatività infra-giornaliera e così anche per l'inversione del prezzo dovrà essere fatto riferimento ad un lasso di tempo infra-giornaliero).

- prevedere una procedura autorizzativa (ad esempio: le operazioni compiute nell'arco di un'ora di mercato aperto che, singolarmente o in aggregato, abbiano ad oggetto strumenti finanziari in numero pari o superiore al 10% della media giornaliera dei cinque giorni di mercato aperto precedenti devono essere autorizzate dal Responsabile del Desk).

Inserimento di ordini di compravendita con la consapevolezza che gli stessi modificano la rappresentazione dei migliori prezzi delle proposte di acquisto o di vendita di uno strumento finanziario ammesso alla negoziazione in un mercato regolamentato o più in generale modificano la rappresentazione del book di negoziazione a disposizione dei partecipanti al mercato, e sono revocati prima della loro esecuzione.

- chiarire l'ambito di applicazione (ad esempio: si tratta dell'ipotesi nella quale la revoca degli ordini prima della loro esecuzione ha effetto di modificare la rappresentazione del book di negoziazione inducendo i partecipanti al mercato a credere che vi sia un interesse su un determinato strumento immettendo proposte di negoziazione su uno o entrambi i lati del book).

- esplicitare, come regola di carattere generale, che è vietato inserire ordini con la volontà, già al momento del loro inserimento, di non eseguirli.

- esplicitare, ad esempio, che in caso di “quotazione” di prezzi tramite canali telematici, qualora tali prezzi non siano operativi, la circostanza deve essere indicata espressamente in tutti i casi in cui il canale di quotazione lo consenta.

Ordini di compravendita impartiti e operazioni eseguite concentrate nei momenti o intorno ai momenti utili (o nei giorni utili) per il calcolo dei prezzi delle aste di apertura o di chiusura, dei prezzi di controllo, dei prezzi di riferimento, dei prezzi di regolamento o di valutazione, con la consapevolezza che così facendo varieranno tali prezzi.

- indicare ipotesi di rischio (fare, ad esempio, riferimento al fatto che si tratta di ipotesi generalmente associate ai giorni in cui scadono contratti derivati o in cui vengono valorizzati portafogli gestiti o i fondi comuni, per calcolare le relative commissioni, ovvero in cui vengono valutati o indicizzati contratti o obbligazioni, tipicamente a fine mese).

- indicare che nella fattispecie sono inclusi anche gli ordini inseriti e poi revocati, nella misura in cui possono portare alla variazione dei prezzi, soprattutto in sede d’asta.

Operazioni che derivano da ordini di compravendita immessi di concerto con altri soggetti contemporaneamente ovvero quasi allo stesso momento, aventi gli stessi prezzi e gli stessi quantitativi salvo che tali ordini siano legittimi ed effettuati in conformità alle regole del mercato

- esplicitare, ad esempio, che è vietato trasmettere al mercato ordini relativi a operazioni concordate fuori mercato, salvo che non si utilizzi lo strumento del “Cross Order”.

- chiarire che, qualora il “Cross Order” non sia disponibile sul mercato, si dovrà eseguire l’operazione “fuori mercato”, adempiendo ai conseguenti obblighi informativi, ove obbligatorio.

Successivamente all’acquisto di strumenti finanziari nel mercato primario, effettuare operazioni di compravendita, di concerto con altri soggetti, di ulteriori quantitativi dello stesso strumento finanziario sul mercato secondario con la consapevolezza che tali operazioni possono spingere il prezzo verso livelli artificiali e successive operazioni di vendita di tali strumenti finanziari al prezzo raggiunto artificialmente.

- prevedere che, nel caso sia stata acquisita una “posizione significativa”, ogni operazione che comporti un incremento rispetto alla posizione originaria deve essere autorizzata dal Responsabile del Desk.

- chiarire che è vietato accordarsi con i soggetti che hanno partecipato all’acquisto sul mercato primario per attuare la condotta illustrata.

Abuso della posizione dominante da parte di chi ha una significativa influenza sulla domanda o sull’offerta o sulla consegna di uno strumento finanziario derivato o di un prodotto sottostante a uno strumento finanziario derivato 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.

- chiarire il concetto di posizione dominante;

- prevedere che, in caso di acquisizione di una posizione dominante, ogni successiva operazione deve essere autorizzata dal Responsabile del Desk.

Operazioni o inserimento di ordini in modo tale da evitare che i prezzi di mercato scendano al di sotto di un certo livello con lo scopo di impedire le conseguenze negative derivanti dal connesso peggioramento del rating degli strumenti finanziari emessi.

- chiarire ambito del comportamento (anche al fine di tenerlo distinto da conclusione di operazioni rientranti nei programmi di riacquisto di azioni proprie o nella stabilizzazione).

Posizionamento e/o mantenimento, nella veste di specialisti o market maker, anche di concerto con altri specialisti o market maker, del bid-ask spread su livelli artificiali e/o lontani dal fair value.

- spiegare che rientra nel suddetto comportamento il posizionamento costante e continuato del *bid-ask spread* al limite massimo consentito dalla società di gestione del mercato, ove non giustificato dalle condizioni di liquidità del mercato.

- vietare accordi di qualsiasi tipo con altri specialisti o market maker al fine di mantenere il *bid-ask spread* su livelli artificiali e/o lontani dal *fair value*.

Ordini di compravendita impartiti od operazioni eseguite prima o dopo che siano state diffuse, anche tramite soggetti collegati, informazioni false o fuorvianti ovvero siano state elaborate o diffuse, anche tramite soggetti collegati, ricerche o raccomandazioni di investimento errate o tendenziose o manifestamente influenzate da interessi rilevanti.

La fattispecie si compone di due condotte: (i) invio di ordini o esecuzione di operazioni, (ii) diffusione di informazioni, ricerche, raccomandazioni false, fuorvianti, errate o tendenziose ecc. Tra le due condotte deve sussistere un rapporto di connessione non solo temporale ma funzionale.

Nell'ambito della condotta esaminata rientrano anche i seguenti comportamenti:

- apertura di una posizione lunga su uno strumento finanziario e diffusione di fuorvianti informazioni positive sullo strumento con la consapevolezza che aumenterà il prezzo. Successiva conclusione di operazioni di vendita degli strumenti finanziari a prezzi più elevati.

- apertura di una posizione corta su un determinato strumento finanziario e diffusione di fuorvianti informazioni negative sullo strumento finanziario con la consapevolezza che in tal modo si ridurrà il prezzo. Successiva conclusione di operazioni di acquisto dopo la caduta del prezzo.

- apertura di una posizione su un determinato strumento finanziario e chiusura della stessa immediatamente dopo aver comunicato al pubblico di averla aperta, enfatizzando l'obiettivo di lungo periodo dell'investimento.

Prevedere che è vietato diffondere commenti o valutazioni a nome della banca.

Operazione o serie di operazioni eseguite con la consapevolezza di nascondere, attraverso tali operazioni, quale sia la vera proprietà dello 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.

- chiarire che la comunicazione al pubblico non deve essere fuorviante rispetto alla vera proprietà degli strumenti finanziari.



- chiarire che questo comportamento non riguarda i casi in cui esistono motivi legittimi che consentono l'intestazione di strumenti finanziari ad altri soggetti diversi dal proprietario.