

MERCATO FINANZIARIO E TUTELA PENALE*

di Francesco Mucciarelli

(*Senior Professor di diritto penale dell'economia,
Università Commerciale "Luigi Bocconi" Milano*)

Sommario: 1. La formula: generalità e genericità. – 2. La formula e i dati normativi. – 3. Informazione, comunicazione e trasparenza. – 4. I destinatari e la comunicazione dell'informazione.

1. La *tutela* (penale) del *mercato* è nozione che, oltre il breviloquio nel quale consiste, rimanda a una molteplicità di contenuti, meritevoli d'essere, prima ancora che analizzati, partitamente individuati.

Il riferimento al *mercato*, che svolge una funzione connotativa essenziale, non sembra tuttavia di per sé bastevole a definire il bene giuridico penalmente presidiato: inteso come tale, la sua genericità e la sua astrattezza lo rendono irriducibile a quella nozione che, dovendo comunque esprimere un'entità modificabile e quindi aggredibile da una condotta, sola può costituire oggetto di tutela (penale).

Si tratta quindi di cercare dapprima di dar conto di quanto, sotteso alla ricordata nozione, rappresenta l'effettivo *oggetto* meritevole di protezione (l'interesse o gli interessi che accedono al mercato), occorrendo necessariamente considerare le opzioni normative che il legislatore nazionale (su impulso di quello eurounitario) ha assunto, predisponendo una serie di fattispecie d'illecito (non soltanto penale).

Sta in principio il rilievo che il termine *mercato* (e la sua inserzione nel sintagma *tutela del mercato*) si presta a fornire un'immediata (e semplice) individuazione di ciò che può in qualche misura esserne colto come oggetto di protezione¹. Immediatezza e

(*) Il presente lavoro è destinato al volume *I reati in materia bancaria e finanziaria a cura di Federico Consulich nel Trattato teorico pratico di diritto penale*, ed. Giappichelli. Si ringraziano il Curatore e l'Editore per l'autorizzazione alla pubblicazione.

¹ Sul punto la dottrina è sostanzialmente unanime, pur con variegata sfumate e caratterizzazioni, a partire dal fondamentale scritto di C. Pedrazzi, *Problemi del delitto di aggio*, Milano 1958, 29, ora in C. Pedrazzi, *Diritto penale*, vol. IV, Milano 2003, 3; Id., *Interessi economici e tutela penale*, in AA.VV., *Bene giuridico e riforma della parte speciale*, a cura di A.M. Stile, Napoli 1985, 303, ora in C. Pedrazzi, *Diritto penale, Scritti di diritto penale dell'economia*, vol. III, Milano 2003, 187; S. Seminara, *Insider trading e diritto penale*, Milano 1989, 22; F. Bricola, *Profili penali della disciplina del mercato finanziario*, in *BBTC* 1990, I, 16, ora in F. Bricola, *Scritti di diritto penale*,

semplicità destinate nondimeno a scolorire allorché si debba del termine precisare il contenuto, soprattutto al cospetto delle esigenze proprie del diritto penale (e, più in generale, di un diritto sanzionatorio: in genere discutibilmente coordinato, è non infrequente il ricorso del legislatore a un doppio binario punitivo penale e amministrativo) soprattutto nel settore economico o d'impresa, sicché sul piano legislativo si assiste ad una attenuazione della netta distinzione tra i due ambiti².

Nessun dubbio che la nozione di *mercato* possa essere ricondotta «a una situazione di fatto o giuridica, carica di valore, modificabile e quindi offendibile per effetto di un comportamento dell'uomo»³, essendo però necessario specificare quali 'valori' sottenda siffatto riferimento: per sé considerato, il *nomen mercato* si presenta come concetto dal significato generico (*id est*: poco afferrabile) e forse irriducibile ad una valenza unitaria, soprattutto quando se ne debbano valutare i profili e gli aspetti suscettibili di offesa (intendendosi ovviamente quest'ultimo termine comprensivo

vol. II, t. II, Milano 1997, 3425; L. Foffani, *La nuova disciplina penale dell'insider trading e delle frodi nel mercato mobiliare*, in *RTtrimDPenEc* 1991, 911; F. Bricola, *Il diritto penale del mercato finanziario*, in *ContrImpr* 1992, 682, ora in F. Bricola, *Scritti di diritto penale*, vol. II, t. II, Milano 1997, 3591; A. Crespi, *Insider trading e frode sul mercato di valori mobiliari*, in AA.VV., *Mercato finanziario e disciplina penale*, Centro Nazionale di Prevenzione e Difesa Sociale, Milano 1993, 123; C. Pedrazzi, (voce) *Turbativa dei mercati*, in *DigDPen*, XIV, Torino 1999, 421, ora in C. Pedrazzi, *Diritto penale*, vol. IV, Milano 2003, 111; Id., (voce) *Mercati finanziari (nuova disciplina penale)*, in *DigDPen*⁴, Agg., Torino 2000, 453, ora in C. Pedrazzi, *Diritto penale*, vol. IV, Milano 2003, 183; S. Seminara, *La tutela penale del mercato finanziario*, in *Manuale di diritto penale dell'impresa*², a cura di C. Pedrazzi, A. Alessandri, L. Foffani, S. Seminara, G. Spagnolo, Bologna 2000, 620; Id., *Le responsabilità penali connesse alla intermediazione finanziaria on line*, in *BBTC* 2000, I, 449; V. Napoleoni, *Insider trading: i pallori del sistema repressivo. Una ipotesi di lavoro*, in *CP* 2001, 2228; A. Alessandri, *Attività d'impresa e responsabilità penali*, in *RIDPP* 2005, 534; Id., *Diritto penale e attività economiche*, Bologna 2010, 131; A. Nisco, *Controlli sul mercato finanziario e responsabilità penale. Posizioni di garanzia e tutela del risparmio*, Bologna 2009; C.E. Paliero, *Nuove prospettive degli abusi di mercato?*, in AA.VV., *La crisi finanziaria: banche, regolatori, sanzioni*, Milano 2010, 58; F. Consulich, *La giustizia e il mercato. Miti e realtà di una tutela penale dell'investimento mobiliare*, Milano 2010, 8; A.F. Tripodi, *Informazioni privilegiate e statuto penale del mercato finanziario*, Padova 2012, 45; F. D'Alessandro, *Regolatori del mercato, enforcement e sistema penale*, Torino 2014, 28; G. Strampelli, *L'informazione societaria a quindici anni dal T.U.F.: profili evolutivi e problemi*, in *RS* 2014, 1039; F. Consulich, F. Mucciarelli, *Informazione e tutela penale dei mercati finanziari nello specchio della normativa eurounitaria sugli abusi di mercato*, in *SOC.* 2016, 179; G. Martiello, *Diritto penale dell'intermediazione finanziaria*, Pisa 2017, 37; M. Onado, *Economia e regolamentazione del sistema finanziario*, Bologna 2021, *passim*; F. Annunziata, *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino 2021, 25; E. Musco, M.N. Masullo, *I reati societari*⁴, Milano 2022, 48; S. Seminara, *Il diritto penale del mercato mobiliare*², Torino 2022, 8, 63, nonché, volendo, e scusandomi per l'ineleganza dell'autocitazione, F. Mucciarelli, *Speculazione mobiliare e diritto penale*, Milano 1995, 19; F. Mucciarelli, *Gli illeciti di abuso di mercato, la responsabilità dell'ente e l'informazione*, in *RTtrimDPenEc* 2008, 823; F. Mucciarelli, sub art. 184, in *Il testo unico della finanza*, a cura di M. Fratini, G. Gasparri, vol. III, Milano 2012, 2335; F. Mucciarelli, sub art. 185, in *Il testo unico della finanza*, a cura di M. Fratini, G. Gasparri, vol. III, Milano 2012, 2392. A conclusione identica si giunge – e il riferimento è quasi testuale – esaminando la Direttiva 2003/6/CE (MAD I) e, in particolare, i considerando della stessa di cui si dirà in seguito.

² Si veda per tutti A. Alessandri, *Attività d'impresa*, cit., 534; Id., *Diritto penale*, cit., 131.

³ Così G. Marinucci, E. Dolcini, G.L. Gatta, *Manuale di Diritto Penale, Parte Generale*¹, Milano 2022, 10.

anche delle situazioni di esposizione a pericolo): vale in proposito il richiamo alle fondamentali osservazioni in tema di tecnica legislativa in materia di disciplina dei comportamenti devianti nei settori economici⁴.

Impossibile essendo qui una disamina analitica, sarà bastevole tuttavia notare che la portata connotativa del termine ha permesso di ricondurre sotto di esso una variegata molteplicità di contenuti, ciascuno d'essi espressivo non necessariamente del medesimo valore. A ciò s'aggiunga che pare arduo attribuire alla nozione in discorso una portata linguisticamente denotativa, posto che le variabili derivanti dal punto di vista dal quale il concetto è osservato, ne implicano altrettanto significative mutazioni sul versante del valore semantico. Se non polisenso, per certo polisemico, il termine *mercato* (e la conseguente formula *tutela del mercato*) chiede allora d'essere interpretato in modo specialmente attento al contesto nel quale si colloca e alla funzione che in quel contesto esso è chiamato a svolgere, tanto che si è lucidamente parlato di *offesa funzionale*⁵.

In prima approssimazione si può dire che il termine *mercato* (e la sua *tutela*) è una locuzione che raccoglie, in modo quasi simbolico, una quantità di interessi strumentali alla funzione essenziale svolta dal mercato stesso nell'economia capitalista. L'analisi di tali interessi potrà suggerire indicazioni più precise, anticipandosi sin d'ora che vi è forse un nucleo concettuale unitario, costitutivo dell'oggetto di tutela, intorno al quale si collocano elementi ulteriori, che ne costituiscono specificazioni, connesse talvolta soltanto alla considerazione delle modalità di aggressione.

L'evoluzione del capitalismo o, più esattamente, dell'economia delle società a matrice capitalista (che rappresenta ormai il modello largamente preponderante sul piano globale) registra da oltre tre decenni a questa parte una poderosa tendenza alla finanziarizzazione⁶. Indipendentemente qui da ogni valutazione non soltanto di carattere assiologico, ma anche più strettamente tecnico, sulla efficienza (almeno in una prospettiva di lunga durata) di una simile deriva, quella cennata è una constatazione fattuale dalla quale non è possibile prescindere dovendo ragionare di disciplina del mercato.

⁴ V.C. Pedrazzi, *Problemi di tecnica legislativa*, in AA.VV., *Comportamenti economici e legislazione penale*, Milano 1979, 17 ss., ora in C. Pedrazzi, *Diritto penale*, vol. III, Milano 2003, 129.

⁵ In questo senso, v. T. Padovani, *Diritto della prevenzione e mercato finanziario*, in *RIDPP* 1995, 639.

⁶ In proposito, v. E.F. Fama, *Efficient Capital Markets: A Review of the Theory and Empirical Work*, in *Journal Finance* 1970, v. 25, 383; E.F. Fama, *Market Efficiency, Long-Term Returns and Behavioral Finance*, in *Journal FinEcon* 1998, v. 49, 283; M. Onado, *op. cit.*, *passim*; in una prospettiva penalistica, v. F. D'Alessandro, *Regolatori del mercato*, cit., 5.

Se è indubitabile che il contributo essenziale e non sostituibile della componente 'finanziaria' (inteso il termine in senso lato) al modo di produzione capitalista e se, più esattamente, il finanziamento alle imprese (che producono beni e servizi: ricchezza effettiva) si articola (semplificando) secondo due ambiti (quello del credito bancario e quello finanziario in senso stretto), il mercato degli strumenti finanziari presenta uno sviluppo in crescita costante a partire all'incirca dagli inizi del '900⁷.

In disparte la questione relativa alla accumulazione primaria⁸, l'apporto di finanziamenti 'esterni' all'impresa (con una rozza semplificazione: quelli derivanti da provenienze diverse dalla concessione/messa a disposizione di credito in forme svariate in genere da parte delle banche) diviene tratto distintivo della fase moderna dell'evoluzione capitalista.

Di tale evoluzione, passaggio cruciale è rappresentato dall'ingresso nella dinamica dell'approvvigionamento di mezzi economici di quelli provenienti da fonti differenti da quelle del circuito 'bancario', impiegando quest'ultimo termine per indicare la forma classica della concessione di credito: mutuo, anticipazione su pagamenti da clienti, ecc., fino ad arrivare a una tipologia (la partecipazione della banca al capitale dell'impresa costituita in forma societaria) che prelude a quello che diverrà l'articolato e complesso sistema degli strumenti finanziari⁹.

In questa schematica semplificazione, è lo sviluppo dell'ultima modalità indicata (partecipazione al capitale di rischio dell'impresa) che introduce nella dinamica in discorso l'innovativo passaggio cruciale, al quale si è fatto poc'anzi riferimento.

L'aprirsi delle imprese, costituite in forma di società di capitali, alla raccolta di forme di finanziamento per il tramite dapprima della partecipazione al capitale sociale e successivamente a quelle ulteriori genericamente riconducibili agli strumenti finanziari alternativi al capitale, allarga le possibilità di approvvigionamento di mezzi economici necessari per sostenere l'attività (e dunque il rischio) delle imprese stesse.

Rammentato che a Keynes si deve la più alta e profonda teorizzazione di tale prospettiva¹⁰, il fenomeno acquisterà già a partire dai decenni successivi alla riflessione keynesiana aspetti molteplici e caratteri assai distanti da quelli prefigurabili a partire

⁷ V. in proposito ancora M. Onado, *op. cit.*, *passim*.

⁸ V. per tutti, G. Lunghini, *La cosiddetta accumulazione originaria*, in *RStoriaEc* 2009, 389; J. Robinson, *The Accumulation of Capital*, London 1956, *passim*.

⁹ In questo senso, M. Dobb, *Problemi di storia del capitalismo*, Roma 1980, *passim*.

¹⁰ In particolare, J.M. Keynes, *Teoria generale dell'occupazione, dell'interesse e della moneta*, Torino 1971, *passim*; in senso analogo, L. Loss, *The Fiduciary Concept as Applied to Trading by Corporate «Insider» in the United States*, in *ModLawRev* 1970, 34.

dall'idea del grande economista inglese, con effetti gravemente discutibili¹¹.

E tuttavia è fuor di dubbio che, almeno sul piano teorico, per tal modo le imprese possono contare su un canale di finanziamento alternativo rispetto a quello bancario (nel senso tradizionale del termine)¹². Notato ancora che il ruolo del sistema bancario rimane comunque centrale anche nello scenario 'alternativo' (basti pensare alla insostituibile presenza degli intermediari finanziari – per lo più banche – nelle fasi di quotazione, collocamento e negoziazione dei titoli azionari, ovvero alla 'creazione' e al piazzamento di strumenti finanziari dalle tipologie più diverse, da quelli di copertura e/o assicurativi a quelli puramente speculativi), è dato storicamente assodato che l'impresa contemporanea (soprattutto, ma non soltanto, quella di grandi dimensioni)¹³ finisce con l'aver un rapporto di forte interdipendenza con un ampio *mercato*, nel quale può approvvigionarsi di mezzi economici funzionali alla sua attività e al suo sviluppo.

La tutela di questo *mercato*, più esattamente, dei *mercati* (molteplici essendo non soltanto le piattaforme, ma i luoghi, ormai non più necessariamente fisici, dove gli strumenti finanziari vengono immessi e negoziati) è esigenza fondamentale e non rinunciabile per l'esistenza stessa del sistema capitalistico.

Discorrere di tutela del mercato sconta il presupposto logico che il funzionamento (inteso il termine in senso lato) del mercato stesso¹⁴ sia comunque sottoposto a regole

¹¹ Si vedano in proposito, G.A. Akerlof, R.J. Shiller, *Animal Spirits: How Human Psychology Drives the Economy, and Why It Matters for Global Capitalism*, Princeton 2009, trad. it., *Spiriti animali. Come la natura umana può salvare l'economia*, Milano 2009, 77; G.A. Akerlof, R.E. Kranton, *Economia dell'identità. Come le nostre identità determinano lavoro, salari e benessere*, Bari 2012, *passim*; B.E. Harcourt, *L'illusione del libero mercato. Il sistema penale e il mito dell'ordine naturale*, Vicenza 2021, 82 e *passim*; P. Krugman, *Un paese non è un'azienda*, Milano 2020, *passim*; R.J. Shiller, *Finanza e società giusta*, Bologna 2012, 35 e *passim*; J.E. Stiglitz, *Il ruolo economico dello Stato*, Bologna 1997, *passim*; Id., *Popolo, potere e profitti. Il capitalismo progressista in un'epoca di malcontento*, Torino 2020, 67 e *passim*.

¹² V.L. Loss, *Fundamentals of Securities Regulation*, Boston 1983, *passim*; L. Loss, J. Seligman, *Fundamentals of Securities Regulation*, Boston 1995, *passim*.

¹³ V. in proposito V. Tedde, *Il nuovo mercato finanziario per le piccole e medie imprese: la figura del market maker, le opportunità per società, intermediari e investitori*, Milano 1998, 32.

¹⁴ Si vedano sul punto G.A. Akerlof, R.J. Shiller, *Animal Spirits*, cit., *passim*; S.J. Grossmann, J.E. Stiglitz, *On the Impossibility of Informationally Efficient Markets*, in *The American Economic Review* 1980, v. 70, 393; R.J. Gilson, R.H. Kraakman, *The Mechanisms of Market Efficiency*, in *Virginia Law Review* 1984, v. 70, 629; P. Krugman, *Discutere con gli zombi. Le idee economiche mai morte che uccidono la buona politica*, Milano 2020, *passim*; E. Soltes, *Why They Do It. Inside the Mind of the White-Collar Criminal*, New York 2016, 39; J.E. Stiglitz, *Il prezzo della disuguaglianza*, Torino 2017, 25 e *passim*; Id., *La globalizzazione e i suoi oppositori*, Torino 2018, *passim*; C. Sunstein, A. Vermeule, *Law & Leviathan. Redeeming the Administrative State*, Harvard University Press 2020, *passim*; J.A. Tatom, *Financial Legislation: The Promise and Record of the Financial Modernization Act of 1999*, in *Financial Market Regulation. Legislation and Implications*, a cura di J.A. Tatom, New York 2011, 3.

eteronome.

In disparte ogni considerazione (anche assiologica) sulla efficienza di un mercato che si ‘autoregola’, guidato dalla sua stessa *mano invisibile*, secondo la variamente interpretata immagine di Adam Smith (tratta con ogni probabilità dall’invocazione di Macbeth /Atto III, scena II), alla base – neanche tanto recondita – della spinta verso la *deregulation* sta, semplificando, il teorema per il quale qualsiasi sistema economico perfettamente concorrenziale raggiunge un equilibrio Pareto-ottimale, teorema che sostituisce le leggi del mercato alle ‘inclinazioni naturali’ di Smith (una sorta di formulazione analitica della metafora della mano invisibile).

Ma l’assunto della concorrenza perfetta non trova rispondenza nei mercati reali¹⁵, mentre a rendere la mano invisibile un’illusione perniciosa è stata l’individuazione delle esternalità negative: il perseguimento dei fini individuali causa infatti costi nascosti che vengono scaricati sulla società, generando inefficienze che possono essere corrette soltanto attraverso l’intervento pubblico¹⁶. La complessità e le dimensioni assunte dal mercato degli strumenti finanziari escludono in radice la congetturabilità stessa di una anomia. Che regole debbano disciplinare il mercato e che tali regole debbano avere valenza *giuridica* (essere vincolanti per coloro operano nel mercato/nei mercati, sicché alla loro violazione conseguano sanzioni – penali, amministrative, civili, è qui ora irrilevante) paiono, per vero, constatazioni conseguenti in modo diretto dalla considerazione dello stato delle cose.

Se anche di poco si procede oltre tale constatazione si scorge il nucleo del problema: il contenuto delle regole, poiché in ciò si realizza (si dovrebbe realizzare), nella sostanza, l’esigenza essenziale di rendere il mercato degli strumenti finanziari efficiente e insieme coerente alla sua funzione servente dell’economia di una società capitalistica di mercato.

Specialmente suggestivi nel senso appena sopra cennato alcuni *Considerando* della direttiva 2003/6/CE (MAD I): «1) un autentico mercato unico dei servizi finanziari è

¹⁵ Fra i molti, v. R.M. Anderson, H. Sonnenschein, *On the Existence of Rational Expectations Equilibrium*, in *JournalEcTheory* 1982, 261; S. Barbera, H. Sonnenschein, *Mixture Social Welfare Functions*. *Econometric Research Program Research Memorandum No. 215*, in *Econometric Research Program Princeton University* 1977, *passim*; G. Debreu, *Theory of Value: An Axiomatic Analysis of Economic Equilibrium*, Yale 1977, 21 e *passim*; W. Shafer, H. Sonnenschein, *Equilibrium with Externalities*, *Northwestern University, Center for Mathematical Studies in Economics and Management Science* 1976, 2; J.E. Stiglitz, *I ruggenti anni Novanta. Lo scandalo della finanza e il futuro dell’economia*, Torino 2004, *passim*.

¹⁶ In proposito, v. G.A. Akerlof, R.J. Shiller, *Animal Spirits*, cit., *passim*; R.J. Gilson, R.H. Kraakman, *op. cit.*, 629; T. Piketty, *Il capitale nel XXI secolo*, Milano 2014, *passim*; A. Sen, *Risorse, valori e sviluppo*, Torino 1992, 85; C. Sunstein, A. Vermeule, *Law & Leviathan*, cit., *passim*.

cruciale per la crescita economica e la creazione di posti di lavoro nella Comunità. (2) 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. Gli abusi di mercato ledono l'integrità dei mercati finanziari e compromettono la fiducia del pubblico nei valori mobiliari e negli strumenti derivati», ripresi – quasi a presupposto – dalla direttiva 2014/57/UE (MAD II) nonché al primo e secondo considerando del reg. 596/2014/UE: «(1) Un autentico mercato interno dei servizi finanziari è di importanza fondamentale per la crescita economica e la creazione di posti di lavoro nell'Unione. (2) Un mercato finanziario integrato, efficiente e trasparente 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. Gli abusi di mercato ledono l'integrità dei mercati finanziari e compromettono la fiducia del pubblico nei valori mobiliari e negli strumenti derivati»: chiamato ad aggiornare la disciplina della materia, il legislatore eurounitario avverte la necessità di dotarla in via obbligatoria del massimo strumento sanzionatorio.

Una materia che, per la dimensione e la interconnessione con l'intero sistema economico, è in grado di scuoterlo con le sue crisi: esemplari, per ampiezza, profondità e persistenza degli effetti, quelle del 1929 e 2008, originate entrambe da crisi del mercato finanziario, alla radice delle quali erano discipline inadeguate e deficitarie. Già Keynes¹⁷ aveva individuato nel deficiente sistema di regole uno dei fattori essenziali della crisi del '29, ma esempio immediato ed evidente è fornito da quella iniziata nel 2008 con la crisi finanziaria legata al mercato dei *sub-prime* negli Stati Uniti e propagatasi a livello mondiale, in massima parte prodotta dagli effetti disastrosi della de-regolamentazione conseguente al *Financial Services Modernization Act* e al *Commodity Futures Modernization Act* nonché alla di poco precedente abrogazione del *Glass-Steagall Act* da parte del *Gramm-Leach-Bliley Act*¹⁸.

¹⁷ V. J.M. Keynes, *La fine del laissez-faire e altri scritti*, Torino 1991, *passim*.

¹⁸ Sulla *deregulation* in materia di mercati finanziari attuata negli USA alla fine del secolo scorso e per un'analisi delle ricadute di tale opzione di *policy* rispetto alla crisi globale del 2008, v. A.D. Halm-Addo, *The 2008 Financial Crisis: The Death of an Ideology*, Dorrance 2010, 2; J.A. Tatom, *op. cit.*, 3; P.J. Wallison, *Did the "Repeal" of Glass-Steagall Have Any Role in the Financial Crisis? Not Guilty. Not Even Close*, in *Financial Market Regulation. Legislation and Implications*, a cura di J.A. Tatom, New York 2011. Ciò che, da altro punto di vista, rimanda al tema dell'autoregolamentazione e alle sue criticità: in proposito, oltre ai già citati lavori di Akerlof e Shiller, ai quali *adde* R.J. Shiller, *Narrative Economics: How Stories Go Viral and Drive Major Economic Events*, Princeton

2. Il contesto di riferimento, in un universo necessariamente convenzionale come quello del diritto positivo, è dettato dagli essenziali dati normativi che ne delimitano contenutisticamente l'ambito, fermo restando che, ovviamente, il contenuto assiologico deriva necessariamente da opzioni collocate in un momento precedente quello della loro traduzione in singole disposizioni di legge. Ma ai dati normativi l'interprete non può che essere fortemente vincolato. Sicché appare vano – e fors'anche privo di costrutto – procedere a ipostatizzazioni della nozione di mercato come oggetto di tutela (penale) al di fuori del perimetro segnato dagli asserti normativi.

Posto infatti che ragionare della tutela del mercato e della individuazione della ragione o delle ragioni d'essa implica la considerazione delle opzioni del legislatore, non si può che principiare dalla loro sintetica ricognizione, muovendo dagli scenari configurati dal legislatore prima comunitario (MAD I) e poi eurounitario (MAR e MAD II).

Secondo MAD I, all'esigenza di tutelare il corretto funzionamento del mercato, preservandone integrità e trasparenza¹⁹, viene sistematicamente ed esplicitamente assegnata la funzione di «assicurare/garantire»²⁰ ovvero «accrescere»²¹ «la fiducia degli investitori nei mercati finanziari»²², còlta, quest'ultima, come co-fattore (unitamente al corretto funzionamento del mercato) essenziale «di crescita e di benessere economico»²³.

Né deve sfuggire che altro *considerando* espressamente attribuisce alla «trasparenza del mercato» il carattere di «requisito fondamentale perché tutti gli operatori economici siano in grado di operare su mercati finanziari integrati»²⁴, operatività che richiede «condizioni di parità per tutti i partecipanti al mercato»²⁵, mentre un chiaro cenno alla necessità che l'interpretazione e l'applicazione della direttiva avvenga in modo «coerente con i requisiti per un'efficace regolamentazione al fine di proteggere

2019, trad. it. *Economia e narrazioni. Come le storie diventano virali e guidano i grandi eventi economici*, Milano 2020, *passim*; con riguardo ai riflessi penalistici, si vedano G. Rossi, *L'informazione societaria al bivio*, in *RS* 1986, 1083; Id., *La scalata del mercato. La borsa e i valori mobiliari*, Bologna 1986, *passim*; S. Seminara, *Crisi finanziaria e disorientamenti etici e giuridici*, in *DPP* 2009, 3, 269 e il già richiamato B.E. Harcourt, *op. cit.*, *passim*.

¹⁹ V. *considerando* 2, 13, 15 e 43, primo alinea, MAD I.

²⁰ V. *considerando* 43, primo alinea, MAD I.

²¹ V. *considerando* 12 MAD I.

²² V. *considerando* 12 e 43, primo alinea, MAD I.

²³ V. *considerando* 2 MAD I.

²⁴ V. *considerando* 15 MAD I.

²⁵ V. *considerando* 43, decimo alinea: il riferimento alle condizioni di parità (seppur da differente punto di vista) è presente anche nel *considerando* 35 MAD I.

gli interessi dei detentori di valori mobiliari» è contenuto nel *considerando* 28, pur con la limitazione che «la società sia fatta oggetto di offerta pubblica di acquisto o di altri proposti cambiamenti di controllo».

Con MAD II e con il reg. 596/2014/UE, che muovono dal contesto appena sopra riassunto, si assiste a una opzione netta a favore della sanzione criminale, reputata indispensabile a fronte della dimostrata inadeguatezza delle sanzioni amministrative, tanto sul versante preventivo quanto su quello repressivo²⁶, rispetto all'esigenza di presidiare l'integrità del mercato, la sua efficienza e il suo carattere integrato, nella prospettiva di rafforzare la fiducia degli investitori, elementi, questi ultimi, colti come fattori essenziali di crescita e di benessere economico²⁷. Al cospetto di gravi e diffusi comportamenti riconducibili alla generale categoria degli abusi di mercato e dei danni che ne possono derivare²⁸, «la irrogazione di sanzioni penali» viene individuata come strumento necessitato in quanto «avrà un effetto dissuasivo maggiore»: ma anche sulla portata stigmatizzante e simbolica della comminatoria penale fa affidamento il legislatore eurounitario, affermando esplicitamente che la sanzione criminale trasmette al pubblico e ai potenziali trasgressori il messaggio che i comportamenti per tal modo sanzionati sono considerati particolarmente gravi dalle autorità competenti²⁹, posto che tal genere di sanzione dimostra «una forma più forte di disapprovazione sociale rispetto alle sanzioni amministrative»³⁰.

Ribadita l'essenzialità del ricorso alla pena criminale per il perseguimento della politica dell'Unione in materia di tutela del mercato³¹, un altro profilo merita d'essere posto in risalto: la reiteratamente segnalata esigenza di dare uniformità all'ammagliatura del sistema, tanto nelle fasi della identificazione e della tipizzazione delle condotte illecite, quanto nel momento della reazione punitiva.

Esigenza che impone di «stabilire un quadro più uniforme e più rigoroso per tutelare

²⁶ V. *considerando* 5 MAD II, per il quale: «l'adozione di sanzioni amministrative da parte degli Stati membri si è finora rivelata insufficiente a garantire il rispetto delle norme intese a prevenire gli abusi di mercato».

²⁷ V. *considerando* 1 MAD II.

²⁸ V. *considerando* 7 MAD II, per il quale: «alla luce della crisi finanziaria (...) la manipolazione del mercato può comportare danni significativi per la vita di milioni di persone (...). Lo scandalo del Libor, relativo a un grave caso di manipolazione di un indice di riferimento (benchmark), ha dimostrato che problemi e carenze importanti si ripercuotono seriamente sulla fiducia nei mercati e possono determinare perdite consistenti per gli investitori, nonché distorsioni sull'economia reale».

²⁹ V. *considerando* 6 MAD II.

³⁰ Così ancora *considerando* 6 MAD II.

³¹ V. *considerando* 8 MAD II. In senso analogo – e con riferimento anche alle sanzioni amministrative – si vedano anche il *considerando* 72 e l'art. 30 § 2 lett. c MAR.

l'integrità del mercato ed evitare il rischio di potenziale arbitraggio normativo, garantire l'assunzione di responsabilità in caso di tentata manipolazione e offrire maggiore certezza del diritto e ridurre la complessità normativa per i partecipanti al mercato»³², eliminando «le notevoli distorsioni della concorrenza derivanti dalle divergenze tra le normative nazionali»³³.

Detto in parole semplici: al cospetto di un'operatività che fisiologicamente travalica i confini nazionali, la necessità di una normativa uniforme diviene requisito imprescindibile per evitare che operatori spregiudicati si avvalgano opportunisticamente delle differenze di disciplina, approfittando di quelle meno severe e comunque facendo leva sulle incertezze applicative e sulle lacune legislative, destinate, le une non meno delle altre, a creare i presupposti per perniciose quanto «*notevoli distorsioni della concorrenza*»³⁴, riprendendo così, a distanza di quasi quarant'anni e in forma pressoché testuale, l'insegnamento antiveggente e il monito della più autorevole delle dottrine, secondo cui l'«*imposition de limites pénalement sanctionnées est compatible avec la liberté d'initiative, à la condition qu'elle soient clairement et précisément établies. L'incertitude sur la vigueur d'une loi pénale en raison d'un possible conflit avec le droit communautaire ne fait que favoriser les entrepreneurs les moins scrupuleux, prêts à prendre le risque d'une condamnation. La concurrence en est évidemment faussée*»³⁵.

Se la prevalenza del *penale* non appare dubitabile, rimane tuttavia aperto il problema dell'eventuale spazio da assegnare alla sanzione amministrativa, esplicitamente raccomandata, ma non imposta, dal combinato disposto dei *considerando* 71 e 72 reg. 596/2014/UE. La questione consiste all'evidenza nel regolare i rapporti fra i due sistemi sanzionatori, sebbene la lettura complessiva del Regolamento e della Direttiva sembri suggerire una prospettiva diversa: più che due universi punitivi in qualche misura paralleli e necessariamente separati, potenzialmente concorrenti sullo stesso fatto (e persino sulla stessa fattispecie astratta), il legislatore eurounitario pare aver riguardo a un modello omnicomprensivo chiamato a disciplinare il settore dell'abuso di mercato, univocamente definito dal

³² V. *considerando* 4 MAR.

³³ V. *considerando* 5 MAR

³⁴ V. *considerando* 5 MAR: nel medesimo senso il *considerando* 4 MAR.

³⁵ Così C. Pedrazzi, *Droit Communautaire et droit pénal des Etats Membres*, in AA.VV., *Droit Communautaire et droit pénal. Colloque du 25 octobre 1979*, Milano 1981, 49 ss., ora in C. Pedrazzi, *Diritto penale*, vol. I, Milano 2003, 441.

considerando 7 reg. 596/2014/UE («Abuso di mercato è il concetto che comprende le condotte illecite nei mercati finanziari e ai fini del presente regolamento dovrebbe essere inteso come abuso di informazioni privilegiate, comunicazione illecita di informazioni privilegiate e manipolazione del mercato. Tali condotte impediscono una piena ed effettiva trasparenza del mercato, che è un requisito fondamentale affinché tutti gli attori economici siano in grado di operare su mercati finanziari integrati»).

Appena il caso di notare come il riferimento alle «condotte illecite» non sia qualificato in modo ulteriore, sì da non potersene inferire la caratterizzazione nel senso dell'illecito penale ovvero di quello amministrativo.

Lo scenario di fondo sembrerebbe dunque prefigurare un paradigma sanzionatorio sostanzialmente unificato, che rimanda alla risalente e tuttavia ancor oggi valida e insuperata lettura³⁶ che vide – quasi quaranta anni fa – nel finalismo della sanzione irrogata il nucleo essenziale nel quale consiste la *materia penale* oltre ogni formalistica caratterizzazione.

Sicché, come è stato correttamente notato, nel novero delle sanzioni punitive (appartenenti dunque alla “*materia penale*”) vanno ascritte «tutte le sanzioni che manifestano ed esprimono una finalità intimidativa, deterrente, con funzioni di prevenzione generale o speciale. Restano di conseguenza escluse le sanzioni che hanno efficacia meramente riparatoria o ripristinatoria, che contengono, cioè, un obbligo di contenuto inverso a quello violato e a quello omogeneo: mentre nessuna corrispondenza vi è tra il contenuto della sanzione e la natura dell'obbligo violato nel caso di sanzioni punitive»³⁷. In questo senso l'orientamento le Corti europee, per le quali – risalentemente – per *matière pénale* si intende una comminatoria di portata afflittivo/intimidativa, con funzione di prevenzione generale o speciale, indipendentemente dalle variabili nominalistiche impresse da ciascun ordinamento: perciò fattispecie descrittive di figure d'illecito, alle quali acceda una pena intrinsecamente caratterizzata in tal modo, dovranno essere riguardate come illeciti penali³⁸.

Senza scadere in un nominalismo dal diverso oggetto, è ben chiaro che il dualismo è destinato a riemergere di fronte all'alternativa sanzione penale/sanzione

³⁶ Il riferimento è a C.E. Paliero, “*Materia penale*” e illecito amministrativo secondo la Corte Europea dei Diritti dell'Uomo: una questione classica e una svolta radicale, in RIDPP 1985, 894.

³⁷ Così A. Alessandri, *Prime riflessioni sulla decisione della Corte Europea dei Diritti dell'Uomo riguardo alla disciplina italiana degli abusi di mercato*, in GC 2014, 855, in particolare 869.

³⁸ V. C.eur., GC, 8.6.1976, Engel c. Paesi Bassi; C.eur., GC, 21.2.1984, Öztürk c. Germania.

amministrativa, coppia foriera di molteplici dubbi e incertezze³⁹ e che proprio una visione unitaria dell'apparato sanzionatorio (almeno nel settore dell'abuso di mercato) potrebbe permettere di sciogliere definitivamente, ammettendo – pianamente e semplicemente – che al cospetto di sanzioni di portata afflittiva e intimidativa si è sempre in presenza (quanto alle dovute garanzie) di “materia penale”.

A un decennio dalle indicazioni del legislatore eurounitario non si può tuttavia non constatare che il formante giurisprudenziale (anche quello delle Corti europee) si è saldamente attestato nel pieno riconoscimento della legittimità del cd. doppio binario sanzionatorio, fermo restando che le tensioni interpretative derivanti dal sovrapporsi di fattispecie astratte d'illecito penale e d'illecito amministrativo applicabili al medesimo fatto storico non hanno trovato soluzioni ermeneutiche soddisfacenti⁴⁰.

3. I brevi richiami all'ammagliatura normativa tessuta dal legislatore eurounitario autorizzano a scorgere nella tutela dell'investitore (inteso sia nella dimensione dinamica di colui che opera sul mercato, sia in quella statica di chi semplicemente detiene valori mobiliari) il momento nel quale le categorie più generali della trasparenza e della parità di condizioni, funzionali entrambe all'efficienza e all'integrità del mercato, trovano la loro specifica concretizzazione⁴¹.

Se questa ipotesi è fondata, il termine *investitore* assume una valenza ampia, capace

³⁹ Si pensi, soltanto per esemplificare, al dibattito conseguito alla decisione della Corte EDU *in re* Grande Stevens, cit.: v., fra i molti, A. Alessandri, *Prime riflessioni*, cit., 855; G. De Amicis, *Ne bis in idem e “doppio binario” sanzionatorio: prime riflessioni sugli effetti della sentenza “Grande Stevens” nell’ordinamento italiano*, in *DPCRTrim* 3-4/2014, 201; G.M. Flick, V. Napoleoni, *Cumulo tra sanzioni penali e amministrative: doppio binario o binario morto? (“Materia penale”, giusto processo e “ne bis in idem” nella sentenza della Corte EDU, 4 marzo 2014, sul “market abuse”)*, in *RS* 2014, 953 ss.; A.F. Tripodi, *Uno più uno (a Strasburgo) fa due. L'Italia condannata per violazione del ne bis in idem in tema di manipolazione del mercato*, in *DPC* 9.3.2014; F. Viganò, *Doppio binario sanzionatorio e ne bis in idem: verso una diretta applicazione dell’art. 50 della Carta?*, in *DPCRTrim* 3-4/2014, 219.

⁴⁰ In proposito, v. R. Bartoli, *Legalità europea versus legalità nazionale? Un tentativo di possibile integrazione*, in *La crisi della legalità. Il “sistema vivente” delle fonti penali*, a cura di C.E. Paliero, S. Moccia, G. De Francesco, G. Insolera, M. Pelissero, R. Rampioni, L. Riscato, Napoli 2016, 269; E. Basile, *Il “doppio binario” sanzionatorio degli abusi di mercato in Italia e la trasfigurazione del ne bis in idem europeo*, in *GC* 2019, 129; M. Scoletta, *Doppio binario sanzionatorio e ne bis in idem nella nuova disciplina eurounitaria degli abusi di mercato*, in *SOC* 2016, 218; M. Scoletta, *Idem crimen. Dal “fatto” al “tipo” nel concorso apparente di norme penali*, Torino 2023, *passim*; S. Seminara, *L’evoluzione europea del diritto penale del mercato finanziario nella prospettiva italiana*, in *Il diritto penale nella prospettiva europea. Quali politiche criminali per quale Europa? (Atti del Convegno organizzato dall’associazione Franco Bricola, Bologna, 28 febbraio - 2 marzo 2002)*, a cura di S. Canestrari, L. Foffani, Milano 2005, 219; F. Viganò, *Il nullum crimen conteso: legalità ‘costituzionale’ vs legalità ‘convenzionale’?*, in *DPC* 5.4.2017; nonché, volendo, F. Mucciarelli, *La nuova disciplina eurounitaria sul market abuse: tra obblighi di criminalizzazione e ne bis in idem*, in *DPCRTrim* 2015, 295.

⁴¹ T. Padovani, *op. cit.*, 640.

di comprenderne non soltanto le dimensioni dinamica e statica, ma anche gli emittenti e i soggetti che operano come intermediari: nel contesto considerato anche gli intermediari (diversi da quello che effettua l'operazione manipolativa o che diffonde la notizia falsa, ovvero che, in ipotesi, dispone e si avvale dell'informazione privilegiata) hanno uno spiccato ed evidente interesse all'efficienza e alla regolarità del mercato (e quindi a disporre di un patrimonio informativo corretto e tendenzialmente completo): a tacer d'altro sono gli intermediari a intervenire direttamente sul mercato delle negoziazioni e attraverso i loro comportamenti orientano anche indirettamente i risparmiatori-investitori⁴².

In siffatta prospettiva, l'interesse dell'investitore stesso potrebbe allora divenire la chiave di lettura delle singole fattispecie d'illecito (penale e amministrativo) che governano la materia. Utilizzando cioè questo concetto indubbiamente espressivo di valore e, al contempo, meno inafferrabile delle categorie più generali, che tuttavia questo stesso interesse al fondo mirano a proteggere, può forse riuscire non vano il tentativo di individuare un tratto comune al quale sono riconducibili – sotto la visuale e per le esigenze dappriocipio indicate – i vari interessi, le differenti prospettive assiologiche, le funzioni stesse che accedono (o che possono essere attribuite) alla formula sintetica *tutela del mercato*.

Né deve sfuggire che, se guardati da un punto di vista oggettivamente 'egoistico', gli interessi 'particolari' delle singole categorie comprese nella nozione ampia di 'investitori' possono presentarsi come contingentemente confliggenti: in proposito è appena il caso di notare come nel 'conflitto di interessi', che può generarsi fra l'emittente (interessato a mantenere ancora nascosta l'informazione) e il pubblico degli investitori (portatore dell'opposto speculare interesse), la regolamentazione stabilita dall'art. 114 d.lgs. 24.2.1998 n. 58 fa prevalere, pur all'esito di una serie di passaggi procedurali, l'interesse di questi ultimi⁴³, sicché soltanto la considerazione

⁴² V. in proposito F. Consulich, *La giustizia e il mercato*, cit., 98; M. Czupryna, *Market makers activity: behavioural and agent based approach*, in *Central European journal of operations research*, 2020, v. 30, 303; G.G. Hamilton, M. Petrovic, B. Senauer, *The Market Makers: How Retailers are Reshaping the Global Economy*, Oxford 2011, *passim*.

⁴³ In proposito, si vedano F. Consulich, *La giustizia e il mercato*, cit., 159; F. Consulich, M. Maugeri, M. Milia; T.N. Poli, G. Trovatore, *AI e abusi di mercato: le leggi della robotica si applicano alle operazioni finanziarie?*, in *Quaderno giuridico n. 29*, Consob, maggio 2023; F. D'Alessandro, *Regolatori del mercato*, cit., 28; F. Denozza, *La nozione di informazione privilegiata tra "Shareholder Value" e "Socially Responsible Investing"*, in *GC* 2005, I, 591; P. Krugman, *Un paese*, cit., *passim*; A. Nisco, *op. cit.*, 43; E. Soltes, *op. cit.*, *passim*; S. Seminara, *Disclose or abstain? La nozione di informazione privilegiata tra obblighi di comunicazione al pubblico e divieti di insider trading: riflessioni sulla determinatezza delle fattispecie sanzionatorie*, in *BBTC* 2008, 3, 331; S. Seminara, *Il diritto*

complessiva e unificante di tali interessi in una più generale visione (quella appunto del legislatore chiamato a mediare tali conflitti) può fungere da criterio-guida per l'interprete nella lettura del bene giuridico protetto.

In modo sintetico (ma tautologico) si potrebbe dunque asserire che l'interesse dell'investitore (inteso nel senso ampio sopra suggerito) consiste nell'integrità e nell'efficienza del mercato, che rendono quindi quest'ultimo 'appetibile' e ne assicurano la corretta funzione allocativa del prezzo degli strumenti finanziari. Per uscire dalla tautologia occorre individuare dove e con quali caratteri effettivi l'*interesse dell'investitore* si concretizza, ricerca che non può non tener in essenziale conto le modalità di aggressione selezionate dal legislatore per descrivere le condotte illecite. Cercando di tener saldo il contatto fra la locuzione (altrimenti anch'essa generica) di interesse dell'investitore da un lato e, dall'altro, le nozioni di integrità e di efficienza del mercato coordinate con le indicazioni deducibili dalla struttura delle fattispecie d'illecito, si può dapprima osservare che una forma di concretizzazione dell'interesse dell'investitore consiste nelle circostanze che: a) il suo patrimonio informativo non sia – almeno tendenzialmente – inferiore a quello degli altri soggetti operanti sul mercato; b) che tale patrimonio conoscitivo non sia distorto attraverso la trasmissione di notizie decettive; nonché c) che il meccanismo di determinazione dei prezzi degli strumenti finanziari non sia alterato dal compimento di operazioni (simulate o artificiali).

Anticipato che anche quest'ultima tipologia di condotte ha una portata *comunicativa*, sembra non azzardato collocare l'informazione al centro del tema riguardante la *tutela del mercato*: a ben vedere, infatti, la protezione doverosamente riconosciuta al mercato, in quanto luogo nel quale il risparmiatore si muta in investitore, proprio per la valenza che il legislatore eurounitario constata e riproduce nei *considerando* in principio citati, non può non risolversi nella tutela delle condizioni necessarie perché le scelte dell'investitore vengano assunte con *consapevolezza conoscitiva*, condizioni che possono essere garantite esclusivamente attraverso regole e meccanismi in grado di assicurare una tendenziale parità e correttezza informativa fra coloro che nel mercato intervengono. Sicché i fattori che assicurano la correttezza informativa dell'investitore, dai quali dipende, sotto questo profilo, il corretto andamento del mercato, divengono il concreto, effettivo oggetto di tutela (sinteticamente definibile come trasparenza del mercato).

penale, cit., 8; nonché, volendo, F. Mucciarelli, *Errore e dubbio dopo la sentenza della Corte Cost. n. 364 del 1988*, in *RIDPP* 1996, 223.

E ciò conseguentemente implica che i fattori, ai quali in ultima analisi è affidato il corretto andamento del mercato, divengano diretto oggetto di tutela.

Assunta nella sua absolutezza, l'idea di parità informativa è una chimera sostanzialmente inservibile non soltanto sul piano della disciplina⁴⁴, chimera o, più precisamente, falsa ipostatizzazione, al pari della mano invisibile⁴⁵, ma (forse) anche sul piano della definizione del bene giuridico protetto: più coerentemente con le esigenze del discorso normativo e della sua valenza convenzionale, può forse (e provvisoriamente) dirsi che la nozione di 'parità informativa' costituisce un canone assiologico, destinato a tradursi, da un lato, nella esigenza di escludere dalla concreta operatività nel mercato soggetti che dispongano di una conoscenza maggiore non dipendente da una loro superiore abilità (intesa come capacità di interpretazione delle situazioni: come noto tutte le fattispecie d'illecito connesse al possesso di un'informazione privilegiata sono strutturate nella forma di divieti di tenere determinati comportamenti utilizzando l'informazione stessa): il dato è evidente, sol che si consideri la conformazione dei precetti, che consistono, rispettivamente, nella proibizione di compiere operazioni, in quella di suggerirne ad altri il compimento ovvero in quella di comunicare a terzi l'informazione privilegiata stessa. Dall'altro, nell'imposizione del divieto di porre in essere condotte che riducano gli altri operatori in una condizione svantaggiata in quanto il patrimonio informativo di questi ultimi (cioè: le conoscenze sulla base delle quali ciascuno di costoro forma le proprie decisioni operative) è deformato a cagione della ricezione di informazioni scorrette. Informazioni scorrette che possono promanare – come meglio si cercherà di mostrare in seguito – sia da comunicazioni intese come veicolazione espressa di informazioni sia da «operazioni simulate o altri artifici» (per usare con valenza evocativa le parole della legge), che trasmettono comunque informazioni.

Da qui breve è il passo per dire che è la nozione di *informazione* a svolgere un ruolo cruciale (e probabilmente esaustivo) nell'economia del discorso che si vien facendo⁴⁶.

⁴⁴ Si vedano sul punto le conclusive considerazioni di S. Seminara, *Insider trading*, cit., 80 nonché E. Basile, *Mini-riforma del market abuse: obiettivi mancati ed eterogenesi dei fini nel D.Lgs. n. 107/2018*, in *DPP* 2019, 329.

⁴⁵ In proposito si vedano i già citati lavori di R.M. Anderson, H. Sonnenschein, *op. cit.*, 261; S. Barbera, H. Sonnenschein, *op. cit.*, *passim*; G. Debreu, *op. cit.*, 21 e *passim*; W. Shafer, H. Sonnenschein, *op. cit.*, 2; J.E. Stiglitz, *I ruggenti anni Novanta*, cit., *passim*, nonché di G.A. Akerlof, R.J. Shiller, *Animal Spirits*, cit., *passim*; R.J. Gilson, R.H. Kraakman, *op. cit.*, 629; T. Piketty, *op. cit.*, *passim*; A. Sen, *op. cit.*, 85; C. Sunstein, A. Vermeule, *Law & Leviathan*, cit., *passim*.

⁴⁶ Sulla nozione di informazione si vedano, fra i molti, G.A. Akerlof, R.J. Shiller, *Phishing for Phools: The Economics of Manipulation and Deception*, Princeton 2015, trad. it., *Ci prendono per fessi: L'economia della manipolazione e dell'inganno*, Milano 2016, *passim*; M.A. Bartolucci, *Le nuove definizioni e, in particolare, la*

Il nucleo concettuale, attorno al quale il profilo sopra ricordato si condensa, è rappresentato dunque dalla nozione di informazione, come intesa nella definizione dettata dall'art. 7 reg. 596/2014/UE (rispetto al discorso che si viene facendo, il dato può essere provvisoriamente assunto senza ulteriori approfondimenti o specificazioni). Sicché una diffusione corretta e ampia delle informazioni, preservando un interesse specifico e concreto dell'investitore, assicura nel contempo la tutela del mercato, keynesianamente inteso come luogo dove il risparmiatore si fa investitore.

Non avventato allora affermare che l'interesse dell'investitore si concretizza in una informazione corretta (chiara e tempestiva) e tendenzialmente completa, che gli permetta scelte razionali (più esattamente: consapevoli) e che la protezione di tale interesse corrisponde a quella che viene chiamata dal legislatore eurounitario «tutela della correttezza e della integrità del mercato e della sua trasparenza» rispetto all'esigenza di assicurarne/garantirne l'appetibilità/accessibilità da parte di un sempre più vasto numero di soggetti.

Richiamata la centralità della nozione di *informazione* (che, come s'è visto, in qualche misura accumuna le fattispecie d'illecito di cui discorrono MAD II e il reg. 596/2014/UE, recepite dal legislatore domestico nel d. lgs 58/1998), se, per un verso, è indubitabile che le condotte genericamente riportabili sotto la categoria dell'abuso di informazioni privilegiate e di comunicazione illecita delle stesse consistono essenzialmente nel vantaggio conoscitivo dell'iniziato derivante dal possesso consapevole della notizia non pubblica e che, invece, le condotte riportabili allo schema della manipolazione del mercato vivono della disseminazione fra il pubblico di informazioni decettive, non sembra tuttavia revocabile in dubbio che in entrambe le tipologie d'illecito a risultare cruciale – se si osserva il fenomeno da un punto di vista diverso – è la condizione dei 'partecipanti al mercato' (dovendosi notare come l'effetto alterativo dell'operazione simulata o artificiosa si manifesta in sé con il suo stesso compimento e con gli effetti che ne conseguono, mentre quello connesso alla

nozione di informazione privilegiata, in SOC 2019, 54; F. Consulich, F. Mucciarelli, *Informazione*, cit., 179; F. Consulich, *Il nastro di Möbius. Intelligenza artificiale e imputazione penale nelle nuove forme di abuso del mercato*, in BBTC 2018, 195; F. D'Alessandro, *Market Abuse*, in *Il Testo Unico finanziario*, a cura di M. Cera, G. Presti, Bologna 2020, 2184; F. Denozza, *op. cit.*, 591; S.J. Grossmann, J.E Stiglitz, *op. cit.*, 393; V. Napoleoni, (voce) *Insider trading*, in *DigDPen, Agg.*, I, Torino 2008, 571; G. Rossi, *L'informazione societaria*, cit., 1083; S. Seminara, *Disclose or abstain?*, cit., 331; R.J. Shiller, *Narrative Economics*, cit., *passim*; G. Strampelli, *op. cit.*, 1039; R.H. Thaler, *Misbehaving. La nascita dell'economia comportamentale*, Torino 2018, *passim*; nonché, volendo, F. Mucciarelli, *L'informazione societaria: destinatari e limiti posti dalla normativa in materia di insider trading*, in BBTC 1999, I, 760; F. Mucciarelli, *Gli illeciti di abuso di mercato*, cit., 823; F. Mucciarelli, *La nuova disciplina eurounitaria*, cit., 295.

componente comunicazionale di tal genere di operazioni, oltre a essere non immediatamente percepibile, in genere si caratterizza per una dimensione temporale maggiore: estremi, entrambi, che ne segnalano una speciale insidiosità e una pericolosità specialmente significativa).

Anche il manipolatore è, per definizione, un 'iniziato', essendo l'unico a conoscere la falsità dell'informazione da lui dolosamente inoculata nel mercato.

In entrambi i casi è il patrimonio conoscitivo di tali attori economici (che costituiscono il mercato) a venir pregiudicato (in termini penalistici: offeso): nella prima ipotesi in quanto carente di un elemento comunque rilevante (la notizia non pubblica di cui l'iniziato dispone e sulla base della quale tiene le condotte proscritte), nell'altra perché alterata dalla presenza – all'interno del patrimonio conoscitivo stesso – di una informazione decettiva, idonea cioè a determinare una inesatta valutazione. Informazione della cui natura decettiva il manipolatore è pienamente consapevole e della quale si avvale.

Riprendendo quanto anni addietro osservato⁴⁷, nelle ipotesi di manipolazione di mercato si assiste a un'offesa (sotto forma di lesione o di messa in pericolo) del patrimonio di informazioni di cui l'investitore dispone: tipicamente nella figura-base, la diffusione della notizia falsa importa un'alterazione del patrimonio delle conoscenze dell'investitore, compromettendone la sua capacità di assumere decisioni operative pienamente e correttamente consapevoli.

Non diversamente, il compimento di operazioni simulate o la realizzazione di altri artifici⁴⁸: in entrambi i casi, infatti, oltre all'eventuale portata direttamente alterativa del prezzo dello strumento finanziario, la condotta vietata reca con sé un'informazione decettiva. I comportamenti vietati, nel momento stesso nel quale vengono realizzati, esprimono una necessaria componente comunicazionale, nel senso che essi valgono anche come informazione – per così dire – di loro stessi.

La circostanza che l'operazione (simulata o artificiosa) sia stata compiuta implica necessariamente che di essa vengano a conoscenza anche operatori diversi da quelli che all'operazione prendono parte e ciò indipendentemente dalla comunicazione al

⁴⁷ Volendo, si veda, F. Mucciarelli, *Gli illeciti di abuso di mercato*, cit., 823; F. Mucciarelli, sub *art. 185*, cit., 2392; F. Consulich, F. Mucciarelli, *Informazione e tutela penale*, cit., 179.

⁴⁸ L'intuizione in questo senso risale a C. Pedrazzi, *Problemi del delitto*, cit., 48 ed è stata variamente ripresa: v., ad es. S. Seminara, *L'aggiotaggio*, in AA.VV., *I nuovi reati societari*, Padova 2002, 543; volendo, v. altresì F. Mucciarelli, *Aggiotaggio*, in *I nuovi reati societari*, a cura di A. Alessandri, Milano 2002, 431; F. Mucciarelli, *Gli illeciti di abuso di mercato*, cit., 823. Per una ricostruzione completa e approfondita, si veda F. Consulich, *La giustizia e il mercato*, cit., 80.

mercato che di quella operazione stessa debba eventualmente essere fornita (e che eventualmente sia stata concretamente data). Tale circostanza (l'effettuazione dell'operazione) diventa essa stessa un'informazione, che, entrando a far parte del bagaglio conoscitivo di coloro che non vi hanno preso parte (e che, comunque, non ne conoscono la natura decettiva), viene da costoro letta e interpretata e si trasforma per tal modo in un elemento potenzialmente costitutivo, o comunque condizionante, delle opzioni operative effettuate (e che verranno effettuate) da parte di questi ultimi.

In questo senso è ben significativo notare che il legislatore eurounitario ha dato – proprio con gli interventi del 2014 – specifica e autonoma rilevanza a questa fenomenologia comportamentale: basti qui il richiamo all'art. 5 § 2 lett. a alinea i), MAD II, che contempla - addirittura come prima modalità della manipolazione di mercato - «a) la conclusione di un'operazione, immissione di un ordine di compravendita, o qualsiasi altra condotta che i) fornisce segnali falsi o fuorvianti relativi all'offerta, alla domanda o al prezzo di uno strumento finanziario o di un contratto a pronti su merci collegato». In senso del tutto analogo – e per vero con una serie di specificazioni che ulteriormente approfondiscono la rilevanza della componente comunicazionale dell'operazione – si esprime l'art. 12 co. 1 lett. a, alinea i), MAR. Dispone infatti la richiamata norma che «ai fini del presente regolamento, per manipolazione del mercato si intendono le seguenti attività: a) l'avvio di un'operazione, l'inoltro di un ordine di compravendita o qualsiasi altra condotta che: i) *invii, o è probabile che invii, segnali falsi o fuorvianti* in merito all'offerta, alla domanda o al prezzo di uno strumento finanziario, di un contratto a pronti su merci collegato o di un prodotto oggetto d'asta sulla base di quote di emissioni» (enfasi aggiunta).

Ne viene definitivamente confermato che il nucleo concettuale della questione è rappresentato dalla nozione di *informazione* e, più esattamente, dalla sua disponibilità per il pubblico e dalla sua correttezza in quanto componente rilevante del patrimonio conoscitivo dei partecipanti al mercato. Sicché una diffusione corretta (non decettiva) e tempestiva delle informazioni, preservando un interesse specifico e concreto dell'investitore, assicura nel contempo la tutela del mercato, inteso come luogo dove il risparmiatore si fa investitore: né può sfuggire il significato del *considerando* 14 reg. 596/14/UE, che richiama la figura dell'investitore ragionevole, avendo cura di sottolineare che egli «basa le proprie decisioni d'investimento sulle informazioni già in suo possesso, vale a dire su informazioni disponibili precedentemente. Pertanto, per

rispondere alla domanda se al momento di prendere una decisione di investimento, un investitore ragionevole terrà verosimilmente conto di una determinata informazione, occorre basarsi sulle informazioni precedentemente disponibili»⁴⁹.

Il profilo del patrimonio conoscitivo del partecipante al mercato riveste un ruolo straordinariamente significativo, con la conseguenza necessaria che eguale ruolo assume, nella prospettiva della tutela del mercato da comportamenti abusivi, la nozione di informazione.

Il mercato o l'integrità dei suoi meccanismi devono, dunque, essere intesi come un travestimento verbale degli interessi informativi dei soggetti che partecipano agli scambi finanziari; solo facendo del concetto di mercato un *interesse di sintesi* siffatto, si può fugare il rischio di edificare un diritto penale indifferente ai contenuti offensivi delle condotte tipizzate (che possono essere colti come lesioni o esposizioni a pericolo alla funzione del mercato) e ottenere, al contempo, uno strumento esegetico fondamentale.

Non sembra, in fine, azzardato identificare lo scopo di tutela penale delle incriminazioni di abuso di mercato come la protezione della trasparenza dell'informazione finanziaria. Tale interesse è reso ancora più chiaro dopo l'intervento del legislatore eurounitario ed emerge come un bene parallelo, non molto dissimile nei connotati dalla trasparenza dell'informazione societaria⁵⁰.

4. Se, come appare plausibile, la *trasparenza* dell'informazione finanziaria costituisce l'oggetto di tutela, non può sfuggire che tale concetto si concretizza nelle *comunicazioni* che raggiungono gli operatori economici, la variegata tipologia dei soggetti che agiscono sul mercato. Comunicazioni rappresentate da informazioni veicolate in modo diretto (cioè immediatamente riconoscibili come tali) ma anche, come si è osservato, in forma indiretta (il riferimento è al contenuto comunicazionale dell'operazione).

Guardato da altro punto di vista, il tema della trasparenza dell'informazione implica necessariamente quello del *contenuto* della comunicazione sotto il profilo della sua falsità o della sua fuorvianza (per comprendere così gli ambiti sia dell'illecito penale sia di quello amministrativo).

In disparte la questione, di agevole soluzione, della falsità consistente nella

⁴⁹ Così considerando 14 reg. 596/2014/UE.

⁵⁰ Sull'informazione societaria v. per tutti G. Strampelli, *op. cit.*, 1039.

difformità dal vero attinente a un dato empiricamente riscontrabile, i profili problematici si condensano intorno alla falsità/fuorvianza delle valutazioni o, a esser più precisi, di quelle informazioni aventi a oggetto valutazioni di entità economiche. Non è questa la sede per affrontare, neppur per tratti di sintesi, il tema in discorso, che ulteriormente si complica al cospetto della sottofattispecie del falso per reticenza, figura che, sul piano della decettività, è fra le più insidiose⁵¹.

Il richiamo alla menzionata questione vale soltanto per introdurre un profilo che lo connette problematicamente con il concetto di trasparenza e, prima ancora, con quello della completezza/correttezza dell'informazione (finanziaria). Profilo che concerne – soprattutto con riguardo alle informazioni a contenuto valutativo – i destinatari delle comunicazioni, incontrovertito essendo che la più gran parte delle informazioni finanziarie non sono 'leggibili' (comprensibili nella loro piena portata) da soggetti che non dispongano di un'adeguata specifica preparazione (*id est*: degli strumenti ermeneutici per comprendere il linguaggio tecnico con il quale tali informazioni sono per necessità esposte).

Un eccellente punto di partenza per siffatta riflessione muove dall'osservazione che quella inerente all'attitudine ingannatoria rispetto al destinatario è «una valutazione sicuramente non banale, che peraltro rischia di sconfinare nel più totale arbitrio (...) se non parametrata a un qualche attributo (possibilmente preciso) riferibile, per l'appunto, al destinatario (attuale o potenziale) del bilancio di esercizio. Una importante indicazione interpretativa, sul punto, giunge ancora una volta dalla sentenza in esame: essendo, infatti, il bilancio “un documento composito e complesso, la cui lettura e intelligenza presuppone una specifica preparazione”»⁵².

Detto che il riferimento al bilancio d'esercizio può essere facilmente esteso alla gran parte delle tipologie dei documenti riconducibili all'informazione societaria nonché all'informazione finanziaria in genere, qualche notazione ulteriore è possibile: innanzitutto, i destinatari della comunicazione (che contengono le informazioni finanziarie) costituiscono un universo tipologicamente variegato e portatore d'interessi funzionali alla categoria d'appartenenza.

⁵¹ In proposito v. A. Alessandri, *La falsità delle valutazioni di bilancio secondo le Sezioni Unite*, in RIDPP 2016, 1479; F. D'Alessandro, *Le false valutazioni al vaglio delle Sezioni Unite: la nomofilachia, la legalità e il dialogo interdisciplinare*, in CP 2016, 2790; S. Seminara, *La riforma delle false comunicazioni sociali*, in DPP 2015, 813; S. Seminara *I reati societari*², Torino 2021, 41, nonché, volendo, F. Mucciarelli, *Le sezioni unite e le false comunicazioni sociali: tra legalità e ars interpretandi*, in DPCRTrim 4/2016, 174.

⁵² Così F. D'Alessandro, *Le false valutazioni*, cit., 2805: la sentenza alla quale viene fatto riferimento nel testo citato è Cass. S.U. 31.3.2016 (dep. 27.6.2016) n. 22474, ric. Passarelli, in CP 2016, 2784.

La polarizzazione intorno alla componente decettiva porta in primo piano la circostanza che il comportamento punibile deve consistere nella comunicazione di un compendio informativo tale da generare nel terzo destinatario una rappresentazione difforme e alterata in misura idonea a cagionare un errore sull'apprezzamento che il destinatario stesso si forma in ordine alla situazione oggetto della comunicazione (dunque nella determinazione di una rappresentazione almeno fuorviante della situazione stessa).

Ma v'è di più. Dietro il lemma *destinatario* stanno le differenziate categorie di cui s'è detto: ne segue che «poiché le aspettative di tali categorie sono lungi dal coincidere, la disinformazione si caratterizza per un'incidenza offensiva molteplice e variabile a seconda delle situazioni»⁵³.

La lucidità e l'esattezza della notazione si riflette immediatamente sulla necessità di rapportare l'idoneità decettiva non già alla posizione del destinatario (quand'anche considerato per ciascuna differente tipologia e non come singolo), bensì complessivamente: sviluppando la ricordata antiveggente riflessione, si può ancora notare che la modificazione indotta nel patrimonio conoscitivo del destinatario assume valenza illecita (penale o amministrativa) quando, per *qualità* o *quantità*, sia in concreto idonea secondo un giudizio *ex ante* (in coerenza con la natura di illeciti di pericolo) ad alterare le scelte dei destinatari complessivamente intesi, spiegando così una valenza potenzialmente causale per l'indistinto ambito dei destinatari⁵⁴.

Si osservi che, colta nella sua oggettività, una simile notazione vale anche con riferimento alle negoziazioni algoritmiche o ad altissima frequenza, posto che l'informazione decettiva entra nella dinamica del programma che governa tal genere di operatività⁵⁵, considerando ulteriormente che, data la pressoché istantanea reattività di tali sistemi, gli effetti distorcenti conseguono immediatamente, senza soluzione di continuità – nella quale sarebbe pur ipoteticamente collocabile una analisi critica dell'informazione ricevuta –, alla comunicazione contenente l'informazione alterata, che rende quest'ultima, sotto tale profilo, ancor più insidiosa e pericolosa rispetto alla tutela dell'interesse protetto.

Concentrare l'attenzione sul destinatario significa ad un tempo sciogliere due nodi

⁵³ Così C. Pedrazzi, (voce) *Società commerciali (disciplina penale)*, in *DigDPen*, XIII, Torino 1998, 347, ora in C. Pedrazzi, *Diritto penale*, vol. III, Milano 2003, 305.

⁵⁴ In questo senso A. Alessandri, *Diritto penale*, cit., 294 s. e riferimenti ivi citati.

⁵⁵ V. in proposito F. Consulich, *Il nastro di Möbius*, cit., 195; F. Consulich, M. Maugeri, M. Milia; T.N. Poli, G. Trovatore, *op. cit.*, *passim*.

interpretativi tutt'altro che semplici: da un lato – e dapprima – definire chi sia il destinatario (in altre parole: quali siano gli *standard* conoscitivi dei quali dispone/deve disporre un tale soggetto, immaginario e frutto di una ipostatizzazione) e, dall'altro – e successivamente –, come apprezzare il coefficiente di influsso della comunicazione falsa che raggiunge il destinatario medesimo.

Pur con le cautele dovute, qualche riferimento utile potrebbe trarsi dalla nozione di “*investitore ragionevole*” richiamata dall'art. 7 co. 4 MAR, per il quale «ai fini del paragrafo 1, per informazione che, se comunicata al pubblico, avrebbe probabilmente un effetto significativo sui prezzi degli strumenti finanziari, degli strumenti finanziari derivati, dei contratti a pronti su merci collegati o dei prodotti oggetto d'asta sulla base di quote di emissioni, s'intende *un'informazione che un investitore ragionevole probabilmente utilizzerebbe come uno degli elementi su cui basare le proprie decisioni di investimento*» (enfasi aggiunta). Significativo notare che a tale paradigma fa riferimento un importante approdo giurisprudenziale⁵⁶, che per compiutezza argomentativa merita attenta considerazione (né la circostanza che riguardi la fattispecie incriminatrice delle false comunicazioni sociali è di ostacolo al suo impiego in chiave ermeneutica, posto che il destinatario della comunicazione sociale per eccellenza è, nel caso delle società quotate, il mercato).

Stando al quarto comma dell'art. 7 reg. 596/2014/UE, la rilevanza dell'informazione va colta in funzione della circostanza che della stessa un investitore ragionevole si avvarrebbe per fondare le proprie decisioni d'investimento⁵⁷. Corrispondentemente, un'alterazione del bagaglio conoscitivo del destinatario della comunicazione idonea a indurre in errore dovrebbe essere considerata quella tale da modificare in modo condizionante l'apprezzamento circa la situazione oggetto della comunicazione: non una qualsiasi alterazione del bagaglio conoscitivo del destinatario, bensì soltanto un'alterazione capace di indurre una modificazione nella rappresentazione che il destinatario medesimo si forma, modificazione di caratteristiche tali da comportare la probabilità di una diversa determinazione operativa da parte del destinatario della comunicazione alterata. Ricostruita in tale prospettiva, la potenziale diversità della determinazione importa che si debba procedere a una valutazione congetturale di tipo controfattuale, necessaria per stabilire l'effettiva idoneità decettiva della

⁵⁶ Si tratta di Cass. S.U. 31.3.2016 (dep. 27.6.2016) n. 22474, ric. Passarelli, in *CP* 2016, 2784.

⁵⁷ Sul punto, F. Consulich, *La giustizia e il mercato*, cit., 238; F. Consulich, F. Mucciarelli, *Informazione e tutela penale*, cit., 179; F. D'Alessandro, *Regolatori del mercato*, cit., 124 e, volendo, F. Mucciarelli, sub *art. 184*, cit., 2335.

comunicazione stessa: trattandosi di illeciti di pericolo (concreto) è sufficiente che il rischio si verifichi, senza il suo consolidarsi nella conseguente effettiva realizzazione della determinazione sul piano operativo.

Prima di concludere sul punto, un'avvertenza: una simile impostazione potrebbe indurre a ricercare la figura – nulla più che immaginaria – del 'destinatario modello'. Le differenziate tipologie dei destinatari (e i correlativi diversi interessi), come si è ricordato, sconsigliano un approccio di tal genere e l'impiego di tale figura concettuale nel presente contesto è stata sottoposta a una convincente critica.

Ma v'è un ulteriore profilo⁵⁸ che suggerisce una più che guardinga cautela nel far ricorso al paradigma dell'agente modello con riguardo al destinatario della comunicazione.

Coerente con lo schema dell'agente-modello, ben noto alla riflessione penalistica in tema di colpa⁵⁹, il riferimento a un ipostatizzato destinatario-modello non appare convincente. Proprio la sua matrice ne rivela una funzionalità non pertinente rispetto all'ambito nel quale dovrebbe svolgere il suo ruolo selettivo, permettendo all'interprete di individuare fra tutte le alterazioni nelle comunicazioni soltanto quelle dotate di idoneità decettiva.

A ben vedere il tipo dell'agente-modello tende infatti a identificare un soggetto che dispone delle conoscenze e delle abilità necessarie (nel senso che l'ordinamento si attende/richiede che l'agente ne disponga) per lo svolgimento di una determinata attività (quella in concreto posta in essere). Ma, si badi, ciò vale nella prospettiva di tutela di beni che la condotta dell'agente ha offeso (incontrastato essendo che il giudizio di colpa misura proprio lo scarto fra comportamento atteso – in quanto osservante – e comportamento effettivamente tenuto).

⁵⁸ V. volendo, F. Mucciarelli, sub art. 184, cit., 2338.

⁵⁹ Sulla struttura "oggettiva" del reato colposo v., per tutti, G. Forti, *Colpa ed evento nel diritto penale*, Milano 1990, passim; G. Marinucci, *La colpa per inosservanza di leggi*, Milano 1965, 52; Id., *Il reato come azione. Critica di un dogma*, Milano 1971, 230; M. Romano, sub Art. 43, in *Commentario sistematico del codice penale*³, Milano 2004, 463; D. Castronuovo, *La colpa penale*, Milano 2009, passim; in particolare, sull'agente-modello, v. V. Attili, *L'agente-modello 'nell'era della complessità': tramonto, eclissi o trasfigurazione?*, in *RIDPP* 2006, 1240; F. Basile, *Fisionomia e ruolo dell'agente modello*, in *DPC* 13.3.2012, passim; M. Caputo, *Agente modello e responsabilità per colpa in campo medico*, Miano 2012, passim; V. Coletti, *L'agente modello; una pericolosa sineddoche*, in *Criminalia* 2022, 1; G. Forti, op. cit., passim; G. Marinucci, *Innovazioni tecnologiche e scoperte scientifiche: costi e tempi di adeguamento delle regole di diligenza*, in *AA.VV., Scritti per Federico Stella*, Napoli 2007, 807; C. Piergallini, *Colpa (Diritto penale)*, in *ED Annali*, Milano 2017, 231; S. Preziosi, *Dalla pluralità di agenti modello al pluralismo dei modelli di agente: verso la frammentazione del reato colposo di evento*, in *CP* 2011, 1985; P. Veneziani, *Regole cautelari "proprie" ed "improprie" nella prospettiva delle fattispecie colpose casualmente orientate*, Padova 2003, passim nonché, volendo, F. Mucciarelli, *Le sezioni unite*, cit., 174.

Coerentemente con siffatto sfondo, la caratterizzazione dell'agente-modello comporta un (corretto) innalzamento della soglia delle conoscenze e delle abilità, scontando il (retrostante) assunto che ogni consociato, quando intraprende qualunque attività potenzialmente offensiva di beni giuridici, ha l'obbligo di porsi nelle condizioni di svolgerla in modo adeguato, rispettoso cioè delle regole (generiche o specifiche) che presidiano quel determinato settore⁶⁰.

Speculare e inverso sembra essere invece il caso in questione, dove il corrispondente concreto dell'agente-modello (il destinatario-modello) non è il soggetto la cui condotta ha offeso il bene giuridico (ovvero: che deve conformare il suo comportamento a un determinato *standard* per non offendere beni giuridici), bensì colui che fa parte (con una indeterminata schiera di altri soggetti) di coloro ai quali la comunicazione sociale si rivolge, alla cui protezione è preordinata la disciplina normativa. Non dissimile da quella delineata (e speculare rispetto all'elaborazione sulla colpa in ambito penalistico) è la prospettiva della "vittimodommatica", nella quale acquista rilevanza la mancata o insufficiente protezione del bene giuridico da parte del titolare dello stesso, che dunque "partecipa" alla realizzazione della fattispecie⁶¹.

La radicale differenza delle prospettive, segnatamente per quanto concerne la posizione del soggetto da considerarsi *modello* rispetto al bene tutelato, rende persuasi che la teorica dell'agente-modello e i correlativi criteri per l'individuazione dello stesso siano destinati a portare a soluzioni non soddisfacenti se impiegati nel presente contesto.

Come si è appena sopra accennato, il paradigma colposo classico determina l'innalzamento dei parametri di riferimento, il che suggerirebbe coerentemente di attribuire al 'destinatario-modello' uno statuto orientato verso una figura caratterizzata dai tratti dell'operatore professionale, quest'ultimo essendo lo *standard* del quale può dirsi (in modo congruente con la teorica dell'agente-modello) che

⁶⁰ Sulla "riconoscibilità" del pericolo quale espressione del requisito di esigibilità della colpa, da collegare al portato della sentenza della Corte costituzionale n. 364/1988, v. le magistrali considerazioni formulate da F. Palazzo, *Morti da amianto e colpa penale*, commento a Cass. sez. IV 10.6.2010 (dep. 4.11.2010) n. 38991, in *DPP* 2011, 185, in particolare 188, anche per quanto specificamente concerne il rischio di applicazione retroattiva *in malam partem* di regole cautelari solo in apparenza "positive", il contenuto delle quali è invece precisato successivamente al fatto in conseguenza del progresso scientifico e tecnologico (*ivi*, 190). Sul principio di colpevolezza alla luce della citata pronuncia della Consulta sull'art. 5 Cp, pubblicata in *RIDPP* 1988, 686 ss., si v., volendo, F. Mucciarelli, *Errore e dubbio*, cit., 223.

⁶¹ In argomento si v. l'importante studio di V. Del Tufo, *Profili critici della vittimodommatica*, Napoli 1990, *passim*; O. Di Giovine, *L'interpretazione nel diritto penale. Tra creatività e vincolo alla legge*, Milano 2006, 120.

rappresenta il soggetto adeguato, in quanto dotato delle capacità necessarie per comprendere la complessità ben frequentemente assai elevata delle informazioni finanziarie⁶².

Ma fissare a un siffatto livello il parametro di riferimento, sul quale misurare la idoneità della falsità o della fuorvianza (intese come ciò che determina nel destinatario una rappresentazione alterata e condizionante circa la situazione oggetto della comunicazione), implica una selezione nell'ambito delle informazioni veicolate dai confini diversi (non necessariamente più ampi) rispetto a quella che si avrebbe avendo riguardo a un destinatario privo di tali competenze.

Una medesima informazione decettiva può infatti risultare irrilevante per un soggetto professionale che, proprio per le conoscenze e le abilità di cui dispone, è in grado di apprezzarne la non significatività, mentre può costituire elemento degno di considerazione ai fini del decidere per un soggetto non professionalmente esperto. Specularmente, un dato non rispondente al vero all'apparenza insignificante per un operatore di quest'ultima tipologia può invece essere colto nella sua consistente portata dalle maggiori abilità e conoscenze del destinatario-modello/operatore professionale.

L'argomentazione potrebbe replicarsi con riguardo a ciascuna delle figure di destinatario-modello immaginate da dottrina e giurisprudenza: a emergere è comunque un'univoca constatazione. Esplorata da questo punto di vista, la *rilevanza* (intesa come idoneità a indurre in errore) dell'informazione alterata (falsa/fuorviante) ha portata e natura relativa, in quanto finisce con il dipendere dal tipo di destinatario di volta in volta preso in considerazione. Eppure ciascuno di costoro (indipendentemente dalle classi di appartenenza) fa parte del novero dei destinatari.

Sicché, al di là della non agevolmente giustificabile arbitrarietà della scelta, assumere una delle cennate figure d'investitore come *standard* rispetto al quale misurare la rilevanza della notizia, appare opzione non convincente, dal momento che per tal modo si finirebbe per escludere dal novero delle informazioni alterate rilevanti quelle che lo sono soltanto per le categorie d'investitori diverse da quella assunta come paradigma di riferimento.

Proprio quest'ultima constatazione suggerisce di ipotizzare che nella figura di informazione alterata (falsa/fuorviante, per entrambe, anche per reticenza) si possa in modo non azzardato intendere quella informazione che un qualunque destinatario

⁶² Sul punto, si veda ancora A. Alessandri, *Diritto penale*, cit., 292.

(compreso indifferentemente in una delle categorie nelle quali tali soggetti possono essere classificati) avrebbe interesse a conoscere nella sua dimensione corretta e completa, fermo restando che, pur all'interno di tali categorie, dovrà trattarsi di «*un lettore esperto*» che dispone del «bagaglio di conoscenze strettamente necessario per la lettura efficace del bilancio e per la comprensione delle norme di riferimento, giuridiche e tecniche»⁶³.

Ricordata l'estendibilità alla più ampia questione delle comunicazioni al mercato delle osservazioni riferite alla figura delle false comunicazioni sociali riguardanti le società quotate, non può sfuggire che anche quello appena suggerito è un approdo tutt'altro che definitivo, poiché le considerazioni sopra svolte dovranno necessariamente essere ulteriormente affinate tenendo conto della realtà. Soltanto una visione deformata d'essa può non cogliere un dato evidente, puntualmente rilevato: «la conoscenza necessaria per la lettura e la comprensione dell'informazione contabile bilancistica [è] oggi diventata di natura specialistica (...). Il giudice sempre più spesso si trova ad affrontare temi e questioni di ardua difficoltà tecnica o scientifica, che si assume (impropriamente) che dovrebbero essere alla portata anche di ciascun componente acculturato della collettività. Evidentemente questo è un mito (...). La contraddizione risiede nel fatto che, nello stesso tempo, l'informazione societaria (...) non è più un bene che interessa soltanto una cerchia limitata dei destinatari, fino ai tradizionali "cassettisti": non è più solo una questione di addetti ai lavori che si scambiano informazioni redatte secondo un codice linguistico e tecnico comune: è, ormai, un fatto che riguarda anche una platea di cittadini nel momento in cui assumono il ruolo dei risparmiatori»⁶⁴.

La considerazione, doverosa, della realtà impone infine una notazione ulteriore: la circolazione delle informazioni finanziarie non è limitata ai canali 'istituzionali', ma il pubblico, ben più ampio di quello costituito dagli operatori che professionalmente agiscono sul mercato (sui mercati), riceve una massa ingente di informazioni veicolate da *media* di genere variegato (da quelli più o meno specializzati fino a incontrollate e incontrollabili fonti che operano in rete).

Prescindendo dal fenomeno delle fake news e della post-verità, non può sfuggire che tali comunicazioni, che procedono dalla lettura e dalle interpretazioni operate dai

⁶³ Così A. Alessandri, *Diritto penale*, cit., 292.

⁶⁴ Così A. Alessandri, *Diritto penale*, cit., 292. A detta interpretazione sembra aderire F. D'Alessandro, *Le false valutazioni*, cit., 2805, mentre a una «persona ragionevole dotata di *medie competenze*» si riferisce S. Seminara, *La riforma*, cit., 813 (enfasi aggiunta); S. Seminara *I reati societari*, cit., 41.

media sulle informazioni che promanano dai soggetti chiamati (per obbligo legale o per scelta) a informare il mercato, costituiscono una ulteriore (e, in molti casi, esclusiva) fonte informativa che entra a far parte, condizionandolo, del patrimonio conoscitivo del destinatario.

Che questo fenomeno, uno dei molti che caratterizza una società nella quale la comunicazione di massa ha estensione e profondità ben più pervasive di quelle che Marshall McLuhan e la scuola di Toronto studiarono già albori degli anni '50 dello scorso secolo⁶⁵, entri potentemente nel territorio della trasparenza del mercato⁶⁶, è aspetto sul quale la riflessione dell'interprete e, soprattutto, del legislatore dovrebbe approfonditamente esercitarsi.

Interpretazioni a dir poco suggestive (condizionate da interessi egoistici opportunamente tenuti celati) di informazioni ufficiali, tecnicamente molto complesse, rese per tal modo più facilmente fruibili, finiscono con l'aver una portata ben maggiore di quella dell'originaria informazione ufficiale, destinata a rimanere limitata a una ristretta cerchia di soggetti. E l'esemplificazione potrebbe proseguire per una casistica tanto varia e numerosa quanto inquietante, posto che illusorio sarebbe credere che la comunicazione attraverso i *media* avvenga secondo parametri di correttezza e professionalità, indispensabili per la tutela del bene protetto identificato nella trasparenza dell'informazione finanziaria (e, dunque, nell'esigenza di preservare il patrimonio conoscitivo degli investitori da comunicazioni alterate). Né deve sfuggire che, oltre il problema della qualità della comunicazione veicolata dai *media* (legata alla competenza e alla diligenza del comunicatore), vi è il territorio, ben poco esplorato e tuttavia esistente, della veicolazione tramite *media* di informazioni deliberatamente

⁶⁵ I riferimenti vanno a V.H. Innis, *The Bias of Communication*², 1951, with a new introduction by A.J. Watson, Toronto 2008, *passim*; M. McLuhan, *The Mechanical Bride: Folklore of Industrial Man*, 1951, trad. it., *La sposa meccanica*, Milano 1984, *passim*; Id., *The Gutenberg Galaxy: The Making of Typographic Man*, 1962, trad. it., *La galassia Gutenberg*, Milano 1976, *passim*; Id., *Understanding Media: The Extensions of Man*, 1964, trad. it., *Gli strumenti del comunicare*, Milano 1968, *passim*; Id., *The Medium is the Message: An Inventory of Effects*, 1967, trad. it., *Il medium è il messaggio: un inventario di effetti*, Milano 1968, *passim*; V. Packard, *I persuasori occulti*, Torino 1958, *passim*; per uno studio aggiornato del fenomeno e delle sue implicazioni, v. P. Charaudeau, *La manipolazione della verità. Dal trionfo della negazione alla confusione generata dalla post-verità*, Roma 2022, *passim*, mentre, per una lettura in chiave storica, v. l'insuperata analisi di M. Bloch, *Réflexion d'un historien sur les fausses nouvelles de la guerre*, in *Revue de synthèse historique*, 1921 trad. it. *Riflessioni d'uno storico sulle false notizie della guerra*, in *Storici e storia*, a cura di M. Bloch, Torino 1997, 163.

⁶⁶ V. i già citati lavori di G.A. Akerlof, R.J. Shiller, *Animal Spirits*, cit.; G.A. Akerlof, R.E. Kranton, *Economia dell'identità*, cit.; G.A. Akerlof, R.J. Shiller, *Phishing for Phools*, cit.; S.J. Grossmann, J.E. Stiglitz, *op. cit.*; G. Rossi, *L'informazione societaria*, cit., cui *adde* R.J. Shiller, *Narrative Economics*, cit., *passim*; C. Sunstein, *Semplice. L'arte del governo nel terzo millennio*, Milano 2014, *passim*; R.H. Thaler, *op. cit.*, *passim*.

false o fuorvianti, che un'apparente terzietà ne rende ancor più insidiosa la portata decettiva.

E, ferma restando l'altrettanto fondamentale esigenza di garantire la libertà d'espressione nelle forme del diritto di cronaca e di critica, non meno illusorio sarebbe credere che l'influenza di un siffatto genere di informazioni abbia portata limitata e marginale.