

IL CONCETTO DI *MATERIALITY* (“COMUNE” E “TECNICO”) NEGLI ABUSI DI MERCATO E NEL FALSO IN BILANCIO: UN’INDAGINE COMPARATA

di Dalila Federici

(Dottoressa di ricerca in diritto penale, Sapienza Università di Roma)

Sommario: 1. I reati economici e i due possibili significati del concetto di “*materiality*”: in senso “comune” e in senso “tecnico”. – 2. La ragione delle incriminazioni: l’asimmetria informativa come male da combattere. – 3. Il concetto di *materiality* nel suo senso comune di “rilevanza”. – 3.1. L’ordinamento degli Stati Uniti d’America e le *Securities Fraud*. – 3.2. L’ordinamento del Regno Unito e l’*insider dealing*. – 3.3. L’ordinamento italiano e l’abuso di informazioni privilegiate. – 3.3.1 L’investitore “informato”. – 4. Il concetto di *materiality* nel suo senso “tecnico” come criterio di redazione del bilancio. – 4.1. Dalle origini alla Direttiva europea sui bilanci consolidati. – 4.2. L’ordinamento degli Stati Uniti d’America e il *Sarbanes-Oxley Act 2002*. – 4.3. L’ordinamento del Regno Unito e il *False Accounting*. – 4.4. L’ordinamento italiano e il falso in bilancio. – 5. Un diverso esempio: l’uso del concetto di *materiality* nel falso in attestazioni. – 6. Conclusioni.

1. Il diritto penale regola ormai da tempo immemorabile l’agire “economico”, ma nel finire del secolo scorso e negli anni 2000 le incriminazioni sono aumentate nel numero ed hanno assunto un’importanza più ampia.

L’organizzazione dell’impresa e del mercato¹ è divenuta sempre più complessa e il diritto commerciale e la scienza aziendalistica hanno cercato di adattarsi a tale complessità. Da ciò ne è conseguito in quei settori anche l’adeguamento, non sempre efficace e immediato, del diritto penale. L’evoluzione dell’impresa, della società e dei rapporti economici ha reso necessario individuare nuovi beni giuridici da tutelare che avessero una dimensione sovra-individuale e non empirica – come l’informazione societaria – e al tempo stesso la creazione di nuove forme di responsabilità – come quella degli enti – nonché l’ampliamento dei soggetti attivi dei reati².

¹ Per una ricostruzione storica, seppur “risalente”, dell’evoluzione dell’economia e dell’impresa cfr. J. Robinson, *Libertà e necessità. Un’introduzione allo studio della società*, Torino 1972, *passim*.

² In generale, sulla c.d. espansione del diritto penale, quale tendenza nella legislazione all’introduzione di nuove fattispecie incriminatrici e alla creazione di nuovi beni giuridici da tutelare cfr. J-M. Silva Sanchez, *L’espansione del diritto penale. Aspetti della politica criminale nelle società postindustriali*, Milano 2004, 5 ss. Più nel dettaglio,

A fronte di tale evoluzione, naturalmente conseguita alla modifica della struttura delle società e dello sviluppo del mercato mobiliare, bisogna però ricordare come tutte le figure di reato, che ad oggi tutelano o prendono in considerazione l'informazione societaria come elemento costitutivo o bene giuridico, sono in realtà delle forme di responsabilità penale assai antiche.

Risalenti nel tempo appaiono le matrici di tutti gli illeciti posti a tutela della veridicità dell'informazione societaria. Ad esempio, per quanto attiene alle false comunicazioni sociali, queste costituiscono indubbiamente una costante nel diritto penale societario³, trovando la loro disciplina già nel codice di commercio. Il legislatore ha invero avvertito l'esigenza di tutelare la veridicità dei bilanci proprio nel momento di massima espansione delle società.

A sembrare mutata nel tempo è l'attenzione del legislatore alla tutela di beni immateriali⁴, come il corretto funzionamento del mercato o le funzioni delle Pubbliche Autorità di Vigilanza⁵. Infatti, se le figure di false comunicazioni sociali – insieme ai reati di bancarotta – costituiscono il nucleo storico nel diritto penale societario, altrettanto non sembra potersi affermare, almeno apparentemente, per gli illeciti posti a tutela delle funzioni di controllo sia interne che esterne alla società. Ci si riferisce agli artt. 2638 e 2625 Cc, che presidiano, il primo, le funzioni di controllo delle Autorità pubbliche di Vigilanza, mentre il secondo quelle dei soci e degli organi sociali.

l'Autore evidenzia come la criminalità scaturita dalla globalizzazione è di tipo economico, il che comporta la creazione di figure di reato generalmente sconosciute al diritto penale classico, che prendono il nome di *crimes of the powerful* (cfr. 51 ss.). Sull'espansione del diritto penale, con particolare attenzione al diritto penale economico, cfr. M. Donini, *Un nuovo Medioevo penale? Vecchio e nuovo nell'espansione del diritto penale economico*, in *CP* 2003, 1808 ss.; M-E. Boursier, *La mondialisation du droit pénal économique. Le droit pénal au défi de la compliance*, in *RSC* 2017, 465 ss.; K. Volk, *Wirtschaftskriminalität: Kriminologische, kriminalpolitische und dogmatische Probleme*, in *JurZeit* 1982, 85 ss. in traduzione italiana di D. Pettinari-Germann, in *Sistema penale e criminalità economica. I rapporti tra dommatica, politica criminale e processo*, Napoli 1998, 29 ss.; recentemente si veda, infine, L. Foffani, *La riforma dei reati fallimentari*, in AA.VV., *Forme, riforme e valori per la giustizia penale futura*, Napoli 2023, 561 ss. ove l'Autore commentando la proposta di riforma della Commissione Bricchetti in tema di reati fallimentari afferma che la stessa rappresenterebbe il completamento del passaggio dalla tutela penale del patrimonio individuale quella di rapporti economici più complessi.

³ C. Pedrazzi, *Diritto penale III, scritti di diritto penale dell'economia, problemi generali di diritto penalesocietario*, Milano 2003, 767 ss. Sul punto cfr. anche V. Napoleoni, *I reati societari. III- Falsità nelle comunicazioni sociali e aggraggiamento societario*, Milano 1996, 19 ss.

⁴ Sulla creazione di nuovi beni giuridici nel diritto penale dell'economia cfr. ampiamente A. Nisco, *Controlli sul mercato finanziario e responsabilità penale. Posizioni di garanzia e tutela del risparmio*, Bologna 2009, 73 ss.; C. Pedrazzi, *Interessi economici e tutela penale*, in *Bene giuridico e riforma della parte speciale*, a cura di A.M. Stile, Napoli 1985, 295 ss. In generale cfr. M. Donini, *Teoria del reato. Una introduzione*, Padova 1996, 140 ss.

⁵ In tema di ostacolo alle funzioni delle pubbliche Autorità di Vigilanza, con particolare attenzione a quella bancaria, cfr. M. Donini, *Il nodo gordiano della vigilanza bancaria. Aspetti problematici del rapporto tra sanzioni penali e amministrative*, in *RTrimDPenEc* 2023, 23 ss.

La finanziarizzazione dell'economia e il progresso tecnologico impongono, in un settore come quello del diritto penale economico, che questo si presenti come una legislazione "flessibile".

Infatti, l'evoluzione dell'economia e l'espansione del commercio mettono in luce la necessità di tutela di un bene nuovo: la trasparenza, la completezza e la veridicità dell'informazione societaria.

Nell'ordinamento italiano, i reati che prendono in considerazione come bene giuridico da tutelare quello della correttezza e della trasparenza dei flussi informativi in ambito economico o finanziario, contengono nella fattispecie parole (come "rilevante") o locuzioni articolate che si riferiscono al concetto di *materiality* proveniente dai paesi anglosassoni.

Il termine *materiality/material* (e la sua traduzione nelle varie lingue) è polisemico: esprime cioè vari significati⁶. Ed i diversi significati dipendono, come noto, dal contesto di riferimento⁷. A ciò si aggiunga che la "lingua" nel diritto è specialistica, nel senso che non sempre i termini hanno un significato comune⁸.

Infine, bisogna tenere in considerazione come la traduzione di un termine ne modifichi in parte il significato (anche nella traduzione più fedele possibile)⁹. Basti

⁶ Nella manualistica G. Berruto, *Corso elementare di linguistica generale*, Torino 1997, 92.

⁷ Secondo gli studiosi di semiologia le parole in realtà hanno un ruolo secondario nella lingua e gli elementi davvero importanti vanno rintracciati nella fonologia, morfologia, sintassi ecc. Il significato delle parole è quindi comprensibile solo dal contesto in cui sono usate ed influenzate dalla provenienza socio-culturale dell'interprete. Invero, esiste una *abitudine interpretativa* che fa sì che in un determinato momento un *significante* viene eletto a segno ufficiale (ma anche la sua stabilizzazione è temporanea e soggetta al cambiamento della società). Cfr. sul punto G. Marrone, *Prima lezione di semiotica*, Roma-Bari 2018, 20 ss. e 49 ss.

⁸ Nella dottrina italiana cfr., tra i contributi più recenti, N. Irti, *Un "volo di storni" tra lingua e diritto*, in *RTrimDPC* 2022, 962 ss.; C. De Maglie, *Il linguaggio del diritto penale e principio di effettività: spunti di riflessione*, in *Discrimen*, 31.3.2023, 6 ss. ove si evidenzia come la natura specialistica del linguaggio penale comporta sia lati positivi che negativi. I lati positivi sono caratterizzati dalla "precisione" e dall'"economia"; il lato negativo risiede nella poca comprensibilità ai non tecnici. Su questo tema, si veda anche, della stessa Autrice, C. De Maglie, *La lingua del diritto penale*, in *Crim* 2018, 113 ss. Nella dottrina anglosassone si veda ampiamente G. Fletcher, *Rethinking Criminal Law*, New York 1978, 396 ss. il quale evidenzia che uno dei problemi più caratteristici della terminologia legale è caratterizzata dall'uso in senso descrittivo e normativo dello stesso termine (ad esempio *malice* che ha un alto contenuto morale ma che quando è usato nel reato di omicidio è fatto in senso giuridico).

⁹ Sui problemi generali relativi agli aspetti linguistici della traduzione, cfr. ampiamente R. Jakobson, *Saggi di linguistica generale*, Milano 1963, 56 ss. il quale evidenzia come è ben possibile che, nel tradurre da una lingua all'altra, non esistano le stesse "categorie grammaticali" e che quindi bisogna utilizzare delle perifrasi (ad esempio in russo esistono forme duali come *brata* che in italiano può essere tradotto solo aggiungendo l'aggettivo numerale "due fratelli"). Però, osserva l'Autore, come la mancanza in una lingua di determinate forme grammaticali potrebbe creare problemi nelle traduzioni successive di una stessa frase o parola isolata, portando addirittura a privare del tutto la stessa del suo contenuto iniziale. A ciò si aggiunga che la categoria grammaticale che spesso viene giudicata come qualcosa di puramente formale assume in realtà un ruolo fondamentale nella società: ad esempio, Jakobson racconta come il pittore russo Repin era sorpreso che il *peccato* fosse rappresentato

pensare al celebre esempio di Hjelmslev riguardo ai diversi modi di esprimere l'ignoranza nelle varie lingue ("non so" in italiano): in base alla costruzione, ogni lingua pone l'enfasi su un elemento diverso e non si può individuare a priori una che abbia più senso dell'altra, ma per mezzo della comparazione si ricava che tutte hanno in comune la *materia del contenuto*; hanno cioè lo stesso senso¹⁰.

Premesso ciò, nel presente lavoro si cercherà di mettere in luce che il termine *material/materiality* può assumere due diverse accezioni, sia nel sistema giuridico di sua appartenenza (quello anglosassone), che nell'ordinamento italiano.

Una prima accezione, qui definita "comune", la quale traduce *materiality/material* come "rilevante", svolge negli abusi di mercato nell'ordinamento italiano la funzione di evidenziare che le condotte devono essere offensive del bene giuridico tutelato (§3.3)¹¹. In questi illeciti il ruolo di tale aggettivo sembra essere quella di guidare l'interprete nella selezione delle condotte concretamente offensive del bene giuridico tutelato dalla norma; serve a selezionare in concreto solo le condotte che mettono in pericolo il corretto funzionamento del mercato finanziario. Come si vedrà, il legislatore, negli abusi di mercato, lo ha consapevolmente trasposto nella definizione di informazione privilegiata per mezzo di un'articolata descrizione (§3.2. e 3.3.). Il termine *material* svolge una funzione importante negli Stati Uniti d'America (§3.1), dove non esiste un bene giuridico attorno al quale creare un reato, che possa fungere anche da parametro interpretativo¹². In tale sistema, il "minimo" dell'offesa dipende dalla descrizione dell'incriminazione¹³.

dagli artisti tedeschi come una donna, perché in russo è una parola maschile (*grex*), non rendendosi conto che invece in tedesco *Die Sünde* è una parola femminile.

¹⁰ Riporta l'esempio G. Marrone, *op. cit.*, 69 ss.

¹¹ La precisazione è necessaria perché *material* nella lingua inglese ha "comunemente" varie accezioni. Infatti, secondo l'*Oxford English Dictionary* il termine può corrispondere: nella filosofia, all'opposto del formale (quindi quello che noi tradurremmo materiale); nella logica, concerne la materia, come distinta dalla forma o dalla ragione; nel senso comune, di seria o sostanziale importanza, di grande conseguenza, importanza; nella legge, applicato all'evidenza o ai fatti che sono così significanti da influenzare o determinare una conseguenza, ecc. Come si può vedere nella sua accezione comune è traducibile come *rilevante*, così come anche in quella "legale". In nessun caso è usata quindi nella sua traduzione italiana di "materiale" come opposto a "formale" o come "sostanza". Per *materiality* si intende nel senso legale la qualità di essere *material* o *importante* per lo scopo contemplato.

¹² Sul bene giuridico come canone ermeneutico si vedano *ex multis* V. Manes, *Il principio di offensività nel diritto penale, canone di politica criminale, criterio ermeneutico, parametro di ragionevolezza*, Torino 2005, 245 ss.; D. Pulitanò, *Offensività del reato (principio di)*, in *ED, Annali*, VIII, Milano 2015, 665 ss. Per un approfondimento sulla matrice storica dell'utilizzazione del bene giuridico come strumento metodologico nella fase interpretativa, vedasi, ampiamente, F. Angioni, *Contenuto e funzioni del concetto di bene giuridico*, Milano 1983, 24 ss.

¹³ Sul "minimo dell'offesa" cfr. P. H. Robinson, *Criminal Law*, Boston 1997, 131 ss.

Un secondo significato, definibile “tecnico”, è invece quello proprio della scienza aziendalistica-contabile in materia di redazione dei bilanci, che ha fatto propria l’elaborazione del concetto di *materiality* nata in campo penale e l’ha trasformato in un principio contabile¹⁴ (§4).

In questo caso, nella fattispecie di falso in bilancio assume quale ruolo quello di delimitare in astratto le condotte penalmente rilevanti (§4 ss.). In tale ambito è spesso la giurisprudenza a suggerire che il significato di *materiality* non sia quello “comune” di *rilevanza* ma che invece vada legato alla disciplina tecnica di settore. Tale interpretazione è preferibile perché rende “accessibile” l’incriminazione, imponendo che quando le condotte insistono su documenti contabili, il concetto di *rilevante* vada inteso come informazione/dato rilevante in senso tecnico. Ciò è importante perché, come noto, l’“accessibilità” (insieme alla prevedibilità) costituisce il vero cuore della legalità, non solo nazionale ma anche sovranazionale¹⁵.

Nei reati societari il concetto di *material/materiality* non ha quindi solo la funzione di selezionare in concreto le condotte offensive del bene giuridico tutelato, ma anche quello di operare direttamente sul ritaglio delle condotte tipiche in astratto. In altre parole, è falsità in bilancio solo quella condotta che è contraria alle norme civilistiche in materia di redazione dei bilanci (ovviamente qualora ricorrano anche tutti gli altri elementi di fattispecie).

Si precisa che nelle conclusioni (§6) il senso “tecnico” è inteso in modo più ampio. Invero, senza voler anticipare nel dettaglio quello che si dirà nel proseguo, si metterà

¹⁴ Si precisa fin da ora che nell’ordinamento italiano la *materiality* è tecnicamente non un “principio” ma una “clausola generale”. Nel presente lavoro si utilizza il termine principio poiché, essendo considerato tale nella normativa anglosassone di provenienza, in tal modo si rende più omogeneo il riferimento all’interno di tutti i paragrafi. Si segnala inoltre che solo quando è strettamente necessario per motivi di precisione tecnica si indicherà chiaramente che la *materiality* è una clausola generale. Sulla differenza tra “principio” e “clausola generale” cfr. E. Bocchini, *Diritto della contabilità delle imprese, Bilancio d’esercizio*, Milano 2021, 47 ss. In senso critico rispetto alla collocazione della *materiality* tra le clausole generali invece che nei principi vedi G.E. Colombo aggiornato da M.S. Spolidoro, *Aspetti giuridici della formazione e della natura del bilancio. Le clausole generali della rappresentazione veritiera e corretta e della chiarezza*, in *Il bilancio di esercizio. Profili aziendali, giuridici e principi contabili*, a cura di A. Palma, Milano 2022, 48 ss.

¹⁵ Per la dottrina inglese l’“accessibilità” si può a sua volta suddividere in quattro componenti: pubblicità, chiarezza e intellegibilità, valenza per il futuro e una ragionevole stabilità. Sul punto si veda J. Beatson, *The Rule of Law and the separation of power*, Londra 2021, 29 ss. Sulla prevedibilità cfr. F. Sgubbi, *Il diritto penale totale. Punire senza legge, senza verità, senza colpa. Venti testi*, Bologna 2019, 40 ss.; A. Nappi, *La prevedibilità nel diritto penale. Contributo ad un’indagine sistemica*, Napoli 2020, *passim*; F. Palazzo, *Considerazioni minime sulla prevedibilità della decisione giudiziale*, in *CP* 2022, 941 ss.; V. Manes, *Common law-isation del diritto penale? Trasformazioni del nullum crimen e sfide prossime future*, in *CP* 2017, 955 ss. In generale sul principio di legalità in Europa C. Peristeridou, *The principle of legality in European criminal law*, Bruxelles 2015 (305 ss. con particolare riferimento all’“accessibilità”).

in risalto che lo schema di incriminazione delle false comunicazioni sociali è stato impiegato in altri illeciti “economici”. Anche in questi reati, la *rilevanza* delle informazioni omesse o falsificate è un elemento costitutivo della fattispecie. Poiché tali illeciti non hanno ad oggetto il bilancio societario come documento falsificato, la *rilevanza* in senso “tecnico” sarà, non quella ritenuta tale dalla scienza aziendalistica-contabile, ma parametrata comunque a discipline giuridiche e specifiche di settore civili o amministrative.

Lo scopo di questa indagine, in ultimo, è quello di suggerire che nella tipizzazione delle fattispecie di reato – al fine di renderle più “accessibili” per i consociati – si faccia uso di locuzioni diversificate per indicare il concetto di *materiality* in senso “comune” e in senso “tecnico”.

Si procederà, quindi, prima all’analisi del concetto di *materiality* come espressione “comune”, sia nel sistema anglo-americano (Stati Uniti d’America e Regno Unito¹⁶) che in Italia (§§ 3 ss.), poi, in un secondo momento, si metterà la luce il concetto nella sua accezione tecnica-contabile (§§ 4 ss.).

In ultimo, si prenderanno in considerazione altri illeciti che utilizzano nella tipizzazione la parola “*rilevante*”, al fine di mettere in luce come, in reati caratterizzati da discipline sottostanti di diritto civile o amministrativo, è preferibile che tale espressione assuma un significato “tecnico”, non nel senso di tecnica di redazione di bilancio, ma di richiamo alla disciplina giuridica civile o amministrativa di riferimento (§5).

A tal fine, è opportuno precisare che l’uso del termine *material* è assai risalente nel tempo ed è legato, in generale, al concetto di inganno e agli illeciti (sia civili che penali) aventi a che fare con la produzione di false rappresentazioni¹⁷. La presente indagine è circoscritta invece all’uso del vocabolo ai soli reati c.d. economici.

Prima di procedere è però opportuno premettere le ragioni per le quali le

¹⁶ Si precisa fin da subito che il Parlamento legifera sempre per l’intero Regno Unito ma frequentemente è necessario distinguere l’Inghilterra e il Galles, da un lato, e la Scozia dall’altro, poiché i sistemi legali sono largamente differenti (D.J. Baker, *Glanville Williams & Dennis Baker Treatise of Criminal Law*, New York 2021, 3 ss.). In merito all’oggetto della trattazione, per quanto riguarda gli abusi di mercato (§3.2) e il falso in bilancio (§4.2) la normativa è applicabile al Regno Unito nella sua interezza, non rintracciandosi alcuna normativa scritta specifica per la Scozia, per quanto riguarda invece le procedure concorsuali (§5) la Scozia ha alcune particolarità sotto il profilo civilistico che però non verranno approfondite e non necessitano in questa sede approfondimento (ad esempio ha un *Bankruptcy (Scotland) Act* del 1985). In generale, sul diritto penale scozzese, nella dottrina italiana, si veda A. Cadoppi– A. McCall Smith, *Introduzione allo studio del diritto penale scozzese*, Padova 1995, *passim*. Per il diritto inglese, sempre nella dottrina italiana, cfr. S. Vinciguerra, *Introduzione allo studio del diritto penale inglese. I principi*, Padova 1992, *passim*.

¹⁷ Per un ampio approfondimento cfr. P. MacDonald Eggers, *Deceit. The lie of the law*, Londra 2009, 88 ss.

incriminazioni a tutela della veridicità e trasparenza dell'informazione societaria sono venute alla luce e si sono trasformate nel tempo, poiché al fine di valutarne il significato utilizzato di volta in volta nelle fattispecie delittuose è necessario conoscere la *ratio* di tali illeciti. Solo conoscendo l'oggetto di tutela e lo scopo dell'incriminazione risulterà possibile differenziare la funzione svolta dal concetto nelle singole fattispecie. Si tenga infine in considerazione che in Europa la disciplina civilistica/amministrativa della trasparenza dell'informazione è precedente alla normativa in materia di *insider trading*¹⁸, che si è aggiunta solo successivamente quale "sussidio".

2. La ragione sottesa alla tutela della trasparenza e correttezza dell'informazione societaria sembra essere l'eliminazione, per quanto possibile, della c.d. asimmetria informativa tra gli operatori di mercato¹⁹. La tutela dell'informazione societaria è da considerarsi quale strumento principale attraverso cui l'ordinamento consente un'allocazione corretta ed efficiente delle risorse di mercato²⁰. Ed è il bilancio d'esercizio (unito alle comunicazioni obbligatorie) lo strumento mediante il quale la società diffonde informazioni su se stessa²¹.

Per quanto attiene al mercato mobiliare e alle società quotate, l'informazione è regolamentata al "massimo": essa è "continua", cioè deve essere fornita a cadenze determinate (es. bilanci); gli emittenti sono poi tenuti a dare specifiche informazioni ogni qual volta si verifichino determinati eventi (es. il prospetto informativo); infine, le società devono comunicare "il prima possibile" le informazioni privilegiate²².

Il mercato, invero, costituisce un luogo dove vi sono delle parti in gioco, che nella negoziazione devono comporre ciascuno i propri interessi²³. In tale contesto è spesso possibile che una delle due possieda informazioni sconosciute all'altra, o non conosciute negli esatti termini, ragion per cui si è resa necessaria una

¹⁸ In proposito è noto come la direttiva sull'informazione continua risale al 1979 mentre la prima direttiva in materia di *insider trading* è di 10 anni dopo, ovvero del 1989.

¹⁹ Sul punto si veda *ex multis* S. Gilotta, *Le società quotate e l'informazione societaria*, in *Il Testo unico finanziario. Mercati ed emittenti*, diretto da M. Cera e G. Presti, Bologna 2020, 1474 ss.

²⁰ M. De Poli, *Informazione societaria nei mercati finanziari e responsabilità degli amministratori di banca*, in *Le Società*, 2022, 484 ss. Sull'importanza dell'efficienza del mercato finanziario cfr. P. Barnes, *Stock Market Efficiency, Insider Dealing and Market Abuse*, Londra 2016, § 1

²¹ Il bilancio in realtà ha due funzioni: la prima è sicuramente quella informativa sulla dimensione quantitativa e sulla composizione del patrimonio sociale, ed anche sugli utili conseguiti o le perdite di esercizio; la seconda è invece c.d. organizzativa (in questo senso G.E. Colombo aggiornato da M.S. Spolidoro, *op. cit.*, 35).

²² Ancora M. De Poli, *Informazione societaria nei mercati finanziari e responsabilità degli amministratori di banca*, in *LS* 2022, 484 ss.

²³ A. Nisco, *op. cit.*, 26.

regolamentazione. Se tale regolamentazione ai tempi del codice di commercio o del codice civile risultava improntata all'autonomia contrattuale, nei tempi più moderni la complessità del mercato ha richiesto una spiccata attenzione alla trasparenza dell'informazione²⁴. Ciò avviene attraverso la creazione di innumerevoli illeciti costituenti dei veri e propri microsistemi.

Da un lato, abbiamo i reati posti a presidio della veridicità del bilancio e più in generale delle comunicazioni sociali, che costituiscono, per l'appunto, il nucleo storico del diritto penale societario. Queste incriminazioni, seppur riformulate più volte dal legislatore ed ibridate di concetti non appartenenti all'esperienza giuridica italiana, sono costruite come delle ipotesi speciali di falso in scrittura privata²⁵.

Dall'altro lato, negli abusi di mercato, l'informazione, che viene definita come privilegiata, costituisce, come noto, un concetto chiave. Gli illeciti di *insider trading* e di manipolazione informativa sono accomunati da una particolare posizione che sfrutta il soggetto attivo, segnatamente il "dislivello informativo"²⁶. Si differenziano, però, perché nel primo caso, l'*insider* sfrutta una notizia vera²⁷; il manipolatore, invece, diffonde una notizia falsa.

Come detto, i reati a protezione della trasparenza ed efficienza dell'informazione societaria cercano di contrastare l'asimmetria informativa, ritenuta un "male" nel sistema economico (in senso ampio). Invero, la fiducia che gli investitori hanno nel mercato dipende dalla percezione degli stessi circa il suo corretto funzionamento; percezione che, a sua volta, dipende dalla sensazione di aver accesso equamente alle medesime informazioni degli altri²⁸.

Agli inizi degli anni '60 del secolo scorso due economisti statunitensi (P. Samuelson

²⁴ Si veda sul punto di nuovo A. Nisco, *op. cit.*, 26 ss. In generale sulla regolamentazione del mercato cfr. anche A. Carmona, *Premesse a un corso di diritto penale dell'economia. Mercato, regole e controllo penale della postmodernità*, Padova 2002, 161 ss.

²⁵ Dai falsi mutuano la natura di reato di pericolo e la strumentalità della tutela di un bene ulteriore rispetto alla fede pubblica, nel caso di specie il patrimonio dei soggetti terzi; in questo senso v. S. Seminara, *Diritto penale commerciale. Volume II. I reati societari*, Torino 2021, 38 ss.

²⁶ Così M. Gambardella, *Condotte economiche e responsabilità penale*, Torino 2022, 404.

²⁷ Uno studio condotto dall'Ufficio Abusi di Mercato di Consob, con particolare riguardo all'uso dell'informazione privilegiata prima del lancio di un'OPA/OPS da parte di un *insider*, ha messo in luce che la maggior parte delle violazioni avviene circa due/tre settimane prima della pubblicazione della notizia. Lo studio è stato esposto durante il Convegno «Supervisione finanziaria e sistema sanzionatorio» tenutosi nelle giornate del 28 ottobre 2022 e 14 novembre 2022, organizzato dalla CONSOB e dall'Università Bocconi e pubblicato da C. Milla, *Market Abuse Regulation*, in *RdS* 2023, 159 ss.

²⁸ In questo senso cfr. S. T. Green, *I crimini dei colletti bianchi. Mentire e rubare tra diritto e morale*, Milano 2006, 281 ss.

e E.F. Fama) hanno teorizzato, individualmente²⁹, la c.d. *Efficient Markets Hypothesis* secondo la quale i prezzi del mercato riflettono tutte le informazioni disponibili (generando non poche critiche rispetto alla razionalità dei comportamenti umani)³⁰.

Un operatore economico razionale è portato a non investire o ad investire in modo minore se ritiene che le informazioni che detiene non siano veritiere o che possano essere incomplete. Paradossalmente, in una condizione di asimmetria informativa si crea un vantaggio per titoli di “peggiore qualità” poiché, per quelli di “buona qualità”, si ritiene che il corrispettivo pagato per gli stessi sia iniquo³¹.

In realtà l'investitore non è mai totalmente razionale, nel senso che le decisioni dello stesso non sono fondate su meri dati economici, piuttosto sono influenzate da come questi si aspetta che si comportino gli altri operatori sul mercato³². Ciò significa che se alcuni soggetti agiscono in stato di vantaggio informativo, la loro condotta falsa la percezione degli altri³³.

Ciò spiega perché nel tempo si è cercato di combattere l'asimmetria informativa

²⁹ La tesi è stata sviluppata indipendentemente dai due economisti secondo separati progetti di ricerca. Per un approfondimento cfr. Lo. W. Andrew, *Efficient Markets Hypothesis*, in *The New Palgrave: a Dictionary of Economics*, a cura di L. Blume-S. Durlauf, Londra 2007, *passim*.; P. Barnes, *op. cit.*, § 3.

³⁰ Si veda ancora ampiamente Lo. W. Andrew, *op. cit.*, *passim*.

³¹ Quanto all'asimmetria informativa, come noto, il maggior teorizzatore è il premio Nobel George Akerlof, che nel 2001 ha ricevuto, unitamente a Michael Spence e Joseph Stiglitz il premio proprio per la loro ricerca sull'asimmetria di informazioni. Il suo contributo più rilevante è l'articolo, pubblicato nel 1970, *The Market for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism*. Nell'articolo si evidenzia come si è in stato di asimmetria informativa quando una parte, in una trattativa, possiede più informazioni dell'altra. L'esempio è quello di un venditore di automobili usate che possiede informazioni sulle macchine, per la sua formazione e esperienza, più del potenziale acquirente. In questo caso la parte non informata ha un rischio, ovvero sia quello di pagare un prezzo non equo per l'automobile che deve acquistare. Per neutralizzare tale rischio, la parte meno informata potrebbe richiedere un “*risk premium*” (ad esempio chiedere uno sconto sul prezzo). L'abbassamento dei prezzi potrebbe quindi scoraggiare i venditori di prodotti qualitativamente alti a entrare nel mercato. In una situazione siffatta gli investitori sono quindi indotti ad abbandonare il mercato, secondo il fenomeno noto come “selezione avversa”. Cfr. J.L. Hansen, *The trinity of market regulation: Disclosure, insider trading and market manipulation*, in *IJDG* 21.1.2003, 64 ss.; A. Perrone, *Informazione al mercato e tutela dell'investitore*, Milano 2003, 2 ss.

³² Per una critica al comportamento razionale del c.d. *Homo oeconomicus* cfr. D. Fondaroli, *Homo oeconomicus*, in *Studi in onore di Carlo Enrico Paliero*, a cura di C. Piergallini, G. Mannozi, C. Sotis, C. Perini, M. Scoletta, F. Consulich, Milano 2022, 1527 ss.; *Nudging. Il contributo di Thaler alla scienza economica e alcuni riflessi dell'economia comportamentale sulla valutazione delle politiche pubbliche*, Senato della Repubblica, Ufficio Valutazione Impatto, Esperienze n. 31, gennaio 2018, consultabile sul sito ufficiale del Senato della Repubblica.

³³ Non a caso la normativa in materia di abusi di mercato, come emerge dai considerando 2 e 12 della direttiva 2003/6/CE, ha come finalità di assicurare l'integrità dei mercati finanziari dell'Unione europea e di accrescere la fiducia degli investitori in tali mercati, fiducia che si fonda, in particolare, sul fatto che essi saranno posti su un piede di parità e tutelati dinanzi all'utilizzazione illecita di informazioni privilegiate (v., in tal senso, Corte di Giustizia, 23 dicembre 2009, *Spector Photo Group*, C-45/08). Sull'integrità dei mercati si veda J. Austin, *Insider Trading and Market Manipulation. Investigation and Prosecuting Across Borders*, Cheltenham 2017, 14 ss.

attraverso la regolamentazione del mercato, mettendo quindi al centro della tutela penalistica l'informazione societaria³⁴.

La trasparenza dell'informazione societaria è garantita secondo una "triade" di obblighi/divieti (*Trinity of Market Regulation*): obblighi di trasparenza (*obligation to disclose*), divieto di uso di informazioni non possedute da altri operatori (*ban on using any informational advantage*); divieto di diffusione di informazioni fuorvianti (*ban on misinformation*)³⁵.

La tutela è rafforzata, anche, dalla creazione di illeciti posti a tutela delle funzioni di controllo (i reati di ostacolo alle funzioni delle Pubbliche Autorità di Vigilanza).

È bene osservare come, stante la globalizzazione del mercato³⁶, anche il diritto penale ha risentito di tale effetto. Invero, tutti gli illeciti a tutela della trasparenza dell'informazione societaria vedono penetrare nella loro struttura di fattispecie un concetto appartenente alla cultura economica e giuridica anglosassone, risalente già agli anni '30 del secolo scorso: la *materiality*, traducibile come "necessaria rilevanza dell'informazione". Da qui nasce l'opportunità della comparazione in questo settore che sarà condotta prendendo le mosse dagli illeciti a tutela del mercato finanziario negli Stati Uniti d'America e dalla disciplina federale.

3.1. Il concetto di *materiality* (traducibile come *rilevanza*), in quella che può essere l'accezione che si vuole intendere come "comune", ha la sua matrice nel diritto statunitense e più precisamente nella normativa federale.

L'uso del termine per la prima volta si rintraccia nel *Securities Act 1933* e nel *Securities Exchange Act 1934*, che costituiscono i due testi normativi nati dopo il crollo della Borsa di Wall Street, al fine di regolamentare il mercato finanziario³⁷, aventi quali

³⁴ In realtà la discussione in merito alla regolamentazione del mercato in Europa non è stata fin da subito pacifica. Per una ricostruzione cfr. H. Schmidt, *Insider Regulation and Economic Theory*, in AA.VV., *European Insider Dealing*, Oxford 1991, 21 ss.; con specifico riguardo all'*insider trading* v. K. Volk, *Strafrecht gegen Insider?*, in *Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht* 1978, 1 ss. in traduzione italiana a cura di D. Pettinari-Germann, in *Sistema penale e criminalità economica. I rapporti tra dommatica, politica criminale e processo*, Napoli 1998, 129 ss. Per una ricostruzione approfondita del dibattito negli Stati Uniti d'America, a partire dagli anni 30 del secolo scorso, si veda ampiamente H.G. Manne, *Insider Trading and the Stock Market*, New York 1966, 4 ss. e 77 ss. per un approfondimento sulle varie ipotesi di regolamentazione o non regolamentazione del mercato.

³⁵ In questo senso J.L. Hansen, *op. cit.*, 66 ss.; per la dottrina italiana cfr. A. Nisco, *op. cit.*, 28.

³⁶ È concetto noto che i mercati nazionali siano ormai influenzati reciprocamente e che le crisi si estendono ben oltre i confini nazionali (sul punto si veda per tutti J.E. Stiglitz, *Bancarotta. L'economia globale in caduta libera*, Torino 2014, *passim*).

³⁷ Sul crollo della borsa, per un commento di un'economista, cfr. J. Robinson, *op. cit.*, Torino 1972, 92 ss.

obiettivi quelli di assicurare la trasparenza del mercato e di creare una normativa federale che vietasse le false rappresentazioni e le condotte fraudolente su titoli (c.d. *Securities Fraud* assimilabili agli abusi di mercato)³⁸.

La responsabilità per l'abuso di informazioni privilegiate, e più in generale per qualsiasi condotta manipolativa del mercato, è ricavabile dalla *sec. 10(b)* del *Securities Exchange Act* e dalla *Rule 10b-5*, che delineano degli schemi di tipo frodatario³⁹. Dalla

³⁸ Si specifica che il *Securities Exchange Act* disciplina prevalentemente le transazioni dei titoli nei mercati secondari.

³⁹ Le Corti federali usano due schemi per applicare le regole suddette per il *trading* e il *tipping*, e questi sono: *the Classical Special Relationship of Trust and Confidence* (anche detta *The Classical Special Relationship Triangle*) e *the Misappropriation Theory*. La prima ha come *leading case* *Chiarella v. United States*. Il Sig. Chiarella lavorava per una stampa finanziaria e per tale ragione aveva accesso ad una serie di documenti, tra i quali rientravano anche cinque annunci di offerte d'acquisto senza i nomi in chiaro. Questi riusciva a capire a chi si riferissero tali annunci e sulla base di questa informazione acquistava i titoli di tali emittenti, che rivendeva sul mercato appena la notizia diventava pubblica. La Corte, nel caso di specie, dopo aver chiarito che non sempre il divieto di uso coincide con l'obbligo di *disclosure*, ha affermato che per ritenere la condotta illecita deve sussistere un *affirmative duty* basato su una *relationship of trust and confidence* tra le parti coinvolte nella transazione. Obbligo che nel caso di specie risultava mancante. Un secondo caso rilevante è rappresentato dalla pronuncia *Dirks v. Sec. Il Sig.* *Dirks* era un analista venuto a conoscenza di una frode all'*Equity Funding of America* da una fonte interna alla società. Questi comunicava quindi l'informazione al Fondo e al *Wall Street Journal* che a sua volta contattava la SEC, la quale interrompeva immediatamente le negoziazioni. Il Sig. *Dirks* trasmetteva altresì i risultati ad alcuni *institutional investor* che per tale ragione vendevano le azioni del Fondo. La SEC intentava quindi un'azione avverso questi, imponendo la sanzione della censura. La Suprema Corte, investita del ricorso, difformemente ha affermato che: un *tippee* (*insider* secondario, ovvero il soggetto che riceve la notizia da una fonte interna) non ha generalmente alcuna relazione fiduciaria con l'emittente; la responsabilità del *tippee* sussiste quando è a conoscenza della violazione degli obblighi fiduciari della fonte interna e se ne trae beneficio (c.d. *personal benefit test*). Nel caso di specie il Sig. *Dirks* non ha tratto alcun beneficio dalla sua condotta e non avendo alcun obbligo di *disclosure* non può violare né la *sec. 10(b)* né la *Rule 10b-5*. La teoria esposta, che consente di estendere la *fiduciary relationship* dalla fonte interna al *tippee* quando ne ricorrono le condizioni enunciate nella pronuncia *Dirks*, prende il nome di *The Classical Special Relationship Triangle*. Il limite di tale teoria, rispetto alla responsabilità dell'*insider* secondario, risiede nel fatto che questa presuppone necessariamente la negoziazione ed anche la conoscenza della posizione fiduciaria del *tipper*. Il divieto del *tipping* sussiste anche per l'*insider* secondario se dalla divulgazione ne trae un *personal benefit*. Inoltre, si segnala anche l'esistenza della *Rule 14e-3(01)(i)* che in caso di offerta pubblica vieta ad un *insider* di divulgare informazioni riguardo l'offerta. La seconda teoria, la c.d. *The Misappropriation Doctrine*, è pensata per i casi dove la fonte dell'informazione non è una fonte interna. In altre parole, il soggetto "B" è soggetto che si è appropriato dell'informazione fraudolentemente e la usa per negoziare o la comunica al *tippee*, che la utilizza. Il *leading case* è *United States v. O' Hagan*. Nell'agosto del 2000 la SEC ha adottato la *Rule 10b5-2* che fornisce una lista non esaustiva di tre circostanze che fondando il *duty* e, quindi, il divieto di uso dell'informazione. Queste sono: a) quando il soggetto viene a conoscenza della stessa in modo confidenziale; b) quando l'informatore e il ricevente hanno un rapporto tale che induce l'informatore a ritenere che l'informato mantenga il riserbo; c) quando si riceve l'informazione da un parente. Per un approfondimento v. S. Bainbridge, *Research Handbook of Insider Trading*, Cheltenham 2013, 3 ss.; W. Wang – M. Stainberg, *Insider trading*, New York 2010, 451 ss.; D. Mills – R. Weisberg, *White-Collar Crime*, New York 2020, 193 ss.; S.P. Green, *op. cit.*, 283 ss. Sul punto si conceda un rimando anche a D. Federici, *Chi è l'insider? La cassazione ritorna sui soggetti attivi dell'abuso di informazioni privilegiate*, in *CP* 2022, 597 ss.; Sulla *Rule 10b-5* cfr. H.G. Manne, *Insider Trading and the Stock Market*, New York 1966, 33 ss. La responsabilità per *insider trading* è poi inserita anche nel Titolo 18 del U.S.C. (così come emendato dal *Sarbanes Oxley Act*). A

combinazione del testo normativo e dalle interpretazioni dello stesso ad opera della Corte federale, si ricava, come elemento necessario dell'illecito, il fatto che il soggetto negozi su titoli sulla base di un'informazione *material*, in violazione di un rapporto fiduciario tra chi detiene le azioni e chi le compra.

L'informazione su cui il soggetto negozia deve quindi possedere il requisito indefettibile della *materiality*. Infatti, qualora l'informazione non possedesse tale caratteristica, la negoziazione e la *selective disclosure* sarebbero assolutamente lecite. Il concetto di *materiality* è quindi elemento costitutivo delle *Securities Fraud*, che l'accusa deve provare in giudizio, senza però trovare nel testo una sua definizione. Il legislatore non ha invero indicato esplicitamente quando un dato è rilevante o su cosa (o chi) parametrare la rilevanza.

La definizione prende forma attraverso le pronunce delle Corti secondo un approccio tipicamente casistico. I *leading case* in tale ambito sono *TSC Industries v. Northway Inc.*⁴⁰ e *Basic Inc. v. Levinson*⁴¹. Nella prima pronuncia, la condotta penalmente rilevante aveva ad oggetto la mancata diffusione di alcune informazioni esistenti⁴²; nella seconda, invece, la diffusione di notizie false riguardava un avvenimento incerto⁴³.

In *TSC* la Corte ha enunciato il famoso *TSC test* secondo il quale un'informazione può considerarsi *material* quando la mancata rivelazione della stessa potrebbe avere l'effetto di alterare significativamente il "*total mix*" di informazioni disponibili al soggetto modello⁴⁴. In tale pronuncia la giurisprudenza ha messo in luce che il concetto di *materiality* è oggettivo e per darne una definizione l'informazione va posta in relazione rispetto all'investitore ragionevole. Infatti, l'informazione sarà rilevante in

prima vista la responsabilità ai sensi del Titolo 18 (e in modo specifico per *mail fraud* e *wire fraud*) sembra un mero doppione della *Rule 10b-5*. In realtà non è così, perché gli elementi di fattispecie non sono totalmente coincidenti. Inoltre, nel Titolo 18 l'*insider trading* non è più legato alla regolamentazione delle azioni quanto invece alle leggi sulle telecomunicazioni: il reato si perfeziona cioè per aver frodato il sistema informatico o delle telecomunicazioni. In tale ambito la frode non avviene avverso la controparte come per l'*insider trading* "classico" ma avverso il proprietario dell'informazione. Sul titolo 18 si veda Z. J. Lustbader, *Title 18. Insider Trading*, in *YLJ* Maggio 2021, 1875 ss.

⁴⁰ 426 U.S. 438 (1976).

⁴¹ 485 U.S. 224 (1988).

⁴² Nel dettaglio questo è un caso regolato dalla c.d. *proxy rule*, segnatamente una disciplina concernente l'accaparramento delle deleghe in assemblea. Per un approfondimento cfr. J. K. Strader – S. D. Jordan, *White collar crime, cases, materials, and problems*, New York 2015, 243 ss.; W. Wang – M. Stainberg, *op. cit.*, 107 ss.

⁴³ Riguardava una possibile fusione della società quotata con altra società.

⁴⁴ J.K. Strader, *Understanding White Collar Crime*, New York 2002, chapter 5, §5.09.

base alla sua capacità di influenza del giudizio e delle scelte di un investitore modello⁴⁵.

Nella successiva pronuncia, *Basic Inc. v. Levinson*, al fine di valutare la *rilevanza* di un fatto incerto, la Corte, dopo aver analizzato e rigettato diverse teorie, ha ritenuto opportuno utilizzare gli approdi del *Second Circuit* in *Sec v. Texas Gulf Sulphur co.*⁴⁶. Nel dettaglio, i giudici federali hanno considerato non pregevole la teoria della *fraud-on-the-market*, secondo la quale l'informazione è *material* tutte le volte in cui è mendace (cioè la rilevanza è presunta esclusivamente sulla base della falsità della stessa). Tale approccio viene criticato poiché non ha il pregio di tenere adeguatamente separati tutti gli elementi di fattispecie. Infatti, la mendacità è un elemento a sé stante che non può essere indicativo della rilevanza dell'informazione. Come anticipato, la Corte ha invece condiviso quanto affermato in *Sec v. Texas Gulf Sulphur co.*, ove è stato teorizzato un test per la *materiality* – il c.d. *probability magnitude test* – nei casi in cui è complesso valutare la rilevanza dell'informazione per il suo alto tasso di speculatività.

Il *test* prevede che per comprendere se un'informazione è *material*, è necessario operare un bilanciamento tra due fattori: a) la probabilità che l'evento si verifichi; b) la possibilità di impatto che l'evento avrebbe alla luce delle attività totali della società⁴⁷. Si anticipa fin da subito che tale *test* sarà poi utilizzato anche dalla Corte di Giustizia per valutare se una determinata informazione possa considerarsi privilegiata (§3.3.).

La *materiality* è elemento costitutivo anche di altri illeciti come, ad esempio, quello di *False Statement* (regolato nel *False Statement Accountability Act* alla *sec. 1001*)⁴⁸. L'analisi della giurisprudenza del concetto di *materiality* ai fini della configurazione di tale illecito appare utile, seppur esso non disciplina reati c.d. economici. Invero, il reato descrive comunque uno schema frodatorio e si caratterizza per la diffusione di una notizia falsa, così come gli abusi di mercato negli Stati Uniti.

La condotta illecita ha per l'appunto una connotazione di tipo frodatorio, prendendo in considerazione la falsificazione che però avviene tramite nascondimento

⁴⁵ Nel caso di specie l'informazione celata è stata ritenuta *material* poiché il soggetto l'avrebbe probabilmente utilizzata al momento del voto in assemblea; non è invece necessario accertare se il soggetto abbia o meno votato diversamente. Sul punto si veda J.K. Strader- S.D. Jordan, *op. cit.*, 244.

⁴⁶ 401 F.2d 833 (2d Circ. 1968).

⁴⁷ Cfr. ancora J.K. Strader- S.D. Jordan, *op. cit.*, 248; J.P. Anderson, *Insider Trading. Law, Ethics and Reform*, Cambridge 2018, 60 ss.

⁴⁸ Il vigente testo criminalizza l'azione di chi “*knowingly and willfully*” commette una delle seguenti condotte: “*falsifying, concealing, or covering up a material fact by any trick, scheme, or device; making any material false, fictitious, or fraudulent statement, or representation; making or using any false writing or document knowing it to contain any material false, fictitious, or fraudulent statement or entry.*” Sul tema cfr. K. Strader, *op. cit.*, chapter 10; O'Sullivan, *Federal White Collar Crime, Cases and Materials*, Eagan 2009, 281 ss.; S. Wickousky, *Bankruptcy crimes*, Bristol 2007, 108 ss.

di un *material fact*; mediante una condotta attiva mista omissiva. La *sec. 1001* punisce l'omessa *disclosure* solo se il comportamento si è estrinsecato in *trick, scheme or device*. La seconda condotta, caratterizzata sempre da una componente fraudolenta, riguarda invece il dichiarare il falso, quindi una condotta totalmente attiva. L'ultima riguarda infine il c.d. falso documentale.

Il silenzio è rilevante qualora sulla persona gravi il dovere di informazione oppure quando il silenzio è *misleading* (ingannevole)⁴⁹.

Fondamentale è che la falsità concerna un fatto *material* ove per lo stesso si intende, secondo la celebre pronuncia *United States v. Gaudin*⁵⁰, una dichiarazione che possiede una naturale tendenza – o capacità – di influenzare la decisione del soggetto nei confronti del quale è rivolta («*a natural tendency to influence, or be capable of influencing, the decision of the decision-making body to which it was addressed*»). Si noti che non è necessario provare che la dichiarazione abbia veramente influenzato l'agire del soggetto, piuttosto è ritenuta sufficiente la semplice attitudine a fare ciò⁵¹.

Da quanto precede, emerge come il sistema statunitense utilizza il concetto di *material/materiality* per identificare una “soglia” oltre la quale la condotta risulta essere penalmente rilevante. Gli anglosassoni non costruiscono invero le fattispecie attorno ad un bene giuridico tutelato; quindi, nell'interpretazione della legge non possono giovare di questo.

Per quanto gli Stati Uniti d'America siano un paese di *common law*, deve evidenziarsi come viga nel loro sistema il principio di legalità ed in particolare il divieto di “vaghezza” delle disposizioni e quello di irretroattività (*ex post facto*)⁵².

Già nel 1820 in una pronuncia si affermava che, per sapere se un determinato fatto costituisce un illecito penale, il testo deve renderlo chiaro e che l'estensione dello

⁴⁹ Si veda ampiamente J.K. Strader, *op. cit.*, chapter 10; O'Sullivan, *op. cit.*, 281 ss.

⁵⁰ 515 U.S. 506 (1995).

⁵¹ J. K. Strader, *Understanding White Collar Crime*, cit., §10.5.

⁵² L'art. 1 *sec. 9 e 10* della Costituzione degli Stati Uniti proibisce che lo Stato o il governo costruiscano leggi *ex post facto*. Tale regola non si applica alle leggi che riguardano la giurisdizione, la competenza territoriale e la procedura (C.E. Torcia, *Wharton's Criminal Law*, Vol. I, Rochester 1978, 64 e ss.). Sul punto si veda anche W.R. LaFave, *Criminal Law*, Eagan 2000, 103 ss. il quale specifica come sono vietate anche pronunce *ex post facto*. Invero, nonostante sia chiaro come il divieto costituzionale si applichi solo al legislatore e non ai giudici, è ovvio, allo stesso tempo, che la *ratio* sottostante tale divieto valga anche per le pronunce giurisprudenziali impendendo che queste possano essere applicate retroattivamente alla luce del principio del giusto processo (*Bouie v. City of Columbia*, 378 U.S. 347, 84 S.Ct. 1967, 12 L.Ed.2d 894 (1964)). Per un approfondimento sul tema si veda tra i più recenti W. A. Logan, *The Ex Post Facto Clause. Its History and Role in a Punitive Society*, Oxford 2023, *passim*. In generale sui principi della materia penale cfr. *ex multis* J. Hall, *General Principles of Criminal Law*, Indianapolis 1960, 27 ss.

scopo dello *Statute* deve essere ristretta al senso ordinario delle parole o di quello autorevolmente deciso in altre pronunce (c.d. *stare decisis*)⁵³. Da tale prima pronuncia deriva la teoria della “*Strict Construction*”, la quale, presupponendo che il testo debba essere chiaro, ritiene che l’interpretazione dello stesso debba limitarsi al significato delle parole⁵⁴. Infatti, un testo affetto da vaghezza è considerato incostituzionale per violazione del IV Emendamento⁵⁵.

Alla luce di ciò, concentrandoci solo sull’*insider trading*, va considerato che l’illecito è contenuto in uno *Statute*, quindi deve essere interpretato con precisione, anche considerati gli autorevoli precedenti giudiziari. Ed è proprio alla luce di ciò, che il termine *material* svolge la sua funzione pregnante: orienta l’interprete verso la sussunzione di quelle condotte che sono decettive secondo quanto stabilito dalla legge, perché cadono su fatti rilevanti.

Nonostante ciò, non sono mancate affermazioni ove si è sostenuto che la *Rule 10b-5* non vada interpretata restrittivamente ma che debba presentarsi flessibile allo scopo. Ad esempio, il giudice Rehnquist ha affermato come i *case law* sulla *Rule 10b-5* sono “querce giudiziarie” che crescono dalla piccola “ghianda” legislativa⁵⁶. Ma così facendo è evidente come le condotte punibili si rendono chiare solo *ex post* violando per l’appunto il principio di irretroattività e svelando un problema di legalità dell’illecito in esame⁵⁷.

Tra l’altro, nel caso dell’*insider trading* il problema è ancora più complesso perché il vero produttore di diritto *ex post facto* sembrerebbe ormai essere l’Autorità preposta alla vigilanza dei mercati finanziari (*Security Exchange Commission*)⁵⁸.

Questo perché nei casi in cui il testo non è così vago da essere incostituzionale, ma

⁵³ U.S. v. Wilterberg, 5 Weat. 76, 96 (1820).

⁵⁴ In questo senso cfr. J. Hall, *op. cit.*, 39 ss. Una delle prime pronunce in tal senso, seppur non richiamante esplicitamente la *Strict Construction* è da rintracciarsi negli anni ’30 del secolo scorso (*Lanzetta et. Al. V. State of New Jersey*, 306 U.S. 451, 83 L. Ed. 888, 59 S. Ct. 618 (1939)). Sul tema si veda, in dottrina, W.R. LaFave, *op. cit.*, 83 ss.; C.E. Torcia, *Wharton’s Criminal Law*, Vol. I, Eagan 2000, 59 ss. Gli Autori affrontano, anche, in generale le regole di interpretazione degli *Statutes*.

⁵⁵ Per un approfondimento sull’incostituzionalità in parola e sulla c.d. *the Void-For-Vagueness Doctrin* cfr. ampiamente per tutti W.R. LaFave, *op. cit.*, 97 ss.

⁵⁶ Affermazione contenuta in *Blue Chip Stamps v. Manor Drug Store*, citato da Z. J. Lustbader, *op. cit.*, 1880.

⁵⁷ Per un approfondimento sul problema di legalità dell’*insider trading* cfr. M. Baer, *Insider Trading’s Legality Problem*, in *YLJF* 2017, 129 ss. Sulla tipicità c.d. postuma cfr. nella dottrina italiana F. Sgubbi, *Il diritto penale totale*, Bologna 2019, 45 ss.

⁵⁸ Per uno studio sull’attività di *enforcement* della SEC si veda S.J. Choi – A.C. Pritchard, *Securities law and its enforces*, in *Research Handbook on Corporate Crime and Financial Misdealing*, a cura di J. Arlen, Cheltenham 2018, 219 ss.

risulta comunque ambiguo, le Corti federali usano le interpretazioni delle *Agency* nei settori dove esse vigilano⁵⁹.

Generalmente però tale approccio si applica all'interpretazione degli illeciti civili, mentre quanto agli illeciti penali, la regola interpretativa è quella della *Rule of Lenity*, la quale si fonda sul ritenere che la legge sia costruita *strictly* dal legislatore⁶⁰.

Tale *Rule* prevede che il giudice, dopo aver ricostruito tutti i possibili significati attribuibili ad una disposizione, deve scegliere quello più favorevole al reo. Ma, poiché nel caso dell'*insider trading* l'illecito civile e penale sono identici – o meglio si differenziano solo per l'elemento soggettivo⁶¹ – di fatto le Corti federali utilizzano indistintamente l'interpretazione della SEC in entrambi i casi⁶².

Da questo punto di vista appare pregevole la proposta di riforma dell'*insider trading* attualmente ferma in Senato⁶³ che, oltre a tipizzare in modo più chiaro l'illecito, lo avvicina anche all'esperienza europea, centrandolo non più sulla *frode* ma sulla necessità (generale) di parità di informazioni al mercato. La costruzione della fattispecie prevede il divieto di *trading* sulla base di informazioni *material* e non pubbliche, quando è ragionevole aspettarsi che l'informazione usata, se rivelata, avrebbe un *material effect* sul prezzo delle azioni⁶⁴.

3.2. Dopo aver affrontato la disciplina degli abusi di mercato negli Stati Uniti d'America e messo in luce il significato attribuito al concetto di *materiality* nel suo senso "comune" di *rilevanza*, avente la funzione di selezionare solo le condotte che possono mettere in pericolo la correttezza e la trasparenza del mercato finanziario, si procederà ora all'analisi del termine nel sistema britannico.

⁵⁹ Arrivano a tale conclusione sia la c.d. dottrina *Chevron* che quella *Auer* (che prendono il nome dalle rispettive pronunce *Chevron U.S.A., In. v. NRDC*, 467 U.S. 844(1984) e *Auer v. Robbins*, 519 U.S. 452,461 (1997)).

⁶⁰ Il *leading case* è rappresentato da *United States of America v. Wilterberg* cit. Sul punto nella dottrina italiana cfr. A. Santangelo, *Precedente e prevedibilità. Profili di deontologia ermeneutica nell'era del diritto penale giurisprudenziale*, Torino 2022, 325 ss. Per la soluzione di tentare l'applicazione della *Rule of Lenity* proprio nel caso del delitto di *insider trading* in Italia si veda A. Santangelo, *Una soluzione "di favore" per l'insider di se stesso: la rule of lenity quale criterio di risoluzione dei casi difficili*, in *DPP* 2022, 1354 ss.

⁶¹ L'illecito penale richiede come elemento soggettivo che la violazione avvenga intenzionalmente (*wilfully*).

⁶² Sul punto si veda Z.J. Lustbader, *op. cit.*, 1883 ss.

⁶³ La proposta di riforma nota come *Insider Trading Prohibition Act* è stata introdotta in Senato ad aprile 2022 e consiste in una modifica al *Securities Exchange Act* del 1934 inserendo una *sec. 16A*.

⁶⁴ La proposta di riforma è consultabile sul sito ufficiale del senato degli Stati Uniti d'America proposta n. S3990 e allo stato attuale (fine dicembre) non risulta che si sia espresso il voto in merito. Per un commento sulla necessità della riforma si veda K.R. Douglas, *How Fatal Ambiguity Undermines Effective Insider Trading Reform*, in *JCL* 2022, 354 ss.

Il Regno Unito nella tipizzazione degli illeciti non ha utilizzato lo schema delle *Securities Fraud* visto poc'anzi, piuttosto ha posto l'accento sul divieto di uso o diffusione della notizia a prescindere dalla posizione di "garanzia" rispetto alla parte terza.

In particolare, nel *Company Securities (Insider Dealing) Act 1985* si proibiva alla persona che aveva accesso alla *material non-public information*, in virtù della posizione nella società, di negoziare su titoli della stessa mentre era in possesso di tale informazione. Era anche vietato suggerire di negoziare sulla base di tale notizia⁶⁵.

L'informazione definita testualmente *price sensitive* (e non *material*) era quella: riferita alla società (direttamente o indirettamente); non generalmente conosciuta dalle persone che usualmente negoziano su quei titoli, ma che se lo fosse, sarebbe capace di influenzare in modo rilevante (*materially affect*) il prezzo dei titoli.

Come si può notare l'aggettivo *material* era riferito non all'informazione ma all'impatto sui prezzi.

Successivamente, nella versione del reato di *Insider Dealing* disciplinato nel *Criminal Justice Act 1993* (CJA), l'informazione è definita *Inside* quando potrebbe avere un *significant effect*. Viene eliminata definitivamente dal testo la parola *material*, senza che però ne venga perso il "senso", essendo sostituita dalla necessaria possibilità di avere un effetto significativo sui prezzi. Infatti, avere un effetto significativo sui prezzi significa, a ben vedere, che l'informazione è *material*, cioè un'informazione che un investitore ragionevole avrebbe utilizzato per fondare le proprie scelte di investimento.

Attualmente il sistema degli abusi di mercato nel Regno Unito è così diviso: da una parte vi sono gli illeciti penali disciplinati della Part V CJA 1993 e dalle *Sections 89, 90 e 91* del *FSA 2012*, che puniscono uno l'*insider dealing* e l'altro la *market manipulation*; dall'altra, gli illeciti civili/amministrativi previsti per la prima volta dalla *sec. 118* del *FSMA 2000*⁶⁶(ora abrogato). Infatti, a seguito della riforma europea degli abusi di mercato avvenuta attraverso il regolamento n. 596 del 2014 (MAR) – disciplinante gli aspetti amministrativi – e la direttiva 2014/57/UE (MAD II) – disciplinante gli aspetti penali –, il Regno Unito ha abrogato la disciplina originariamente contenuta nella *sec. 118* del *FSMA 2000*, la quale prevedeva anche la definizione di informazione

⁶⁵ B. Rider – K. Alexander – S. Bazley – J. Bryant, *Market Abuse and Insider Dealing*, Londra 2022, §3.5.

⁶⁶ L'illecito amministrativo era prima contenuto nella *sec. 118(2)-(8)* del *FSMA 2000*. Prevedeva tre definizioni di condotte abusive nonché sei categorie che specificano le condotte vietate. La *sec. 118B* definiva *insider* il soggetto che è in possesso dell'informazione attraverso la professione. La *sec. 118C* definiva il concetto di *inside information* ai fini del *FSA*.

privilegiata⁶⁷.

In ragione dell'uscita del Regno Unito dall'Unione Europea (c.d. BREXIT), la disciplina europea è stata applicata nel territorio britannico nel seguente modo: la *Schedule 5 dell'European Union (Withdrawal) Act 2018*⁶⁸ ha imposto al Governo di pubblicare tutta la legislazione eurounitaria che è stata emanata fino alle ore undici del 30.12.2020⁶⁹, che a partire dal 31.12.2020 è diventata a tutti gli effetti legge domestica del Regno Unito. Ciò ha fatto sì che, nonostante lo Stato non sia più parte dell'Unione, si sia continuato in un primo momento ad applicare il MAR e, per quello che ci interessa, la definizione di informazione privilegiata contenuta all'art 7.

Negli anni successivi sono seguiti altri interventi volti a completare il processo legislativo di ratifica del *Brexit Withdrawal Agreement*⁷⁰. Con particolare riferimento al settore degli abusi di mercato è stato emanato il *Financial Services Act 2021* e l'*Insider Dealing (Securities and Regulated Markets) Order 2023*, aventi ad oggetto modifiche che non incidono sul tema della presente trattazione⁷¹.

Inoltre, come emerge dall'*Economic Crime Plan 2019-2022* il Governo e l'Autorità di vigilanza del mercato finanziario del Regno Unito (FCA) sono stati incaricati di rivedere la disciplina penale degli abusi di mercato, al fine di abrogare e sostituire il diritto dell'Unione Europea in materia di mercati finanziari che, come detto, è stato mantenuto anche dopo la BREXIT⁷². Il Regno Unito, in tale più ampio contesto, ha

⁶⁷ M. Simpson – R. Powell, *Insider Dealing and Market Abuse*, in *A Practitioner's Guide to the Law and regulation of Financial Crime*, a cura di J. Peddie – C. Thomson – M. Simpson, Mytholmroyd 2018, 131 ss. Quanto all'*insider dealing* cfr. J. Russen – R. Kingham, *Financial Services Litigation*, Oxford 2020, 154 ss.; E. J. Swan – J. Virgo, *Market Abuse Regulation*, Oxford 2019, 11 ss.

⁶⁸ Tale *Act* in alcuni aspetti ribadisce la superiorità del diritto europeo a quello interno, converte le maggiori "leggi" europee in diritto domestico, preserva il diritto già recepito. L'*Act* ha anche previsto la possibilità di creare normativa secondaria funzionale a modificare il diritto EU, ormai diventato interno, che non risulta coerente con la particolare posizione del Regno Unito di non essere più uno Stato-membro.

⁶⁹ La legislazione è pubblicata su *legislation.gov.uk* in una separata sezione chiamata "*Legislation originating from EU*". Per un approfondimento, in generale, si veda D. Sabalot Deane, *Preface*, in *Butterworths Securities & Financial Service Law Handbook*, Vol. I, New York 2022, VII ss.; M. Blair WC – G. Walker – S. Willey, *Financial Markets and Exchanges Law*, Oxford 2021, 49 ss.

⁷⁰ Ci si riferisce primariamente all'*European Union (Withdrawal Agreement Act) 2020* volto ad implementare quello del 2018.

⁷¹ Con il primo si è emendato il MAR e si sono innalzate le pene per i reati di *market abuse*. Sul punto si rinvia per una trattazione più completa a B. Rider – K. Alexander – S. Bazley – J. Bryant, *op. cit.*, §4.2. Il secondo contiene disposizioni di interpretazione del CJA ed estende il numero di mercati regolamentati e tipi di azioni alle quali può applicarsi il reato, così allineando l'illecito penale con quello civile prevista dal MAR.

⁷² In particolare, nel 2023 il Governo e l'Autorità hanno completato tale revisione: sono state identificate un numero di aree dove il Governo ritiene che sia necessario aggiornare il sistema penale. Ciò va di pari passo con l'accettazione delle raccomandazioni da parte del *Fair and Effective Markets Review (FEMR)*. La revisione è stata operata nel più ampio contesto delle riforme riguardanti i servizi finanziari conosciuta come *Future Regulatory*

recentemente sostituito la regolamentazione civile degli abusi di mercato con una legislazione interna (*Financial and Service Market Act 2023*), che ha “revocato” la disciplina europea in materia di abusi di mercato⁷³. Tale riforma comporta anche la non applicabilità del reg. 596/2014/UE e, di conseguenza, la definizione di informazione privilegiata ex art. 7, con effetti di cui ancora non si conosce l’esatta portata.

Tornando alla trattazione degli abusi di mercato così come vigenti fino ad ora, per quanto riguarda la manipolazione del mercato, questa ha un’evoluzione diversa da quella dell’*insider dealing*.

Brevemente, prima dell’introduzione del vero e proprio illecito di *market manipulation* avvenuto con il *Financial Service Act 1986* (alla sec. 46)⁷⁴ si puniva attraverso i delitti di *fraud*⁷⁵.

L’illecito è stato riformato, prima nel 2000 con il FSMA, poi nuovamente modificato dalle sec. 89, 90 e 91 del FSA 2012.

Ai fini della nostra indagine si segnala che solo nella sec. 89 del FSA 2012 si rinviene il termine *material*, quando nel descrivere la condotta vietata di false informazioni al mercato, il legislatore utilizza la locuzione «*in a material respect*». Nonostante ciò, è necessario fin da subito chiarire che la giurisprudenza e la dottrina non hanno analizzato particolarmente il significato di *material* in tale illecito.

Sembrerebbe che nella manipolazione del mercato il termine svolga proprio la funzione di segnalare che la condotta di dichiarare il falso deve cadere su un dato *rilevante*, nel senso che questa deve essere sufficientemente offensiva per il mercato.

Venendo all’*insider dealing*, questo è sanzionato alla sec. 52 del CJA 1993 e prevede tre tipi di condotte differenti: quella vera e propria di *dealing*, ossia di compravendita

Framework (FRF) Review, la quale è stata attuata per valutare come adattare la regolamentazione dei servizi finanziari alla posizione del Regno Unito ormai fuori dell’Unione Europea. Cfr. *Building a Smarter Financial Service Framework* del 2022, in www.gov.uk.

⁷³ La sec. 1 prevede la “revoca” della legislazione europea in materia di abusi di mercato indicata alla *Schedule 1*. La “revoca” include non solo la normativa direttamente proveniente dall’Unione Europea ma anche quella domestica che è stata emanata in attuazione o coordinamento della disciplina unionale.

⁷⁴ Il *Financial Service Act 1986* ha introdotto una nuova *market abuse offence*: alla sec. 47(2) prevede il divieto di *market manipulation*; mentre il divieto sancito dalla sec. 47(1) che prevede la punizione per le false informazioni o il nascondimento di informazioni rilevanti (*misleading statement* o *concealing material information*), era condotta già sanzionata ai sensi della sec. 13 del *Prevention of Fraud (Investment) Act 1958*. Per un approfondimento vedasi E. E. Avogouleas, *The Mechanics and Regulation of Market Abuse*, Oxford 2005, *passim*.

⁷⁵ Ad esempio, ai sensi della sec. 12(1) del *Prevention of Fraud (Investment) Act 1939* poi modificato dalla sec. 13 *Prevention of Fraud (Investment) Act 1958*. I divieti, sanzionati penalmente, riguardavano la *disclosure*, mentre condotte dirette a falsare il mercato erano sanzionate già dal 1861 ai sensi della sec. 84 del *Larceny Act*.

di titoli sul mercato finanziario sfruttando l'informazione privilegiata; quella di incoraggiare altri alla compravendita (*tipping*); infine, la *disclosure* dell'informazione suddetta⁷⁶.

I due requisiti fondamentali dell'illecito sono: il soggetto attivo possiede l'informazione in qualità di *insider*; la negoziazione sulla base di tale informazione su titoli che sono *price-affected* (influenzati) a causa dell'informazione stessa. L'informazione ha quindi il requisito della c.d. *price sensitivity*: è un'informazione che se resa pubblica avrebbe un effetto significativo sul prezzo degli strumenti⁷⁷. Deve sussistere altresì un nesso causale (*causal link*) tra l'informazione e il probabile effetto sui prezzi dei titoli.

Al fine di comprendere cosa sia un'*inside information* è opportuno analizzare le posizioni interpretative della dottrina e della giurisprudenza formatasi sulla definizione, tanto riguardo all'illecito penale che a quello civile, stante la loro quasi totale sovrapponibilità.

La definizione è contenuta alla sec. 56 del CJA 1993 e, prima della sua abrogazione, era contenuta anche alla sec. 118c del FSMA 2000. Un'informazione può considerarsi *inside* se possiede le seguenti caratteristiche: a) riguarda una specifica azione o uno specifico emittente ovvero un'azione o un emittente in generale⁷⁸; b) è specifica o precisa⁷⁹; c) non è pubblica⁸⁰; d) qualora resa pubblica potrebbe avere un effetto significativo sul prezzo delle azioni (*would be likely to have a significant effect on the price of any securities*).

È bene fin da subito precisare che la definizione penale non indica alcun parametro per valutare quando un'informazione possa avere un effetto significativo sui prezzi. Questa è una rilevante divergenza tra la definizione contenuta nel CJA 1993, valevole per gli illeciti penali, e quella valevole per gli illeciti amministrativi (art. 7 MAR prima della "revoca"), che invece indica come parametro l'investitore ragionevole.

⁷⁶ J. Fisher – HHJ A. Milne – J. Bewsy – A. Herd, *Alridge and Parry on Fraud*, Mytholmroyd 2020, 260 ss. B. Rider – K. Alexander – S. Bazley – J. Bryant, *op. cit.*, §3.9 ss.; G. J. Durston – M. Zaidi, *The little book of Insider Dealing*, Hook 2020, 68 ss.

⁷⁷ B. Rider – K. Alexander – S. Bazley – J. Bryant, *op. cit.*, §3.9 ss.; J. Fisher – HHJ A. Milne – J. Bewsy – A. Herd, *op. cit.*, 261.

⁷⁸ G. J. Durston – M. Zaidi, *op. cit.*, 82 ss.

⁷⁹ G. J. Durston – M. Zaidi, *op. cit.*, 84 ss.; M. Simpson – R. Powell, *op. cit.*, 140 ss.

⁸⁰ Un'informazione può dirsi pubblica: quando è stata pubblicata secondo le regole del mercato regolamentato allo scopo di informare gli investitori e i loro *professional adviser*; se è contenuta in una scrittura contabile accessibile al pubblico; se può essere facilmente acquisita da chi lavora nel settore; infine, se deriva da informazioni che sono state rese pubbliche (cfr. in questo senso G.J Durston – M. Zaidi, *op. cit.*, 87 ss.); M. Simpson – R. Powell, *op. cit.*, 143.

Stante l'assenza di qualsivoglia parametro, dottrina e giurisprudenza hanno dato soluzioni non sempre lineari. Ad esempio, si è affermato che la *price sensitivity* può essere determinata, per definizione, solo al momento della negoziazione quando non è nota al pubblico⁸¹. Una parte della dottrina sostiene che la giurisprudenza sembra parametrare tale effetto sull'investitore ragionevole⁸². In realtà, osservando le pronunce, sembrerebbe che l'accertamento si incentri unicamente sull'effetto concreto dell'informazione sul mercato⁸³.

Il parametro per valutare tale possibile impatto sui prezzi, per la *civil sanction*, sia secondo l'abrogato FSA, sia secondo il MAR, è invece il *reasonable investor*. Un'informazione è infatti considerata *price sensitive* quando un investitore ragionevole ne terrebbe conto nel procedere nella negoziazione. Nel celebre caso *Hannam v. Financial Conduct Authority*⁸⁴ tale investitore modello è descritto come colui che negozia come se conoscesse tutte le informazioni rilevanti disponibili. E quindi, specularmente, è un investitore che non prenderebbe in considerazione informazioni che non hanno alcun impatto sui prezzi⁸⁵.

Parte della dottrina ha criticato tale approdo giurisprudenziale perché non terrebbe debitamente in conto di tutti i fattori, ad esempio che l'investitore potrebbe non avere particolare esperienza in quello specifico settore⁸⁶.

Come si può vedere il legislatore non usa mai il termine *materiality/material* nella tipizzazione degli illeciti o nella definizione di informazione privilegiata, ma ne ha trasposto il significato nel requisito della *price sensitivity*. Nel descrivere le condotte rilevanti nell'illecito di *insider dealing* si è scelto di non impiegare tale parola nel testo senza però perderne il senso, anzi esplicandolo in locuzioni più ampie ed intelleggibili. Infatti, l'accertamento dell'idoneità ad alterare i prezzi consiste nella verifica se un investitore ragionevole avrebbe usato l'informazione al fine di fondare le proprie ragioni di investimento. Ne consegue che il tipo di indagine da svolgere è la stessa che viene fatta negli Stati Uniti d'America per verificare se un'informazione è *material*.

⁸¹ B. Rider – K. Alexander – S. Bazley – J. Bryant, *op. cit.*, § 3.65; G. J. Durston – M. Zaidi, *op. cit.*, 94 ss.

⁸² B. Rider – K. Alexander – S. Bazley – J. Bryant, *op. cit.* § 3.66 ss.; al contrario altri ritengono che non sia sempre chiaro il parametro utilizzato dalle Corti (in questo senso G. J. Durston – M. Zaidi, *op. cit.*, 96).

⁸³ *R. v. Sanders and others*, Southwark Crown Court, 20/06/2012; *R. v. Mustafa and others*, Southwark Crown Court, 5/03-23/07/2012.

⁸⁴ *Ian Charles Hannam v. The Financial Conduct Authority*: [2014] UKUT 233 (TCC).

⁸⁵ M. Simpson – R. Powell, *op. cit.*, 144 ss.

⁸⁶ E. J. Swang – J. Virgo, *op. cit.*, 45 ss.

3.3. Conclusa l'analisi del concetto di *materiality* in senso "comune" nei paesi anglosassoni e, avendo rilevato, con le opportune diversità, che questo funge da guida per l'interprete nella sussunzione delle condotte concretamente offensive per il mercato finanziario, si procederà ora ad indagare se la *materiality* è stata impiegata nella tipizzazione delle fattispecie nell'ordinamento italiano e quale funzione svolge, a prescindere da un implicito richiamo terminologico nella configurazione delle ipotesi criminose.

Come noto, gli abusi di mercato sono una disciplina di derivazione europea e sono attualmente normati a livello sovranazionale da due corpi legislativi inscindibili: il MAR (reg. 596/2014/UE) e la MAD II (dir. 2014/57/UE)⁸⁷. L'Italia disciplina gli abusi di mercato nel Testo unico in materia di intermediazione finanziaria (d.lgs. 24.2.1998 n. 58) agli art. 184 e ss. da ultimo modificati dall'art. 26 l. 23.12.2021 n. 238⁸⁸.

È bene dire subito che la parola "*material*" o "*materiality*" non è mai usata nei testi eurounitari rispetto all'abuso di informazioni privilegiate.

Per l'abuso di informazioni privilegiate si è scelto di definire l'informazione che non può essere adoperata o divulgata secondo una descrizione piuttosto dettagliata⁸⁹. La prima definizione è contenuta nella dir. 89/592/CEE, ed è qualificata come "privilegiata" in italiano, "*privilegé*" in francese, "*inside*" in inglese e "*Insider*" in tedesco, ponendo quindi sempre l'accento sulla fonte della stessa⁹⁰.

Deve essere poi un'informazione che non è stata resa pubblica, a carattere preciso,

⁸⁷ Che hanno interamente sostituito la previgente disciplina contenuta nella direttiva MAD I e nelle sue direttive di esecuzione. Per un commento sulla disciplina europea cfr. C. Masucci, *La disciplina degli abusi di mercato*, in *L'incidenza di decisioni quadro, direttive e convenzioni europee sul diritto penale italiano*, a cura di A. Cavalieri – V. Masarone, Napoli 2018, 141 ss.

⁸⁸ La disciplina degli abusi di mercato in Italia è stata dapprima riformata nel 2005 con il recepimento della c.d. MAD I. Con l'entrata in vigore del MAR e della MAD II il legislatore è intervenuto con il d.lgs. 107/2018 al fine di adattare la normativa interna "amministrativa" al regolamento e poi nel 2021 ove si è prevista una modifica degli illeciti penali. Tra le novità più rilevanti si segnala la criminalizzazione del c.d. *insider secondario* e l'innalzamento delle pene. Per un commento sulla riforma del 2021 cfr. ampiamente G. Martiello, *Il "ravvedimento comunitario" del legislatore in materia di repressione degli «abusi di mercato»: prime note di commento all'art. 26 della legge n. 238/2001 («Legge Europea 2019-2020»)*, in www.lalegislazionepenale.eu 30.5.2022.

⁸⁹ Per una ricostruzione sulla disciplina dell'informazione privilegiata si veda uno per tutti S. Seminara, *L'informazione privilegiata*, in *Il Testo Unico Finanziario. Mercati ed emittenti*, diretto da M. Cera e G. Presti, Bologna 2020, 2124 ss.

⁹⁰ Sulla definizione di "*inside information*" contenuta nella direttiva cfr. E. Wymeersch, *The Insider Trading Prohibition in the EC Member States: A comparative Overview*, in AA.VV., *European Insider Dealing*, Oxford 1991, 11 ss.; K. J. Hopt, *The European Insider Dealing Directive*, in AA.VV., *European Insider Dealing*, Oxford 1991, 133 ss. In generale, quanto all'impatto della direttiva nei vari paesi europei, con particolare riferimento alla Germania cfr. H. J. Schwarze, *The European Insider Dealing Directive and its Impact on the Member States, Particularly Germany*, in AA.VV., *European Insider Dealing*, Oxford 1991, 151 ss.

concernente emittenti o valori mobiliari, che se resa pubblica potrebbe influire in modo sensibile sul corso di tali valori.

La definizione non viene modificata particolarmente nelle varie riforme europee che si succedono negli anni, risultando sempre identica quanto al suo contenuto essenziale ed arricchendosi nel tempo in considerazione dell'avanzare della complessità del mercato.

La seconda definizione di informazione privilegiata è ricavabile dalla lettura in combinato disposto delle direttive 2003/6/CE (c.d. MAD I) e 2003/124/CE.

La vera novità introdotta con la direttiva n. 124 è l'aver specificato che per «un'informazione che può avere effetto sui prezzi» deve intendersi quella che presumibilmente un investitore ragionevole utilizzerebbe come uno degli elementi su cui fondare le proprie ragioni di investimento. Si tornerà successivamente sul concetto di “investitore ragionevole” (§ 3.3.1).

Come noto, le disposizioni del diritto dell'Unione devono essere lette alla luce delle pronunce della Corte di Giustizia⁹¹ e al fine di meglio definire che cosa sia un'informazione privilegiata è opportuno richiamare la celebre pronuncia, del 2012, *Markus Geltl vs. Daimler AG*⁹².

In tale pronuncia la Corte ha chiarito che i criteri per valutare cosa si intenda per informazione privilegiata, consistenti nella precisione e nella c.d. *price sensitivity*, contenuti ai paragrafi 1 e 2 dell'art. 1 della direttiva n. 124 del 2003, sono condizioni minime, ciascuna delle quali deve essere soddisfatta indipendentemente una dall'altra. Infatti, non vi è alcuna consequenzialità logica nel ritenere che se un evento ha, probabilmente, un elevato impatto sui prezzi abbia anche più probabilità di verificarsi e viceversa. La Corte ha però osservato che, essendo i due requisiti particolarmente interconnessi, nei casi in cui l'idoneità ad influire sui prezzi sia particolarmente

⁹¹ *Ex multis* C.G.U.E, 20.9.2001, C-184/99, *Grzelcyk*, § 50 ove si afferma che «l'interpretazione di una norma di diritto comunitario fornita dalla Corte si limita a chiarire e precisare il significato e la portata della norma stessa, quale avrebbe dovuto essere intesa e applicata dal momento della sua entrata in vigore».

In dottrina per un approfondimento si veda M. Donini, *Europeismo giudiziario e scienza penale. Dalla dogmatica classica alla giurisprudenza-fonte*, Milano 2011, 92 ss. ove l'Autore, soffermandosi sulla vincolatività delle pronunce, sia della Corte di giustizia che della Corte Edu, rileva che l'interprete è vincolato da tali interpretazioni, che assumono il carattere di “norma”, facendo sì che suddette Corti fungano nel nostro sistema da “giurisprudenza-fonte”.

⁹² C.G.U.E 28.6.2021, C-19/11, *Markus Geltl c. Daimler AG*. Per un commento sulla sentenza vedasi S. Lombardo, *Acquisto di partecipazione di controllo, fattispecie a formazione progressiva, informazione privilegiata e insider secondario*, in *LS* 2016, 706 ss.; H. Kraus – M. Brellochs, *Insider trading and the disclosure of inside information after Geltl v Daimler—A comparative analysis of the ECJ decision in the Geltl v Daimler case with a view to the future European Market Abuse Regulation*, in *CMLJ* 2013, Vol. 8, n. 3, 283 ss.

elevata, risulterà sufficiente che la verifica della circostanza non sia improbabile.

Nello specifico bisogna quindi operare un bilanciamento tra due fattori: la probabilità che l'evento si verifichi e l'impatto che avrebbe alla luce delle attività totali della società⁹³.

Tale approdo sembra assolutamente conforme a quello della giurisprudenza americana sul punto, teorizzatrice del c.d. *probability magnitude test*, ove questo è per l'appunto usato, non per valutare la precisione di un'informazione, ma la sua rilevanza (*materiality*). Tale test, come visto, enunciato per la prima volta dal *Second Circuit* in *Sec Texas Gulf v. Sulphur* e poi riaffermato nella celebre sentenza *Basic Inc. v. Levinson*, è utilizzato per comprendere quando un'informazione è *material* (cfr. § 3.1.).

L'uso del *test* suddetto da parte della Corte di Giustizia per verificare se un'informazione può dirsi privilegiata, mette in luce come, seppur il termine *material* non sia stato utilizzato nella tipizzazione degli illeciti eurounitari, il suo significato sia stato opportunamente trasposto in locuzioni più ampie che ne descrivono gli effetti (ci si riferisce alla *price sensitivity*).

La pronuncia *Geltl*, che ha affermato la rilevanza anche delle tappe intermedie dei processi prolungati, qualora tali tappe abbiano le caratteristiche di precisione e *price sensitivity*, è stata poi cristallizzata nella nuova definizione di informazione privilegiata, contenuta nel Regolamento c.d. MAR all'art. 7⁹⁴.

Quanto alla disciplina degli abusi di mercato in Italia, con particolare attenzione alla definizione di informazione privilegiata, prima della riforma del 2018 (ad opera del d.lgs. 11.8.2018 n. 107), questa era interamente ricalcata su quella eurounitaria e

⁹³ J.K. Strader – S.D. Jordan, *op. cit.*, 248 ss. Sul tema si permetta un rinvio a D. Federici, *Il mendacio bancario*, cit., 4059 ss.

⁹⁴ In questo senso v. R. Veil, *Insider Dealing*, in AA.VV., *European Capital Markets Law*, a cura di R. Veil, Londra 2022, §14.19 ss. In generale sull'art. 7 MAR cfr. C. Gerner – Beuerle, sub *Art. 7 MAR*, in *European Financial Services Law. Article-by-Article Commentary*, a cura di M. Lehmann – C. Kumpan, Oxford 2019, 675 ss. Le tappe intermedie sono considerate informazione privilegiata quando rispettano, di per sé, i criteri fissati dal regolamento (l'inciso "di per sé" non originariamente presente nel testo del Regolamento è stato poi inserito con la rettifica pubblicata in Gazzetta Ufficiale dell'Unione Europea del 21.10.2016). Quanto al recepimento della direttiva e/o l'adattamento al Regolamento nei vari paesi europei si veda R. Panasar – P. Boeckman, *European Securities Law*, Oxford 2021 come segue: per il Belgio, ove la normativa nazionale si è adeguata per mezzo del *Financial Supervision Statute*, la definizione di *inside information* contenuta in quest'ultimo è identica a quella dell'art. 7 MAR (674 ss.); in Danimarca, esiste un obbligo di *disclosure* simile all'art. 17 MAR (705); per quanto riguarda la Finlandia il reato di abuso di informazioni privilegiate (e di non *disclosure*) è contenuto nel loro codice penale (743 ss.); per la Francia e la Germania, in generale sulla *disclosure* e il controllo delle *inside information*, cfr. 788 ss. e 837 ss.; in Lussemburgo a regolare l'informazione continua al mercato è la *Transparency Law* (947 ss.); per il Portogallo 1011 ss.; per la Spagna 1048 ss.; per la Svezia, per identificare un *inside information* deve aversi riguardo al MAR e alle *Nasdaq Stockholm MAR Guidelines* (1094 ss.).

disciplinata all'art 181 TuIntFin, (che conteneva una definizione "a cascata"). Ai sensi dell'art. 181 TuIntFin l'informazione era considerata privilegiata quando aveva carattere preciso, non era stata resa pubblica⁹⁵, concerneva direttamente o indirettamente uno o più strumenti finanziari, e che se fosse stata resa pubblica avrebbe potuto influire sul prezzo degli stessi.

Al comma 3 si definiva poi il concetto di precisione⁹⁶. Al comma 4 si esplicitava uno dei requisiti fondamentali dell'informazione privilegiata: la *price sensitivity*⁹⁷. Per informazione *price sensitive* si intende quell'informazione che presumibilmente un investitore ragionevole (*reasonable man*) utilizzerebbe per fondare le proprie ragioni di investimento.

In seguito, il d.lgs. 107/2018 ha abrogato l'art. 181 e ha contestualmente inserito la definizione di informazione privilegiata all'art. 180 lett. b-ter TuIntFin operando un rinvio diretto all'art. 7 MAR⁹⁸. La nuova definizione si presenta pressoché identica a quella precedente, ad eccezione di alcune precisazioni che non rilevano ai fini della presente indagine⁹⁹.

Stante la conformità tra la definizione eurounitaria e quella italiana, possono dirsi valide le stesse considerazioni già svolte poc'anzi circa la forte influenza – seppur non

⁹⁵ Ai fini di verificare se una notizia è pubblica si deve operare un collegamento con la disciplina di cui all'art. 114 TuIntFin. Nello specifico, la notizia dovrebbe considerarsi pubblica quando la sua diffusione è avvenuta seguendo la regolamentazione secondaria Consob emanata in attuazione dell'art. 114 TuIntFin. Sul punto v. M. Gambardella, *Condotte economiche e responsabilità penale*, cit., 386; F. Sgubbi, *Le disposizioni generali*, in *Diritto penale del mercato finanziario. Abuso di informazioni privilegiate, manipolazione del mercato, ostacolo alle funzioni di vigilanza della Consob, falso in prospetto. Lezioni*, a cura di F. Sgubbi-A. Tripodi-D. Fondaroli, Padova 2013, 15 ss.

⁹⁶ Un'informazione è "precisa" 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.

⁹⁷ Cfr. sul tema V. Napoleoni, *L'insider trading*, in *La disciplina penale dell'economia. Società, fallimento, finanza*, a cura di C. Santoriello – V. Napoleoni – V.S. Desistito, Torino 2008, 685 ss. Per l'accertamento della *price sensitivity* nella manipolazione del mercato si veda ampiamente M. Poggi d'Angelo, *L'accertamento del "pericolo concreto" nel delitto di manipolazione del mercato*, in *CP 2017*, 290 ss. e nella giurisprudenza la recente sentenza sul caso "Juventus" Cass. 6.6.2023, n. 43638, *CEDCass*, m. 285306-02.

⁹⁸ Per una più ampia ricostruzione si permetta il rinvio a D. Federici, "*Le parole fraintese*": la rilevanza delle tappe intermedie dei processi prolungati quali informazione privilegiata, in *CP 2021*, 336 ss.

⁹⁹ Si prevede l'aggiunta esplicita della rilevanza delle tappe intermedie dei processi prolungati e delle informazioni relative a quote d'emissione o ai prodotti oggetto d'asta e correlati e l'ipotesi della trasmissione dell'informazione dal cliente alla persona incaricata dell'esecuzione di ordini relativi a strumenti finanziari. Sul punto cfr. M. Gambardella, *Condotte economiche e responsabilità penale*, cit., 382; F. Annunziata, *Riflessi organizzativi della rinnovata disciplina di market abuse*, in *LS 2016*, 172. Cfr. in senso difforme E. Basile, *L'insider trading riformato ... ma non troppo: criticità e prospettive all'indomani del d.lgs. n. 107 del 2018*, in *LS 2019*, 573.

terminologica – della disciplina statunitense nel settore degli abusi di mercato.

Sembrerebbe, quindi, che nei *market abuse* il concetto di *material* vada letto nella sua accezione “comune”, come “*rilevante*”, avente la funzione primaria di richiamare l’interprete rispetto alla necessaria offensività in concreto delle condotte. Invero, la fattispecie di cui all’art. 184 TuIntFin è integrata dalla definizione normativa di informazione privilegiata che, come visto, contiene al suo interno una locuzione richiamante la *materiality/rilevanza*. Tale integrazione consente quindi di selezionare già sul piano astratto le informazioni potenzialmente pericolose del bene giuridico tutelato, ma introduce, al tempo stesso, la necessità che le condotte sussunte nella fattispecie astratta si presentino concretamente offensive, dovendo il giudice verificare se queste sono in grado di influenzare i prezzi di mercato e soprattutto se un investitore ragionevole le avrebbe probabilmente utilizzate per fondare le proprie ragioni di investimento.

Infatti, il reato di abuso di informazioni privilegiate ex art. 184 TuIntFin presenta la struttura del reato di mera condotta e di pericolo astratto¹⁰⁰. Come noto, però, il principio di offensività opera su due piani: in astratto, è consentito al legislatore creare incriminazioni di pericolo presunto purché la valutazione legislativa non sia irrazionale; in concreto, spetta all’interprete selezionare solo le condotte realmente offensive del bene giuridico tutelato¹⁰¹.

Quindi, in concreto, l’individuazione dell’informazione come “*rilevante*”, rispetto ad un investitore modello, consente di selezionare le condotte concretamente offensive del bene tutelato dalla norma incriminatrice, ovverosia la trasparenza e il buon andamento del mercato finanziario. Solo le informazioni che siano *rilevanti/price sensitive/material* sono concretamente idonee ad alterare l’efficienza e la trasparenza del mercato.

In merito all’offensività, si tenga conto come la riforma “Cartabia” (d.lgs. 10.11.2022 n. 150) nel modificare l’art. 131-bis co. 3 Cp ha specificato come l’offesa non può mai considerarsi tenue quando si procede per uno dei due reati di *market abuse* (sia 184

¹⁰⁰ S. Seminara, *Diritto penale commerciale, Il diritto penale del mercato mobiliare*, Torino 2022, 74 ss., M.A. Bartolucci, *Ultime notizie dall’insider trading e dal doppio binario punitivo dell’abuso di informazioni privilegiate nello specchio del ne bis in idem “europoeo”*, in LS 2022, 231, A. Parialò, *La tutela penale dell’informazione finanziaria fondamento e limiti dell’incriminazione degli abusi di mercato*, in www.la legislazione penale.eu 27.6.2017, 20 ss.; in giurisprudenza v. Cass. 15.4.2019 n. 39999, in CEDCass., n. 276963-01.

¹⁰¹ Cfr. C. cost. 7.6.2019 n. 141. In dottrina sul principio di offensività si vedano, tra i tanti, V. Manes, *Il principio di offensività nel diritto penale*, cit., 245 ss.; D. Pulitanò, *op. cit.*, 665 ss.; G. Fornasari, *Offensività e postmodernità. Un binomio inconciliabile?*, in RIDPP 2018, 1514 ss.

TuIntFin sia 185 TuIntFin). A seguito della riforma, il reato di abuso di informazioni privilegiate (ora rubricato “Abuso o comunicazione illecita di informazioni privilegiate. Raccomandazione o induzione di altri alla commissione di abuso di informazioni privilegiate”), nonostante nel 2021 abbia visto innalzare la sua pena nel minimo da uno a due anni¹⁰², rientrerebbe astrattamente nei reati aventi una pena che consente l’applicabilità dell’art. 131-bis Cp.

Il legislatore a seguito di tale rimodulazione è stato costretto a dover escludere esplicitamente l’applicabilità dell’istituto a tali reati (e ad altri tassativamente indicati), mirando, come si legge nella relazione illustrativa, a bilanciare l’ampliamento dell’applicabilità della causa di non punibilità a figure di reato considerate di particolare gravità o allarme sociale (ad esempio i reati che hanno una forbice edittale molto ampia)¹⁰³.

Tale affermazione del legislatore, in merito alla impossibilità di considerare il fatto di particolare tenuità in concreto, appare coerente con il “tipo” di incriminazione in esame, che mette in pericolo il mercato comune europeo; va però allora coordinata con l’aggravante prevista dall’art. 184 TuIntFin¹⁰⁴. Infatti, al comma 4 dell’articolo citato è prevista un’aggravante quando il fatto sia di rilevante offensività, rilevanza che ora dovrà a maggior ragione essere parametrata su un’asserita offensività astratta della fattispecie già ritenuta particolarmente grave.

Tali brevi osservazioni sull’offensività del fatto mettono in luce che, porre l’accento sulla *materiality* dell’informazione usata, significa richiedere che la condotta sia in concreto offensiva del bene giuridico protetto (la non asimmetria dell’informazione).

A tal proposito, il contributo di maggior interesse ricavabile dall’esperienza statunitense è quello della delineazione del c.d. investitore ragionevole, che aiuta a selezionare le condotte penalmente rilevanti ed offensive del bene giuridico tutelato

¹⁰² Il delitto è stato modificato con l’art. 26 legge 23.12.2021, n. 238 prevedendo una modifica della rubrica, un innalzamento di pena e la criminalizzazione del c.d. *insider* secondario. Per un primo commento alla riforma cfr. G Martiello, *Il “ravvedimento comunitario”*, cit.

¹⁰³ Cfr. Relazione Illustrativa alla riforma Cartabia, 343 ss. In generale sul tema si veda D. Brunelli, *La tenuità del fatto nella riforma “Cartabia”: scenari per l’abolizione del minimi edittali?*, in www.sistemapenale.it 13.1.2022; S. Riccardi, *La nuova disciplina dell’art. 131-bis nel quadro della riforma Cartabia*, in www.laegislazionepenale.eu (speciale sulla riforma della giustizia penale). Per un commento critico alle nuove “eccezioni” all’applicazione del 131-bis Cp, si veda: M. Dova, *La “nuova” particolare tenuità del fatto: luci e ombre*, in *Forme, riforme e valori per la giustizia penale futura*, a cura di D. Castronuovo – D. Negri, Napoli 2023, 442 ss.

¹⁰⁴ È noto come l’offensività che esclude la punibilità è una valutazione “in concreto” perché se mancasse l’offensività in astratto il fatto sarebbe atipico. Sul punto, seppur in materia ambientale, si veda M. Poggi d’Angelo, *La procedura estintiva ambientale: l’idea dell’inoffensività/non punibilità in ottica riparatoria e deflattiva*, in *LexAmb* 2022, 45 ss.

dalla norma incriminatrice.

3.3.1. Avendo delineato il ruolo del concetto di *materiality* nel delitto di “Abuso o comunicazione illecita di informazioni privilegiate. Raccomandazione o induzione di altri alla commissione di abuso di informazioni privilegiate” come espressivo della necessaria offensività delle condotte, si è affermato come la maggior utilità della comparazione in tale settore può essere offerta dal modello di investitore ragionevole delineato negli Stati Uniti d’America.

Abbiamo anche visto come il termine *material* sia stato trasposto solo nella manipolazione del mercato e non anche (almeno letteralmente) nell’abuso di informazioni privilegiate. Si è però rilevato come la nozione di informazione privilegiata è stata descritta in modo tale da essere equivalente all’informazione su cui è inibito il *trading* negli Stati Uniti d’America (ovviamente seppur secondo schemi di incriminazione difformi, essendo quello statunitense di tipo eminentemente frodatario).

Ci si deve ora soffermare brevemente sulla figura dell’investitore modello. Invero, si è cercato di far emergere nella trattazione come l’informazione *material*/privilegiata è quella che è rilevante rispetto al soggetto verso il quale è rivolta, l’“investitore ragionevole”. Si è anche messo in luce che in Europa è stato “tradotto” il *test*, che serve per determinare la *materiality* negli Stati Uniti d’America, direttamente nella disposizione attraverso la formula «che un investitore presumibilmente userebbe».

L’indagine rispetto a chi sia l’investitore ragionevole è necessaria perché, essendo la *rilevanza* un concetto di relazione, se cambia il modello di soggetto al quale parametrare la stessa, si modifica l’area del penalmente rilevante.

Bisogna quindi ora fare chiarezza su quali caratteristiche debba possedere l’investitore “modello” procedendo alla ricerca della risposta di tale quesito anche negli altri ordinamenti presi in considerazione in questo lavoro.

Occorre premettere che il momento in cui valutare se l’informazione è sufficientemente specifica da essere presa ragionevolmente in considerazione da un investitore modello è da individuarsi *ex ante*, tenendo in considerazione tutte le informazioni in possesso al soggetto al momento della negoziazione¹⁰⁵.

Invero, ai sensi del 14° considerando del MAR, l’impatto dell’informazione va

¹⁰⁵ Seppur sulle direttive previgenti cfr. C.G.UE Grande Sezione 5.3.2022, C-302/20, *Sig. A c. Autorité des marchés financiers*, in *LS* 2022, 114 ss., con nota di S. Lombardo, *Articolo giornalistico su voce di mercato su opa e informazione privilegiata*; C.G. UE 28.6.2021, C-19/11, *Markus Gelll c. Daimler AG*.

valutato al momento della negoziazione (*ex ante*), e non *ex post*, alla luce di tutte le attività collegate all'emittente, alla credibilità della fonte e ogni altra variabile di mercato capace di influenzare i prezzi.

Quanto all'ordinamento statunitense, l'investitore modello è stato tipizzato per la prima volta nella pronuncia *Basic Inc. v. Levinson* e poi individuato nella pronuncia *Matrixx Initiatives Inc v. Siracusano*¹⁰⁶ come un soggetto particolarmente qualificato, avuto riguardo alla specifica porzione di mercato rispetto alla quale l'informazione si riferisce¹⁰⁷.

Nella giurisprudenza britannica, nel celebre caso *Hannam v. Financial Conduct Authority*, l'investitore modello è individuato in colui che negozia come se conoscesse tutte le informazioni rilevanti. Tale definizione è stata però criticata dalla dottrina perché non terrebbe debitamente in conto alcuni fattori, ad esempio che l'investitore potrebbe non avere particolare esperienza in quello specifico settore¹⁰⁸.

Ai fini della nostra indagine, appare interessante la versione tedesca dei testi eurounitari¹⁰⁹ che utilizza nella traduzione del termine "*reasonable*", la parola "*verständiger*" che significa letteralmente "giudizioso, assennato"¹¹⁰. Tale aggettivo ha come radice il verbo "*verstehen*" che è traducibile nella sua prima accezione come "*capire, comprendere*" ma può essere usato anche come sinonimo di *beherrschen* ossia "conoscere" o di *können* "sapere". Alla stessa radice si collega anche il verbo

¹⁰⁶ 563 U.S. 27 (2001).

¹⁰⁷ Per un approfondimento cfr. W. Wang – M. Steinberg, *op. cit.*, 107 ss. Si veda anche la pronuncia *Dirk v. SEC* 463 U.S. 646, 658 (1983) dove veniva rigettato il c.d. *Mosaich Approach* ovvero uno schema che vietava di comunicare o commerciare su informazioni non pubbliche che da sole non sono *material* ma lo diventano combinate con altre. Infatti, in una precedente pronuncia (*Elkind v. SEC*) la Corte aveva rilevato come un'analista ha capacità maggiori rispetto agli altri e, quindi, sarebbero da considerare *material* non solo le informazioni che lo sono in quanto tali, ma anche quelle che combinate con altre lo diventano. La pronuncia cioè sottintende che l'investitore modello non è quello "ordinario", ma l'analista esperto. Sul punto cfr. ancora W. Wang – M. Steinberg, *op. cit.*, 136 ss.

¹⁰⁸ cfr. E.J. Swang – J. Virgo, *op. cit.*, 46 ss.

¹⁰⁹ Non ci aiuta a comprendere la tipizzazione dell'abuso di informazioni privilegiate in Germania. La legge sul commercio dei titoli (*Wertpapierhandelsgesetz* – WpHG del 26 luglio 1994, modificata da ultimo dall'art. 10 della legge del 19 dicembre 2022) al §119, contenente le disposizioni penali, si limita a punire chiunque violi il Regolamento n. 596 del 2014 praticando l'abuso di informazioni privilegiate in violazione dell'art. 14. In altre parole, effettua un rinvio diretto al MAR nulla aggiungendo. E al §2 non è contenuta alcuna definizione di informazione privilegiata. Prima era disciplinata al §13 del WpHG. Per un commento generale sul WpHG cfr. AA.VV., *Festschrift 25 Jahre WpHG. Entwicklung und Perspektiven des deutschen und europäischen Wertpapierhandelsrechts*, a cura di L. Klöhn – S. Mock, Berlino 2019, *passim*.

¹¹⁰ Quanto all'investitore modello in Germania si è discusso a lungo sul modello di investitore. Per un approfondimento sul tema si veda uno per tutti L. Klöhn, *Insiderinformation – Entwicklung und Lehren nach 25 Jahren*, in *Festschrift 25 Jahre WpHG. Entwicklung und Perspektiven des deutschen un europäischen Wertpapierhandelsrechts*, a cura di L. Klöhn – S. Mock, Berlino 2019, 547.

“*verständigen*” (da dove ricaviamo quindi l’aggettivo “*verstandig*”, giudizioso) che si traduce come “informare”.

Un’aggettivazione di un verbo che fa cogliere bene il senso: l’investitore giudizioso è quello “informato”.

Chi è quindi l’investitore informato?

Non c’è accordo in Europa sull’individuazione del “tipo” di investitore¹¹¹. L’investitore ragionevole secondo alcuni è inteso come un *retail investor* (privo di conoscenze ed esperienza) e non quindi come un soggetto istituzionale o professionale¹¹²; secondo altri si è affermato che l’investitore ragionevole è invece un individuo dotato di medie competenze nel mercato in cui l’*insider* opera¹¹³. È ovvio che scegliere un modello piuttosto che l’altro comporta conseguenze rispetto al perimetro del penalmente rilevante, perché determinate informazioni saranno *rilevanti (material)* per alcuni investitori e non per altri.

Se si dovesse seguire l’impostazione degli Stati Uniti d’America ove l’investitore modello è selezionato prendendo in considerazione un soggetto particolarmente qualificato, avuto riguardo al settore dove è svolta la negoziazione, si correrebbe il rischio di restringere eccessivamente dell’illecito. L’accertamento, però, al tempo stesso è opportuno che sia fatto in concreto. Anche usando un investitore dotato di medie competenze è preferibile che, in base al tipo di informazione e all’emittente alla

¹¹¹ Mette in luce la difficoltà di inquadramento dell’investitore ragionevole M. Venturuozzo, *Questioni varie in tema di abusi di mercato*, in *RdSoc.* 2023, 187 ss. Le difficoltà poi sono in aumento anche alla luce dell’uso delle nuove tecnologie come, ad esempio, le tecniche di negoziazione automatizzata (sul punto si veda ampiamente N. Abriani – G. Schneider, *Il diritto societario incontra il diritto dell’informazione. IT, Corporate governance e Corporate Social Responsibility*, in *RdSoc.* 2020, 1326 ss.

¹¹² C. Gerner-Beuerle, *op. cit.*, 687.

¹¹³ Cfr. S. Seminara, *Diritto penale commerciale. Il diritto penale del mercato mobiliare*, cit., 72 ss., secondo il quale poiché la direttiva n. 2004/39/CE distingue la clientela degli intermediari finanziari in controparti qualificate, clienti professionali e clienti *retail*, non vi è dubbio che l’investitore ragionevole vada individuato in quest’ultima categoria. Rileva altresì l’autore come la scelta di un investitore piuttosto che un altro modifica l’ampiezza della nozione di informazione privilegiata, poiché ad esempio per un investitore esperto saranno significative informazioni che non lo sono per un investitore non esperto. Si veda ampiamente altresì F. Sgubbi, *Le disposizioni generali*, cit., 18 ss., ove solleva critiche all’investitore ragionevole. Afferma l’Autore che il criterio del *reasonable man* risulta poco attendibile poiché è dubbio che un investitore sia dotato sempre di razionalità e che scelga orientato esclusivamente dalla razionalità. Osserva inoltre lo stesso come la formula legislativa che usa l’avverbio “presumibilmente” e l’aggettivo “ragionevole” «configuri una dimensione valutativa particolarmente estesa». Si consulti anche S. Seminara, *Informazione finanziaria e diritto penale. (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 *AA.VV. Impresa e giustizia penale: tra passato e futuro*, Milano 2008, 238 ss. Da ultimo, sulla difficoltà di individuare chi sia l’investitore ragionevole, v. E. Amati, *L’abuso di informazioni privilegiate*, in *Diritto penale dell’economia*, a cura di N. Mazzacuva – E. Amati, Alphen aan den Rijn 2020, 356 ss.

quale è riferita, il modello possa essere personalizzato “in astratto”, selezionando un “modello” seppur non particolarmente qualificato comunque sufficientemente “informato” rispetto al settore nel quale sta compravendendo.

4.1. Nei paragrafi precedenti è stato messo in luce come la *materiality*, nella disciplina degli abusi di mercato, richiama l'interprete a porre attenzione sulla concreta offensività delle condotte delittuose. Tale funzione si è notato essere evidente soprattutto nella disciplina europea dell'*insider trading/dealing* ove nella definizione di informazione privilegiata è stato trasposto il concetto in questione attraverso una descrizione dettagliata che ne valorizza proprio la portata offensiva.

Il concetto di *materiality* è stato poi usato e fatto proprio dalla scienza contabile. Invero, oltre ad essere impiegato per la tipizzazione delle fattispecie illecite, il termine *material* o *materiality*, come abbiamo accennato, ha anche un significato “economico”, tanto che è stato adoperato dal legislatore eurounitario nella Direttiva VII sul bilancio consolidato (dir. 2013/34/UE) su cui si tornerà nel proseguo.

Prima di analizzare la normativa più recente si cercherà di ritracciare l'uso del termine nella disciplina contabile, sia in Italia che nei paesi anglosassoni.

Un primo uso dello stesso rispetto ai bilanci – e al fatto che questi devono dare una rappresentazione veritiera e corretta – si rinviene nel caso *Central Railway of Venezuela v. Kisch* e una prima definizione nella deliberazione di aggiornamento del *British Companies Act* del 1895, ove si legge che ogni contratto o fatto è *material* se può influenzare il giudizio di un investitore prudente nel determinarsi se sottoscrivere o no azioni offerte nel prospetto di vendita¹⁴.

Come si può notare, in principio, anche rispetto alla redazione dei bilanci, il concetto di *material* era legato alla capacità di influenza del dato rispetto ad un investitore “modello”.

Ma proprio per il suo uso “promiscuo” (sia nel diritto che nella scienza contabile), gli aziendalisti hanno cercato di distaccarsi dall'elaborazione giurisprudenziale – soprattutto quella statunitense in tema di *Securities Fraud* – e tentato di fornire una definizione della *materiality* in senso “contabile”, tanto che esiste un'autonoma e puntuale letteratura sul tema¹⁵.

¹⁴ E. G. Chewning – J.L. Higgs, *What does "materiality" really mean?*, in *JCA&F* May/Jun 2002, 61-71.; S. Maci, *Il giudizio di materiality nel bilancio d'esercizio*, in *GiurComm* 2023, 118 ss.

¹⁵ La ricerca sulla *materiality* in questo campo può dividersi in due maggiori aree di studio: da un lato, troviamo gli studi sull'operato e il giudizio dei revisori; dall'altro, quella che analizza le informazioni contenute nel bilancio

Ebbene, secondo un primo orientamento sarebbe stato opportuno “codificare” il concetto così da garantire una applicazione di criteri di redazione del bilancio, per così dire, universali. A tale impostazione si è contrapposta quella di chi riteneva impossibile “oggettivizzare” o “codificare” la *materiality* e che riteneva più consono valutarla caso per caso¹¹⁶. Posizione che sembra poi essere prevalsa nella prassi, considerando che il principio della *materiality* non si configura come oggettivo ma da rapportare all’investitore “modello” di volta in volta individuato¹¹⁷.

Per molto tempo il principio è stato associato all’idea di un errore tollerabile; in pratica è stato fatto funzionare come una soglia, che determina errori considerati significativi e rilevanti per il processo decisionale di un’azionista. Il concetto è stato poi plasmato sulla logica di mercato del capitalista razionale¹¹⁸. Tanto che anche l’*International Standard on Auditing (ISA) 320* ha redatto una guida pratica per gli operatori del settore per la *materiality*, senza però dare una definizione precisa, ma solo concentrandosi sulla caratteristica principale del dato: quella di essere capace di influenzare le decisioni economiche degli utilizzatori.

Alla luce di quanto affermato finora emerge come il concetto è di tipo relativo e dipende dalla natura e dal contesto dei dati.

Seppur il termine è considerato in modo unanime come “vago”, nel senso di non indicare esplicitamente cosa è rilevante o suggerire chi siano i soggetti rispetto ai quali parametrare la rilevanza, sembra però che possa riferirsi agli *shareholders* (azionisti) come gruppo¹¹⁹. Si segnala che nel Regno Unito, in occasione della *Company Law Review* dei primi anni duemila, si è pensato di muovere non dalla lente degli azionisti ma da quella dei c.d. *stakeholder* (la logica dei portatori di interessi), ma l’idea non ha convinto. E quindi alla fine la *materiality* è rimasta associata alla logica di mercato

per ricavare delle soglie di *materiality/rilevanza* implicita. Per una ricostruzione si veda E. G. Chewning – J.L. Higgs, *op. cit.*, 61-71). Un esempio del primo tipo di indagine è quella recentemente condotta da R. Quick – M. Zaman – G. Mandalawatta, *Auditors’ application of materiality: insight from UK*, in *AccF* 2023, 24-26.

¹¹⁶ Nel 1975 il FASB (*Financial Accounting Standard Board*) preparò un documento informale di discussione dal titolo *Criteria for Determining Materiality* il cui documento finale che generalmente si pubblica non vide mai la luce. Il Board invero era arrivato alla conclusione che fosse impossibile presentare degli *standard* generali di *materiality* (v. E. G. Chewning – J.L. Higgs, *op. cit.*, 61-71).

¹¹⁷ Per una ricostruzione si veda S. Maci, *op. cit.*, 118 ss.

¹¹⁸ C. Edgley – M. J. Jones – J. Atkins, *The adoption of the materiality concept in a social and environmental reporting assurance: A field study approach*, in *BAccR* 2015, 4 ss.

¹¹⁹ Identifica così gli “agenti modello” C. Edgley – M. J. Jones – J. Atkins, *op. cit.*, 5 ss. Gli stessi evidenziano altresì come gli utilizzatori hanno rispetto ai *managers* una soglia “più bassa” di *materiality* perché sono mossi da motivazioni diverse.

dell'azionista¹²⁰.

Svolte tali premesse, il concetto di *material/materiality* è stato per l'appunto esplicitato nella direttiva eurounitaria del 2013.

Ci si riferisce cioè al principio della *true and fair view*, di cui all'art. 4 co. 3 Direttiva VII sul bilancio consolidato (dir. 2013/34/UE)¹²¹, riprodotto dal legislatore italiano all'art. 2423 Cc in «rappresentazione veritiera e corretta della situazione patrimoniale, finanziaria ed economica della società e del risultato economico di esercizio».

Nella versione inglese, la direttiva impiega la locuzione *principle of materiality* o l'espressione *material*. In primo luogo, al considerando n. 17, afferma che il principio della *materiality* dovrebbe regolare, nella redazione del bilancio, la rilevazione, la valutazione, la presentazione, l'informativa e il consolidamento nei bilanci.

La locuzione *Principle of materiality* è tradotta in italiano come *principio della rilevanza*¹²², in francese come *principe dell'importance relative*, in tedesco come *Grundsatz der Wesentlichkeit*, in spagnolo come *el principio de importancia relativa*.

La parola *material* è invece tradotta in italiano come *rilevante*, in francese come *significatif*, in tedesco come *Wesentlich*, in spagnolo come *de importancia relativa significativa*.

Tutte le versioni traducono il termine *materiality* come significativo, essenziale o rilevante, ad eccezione dello spagnolo e del francese che usano il sintagma "importanza relativa".

Il significato di *material* è chiarito poi dall'art. 2 n. 16 della direttiva citata. Esso esplicita che si intende per "*material*", testualmente: «lo stato dell'informazione quando la sua omissione o errata indicazione potrebbe ragionevolmente influenzare le decisioni prese dagli utilizzatori sulla base del bilancio dell'impresa. La rilevanza [*materiality*] delle singole voci è giudicata nel contesto di altre voci analoghe»¹²³.

La versione francese merita attenzione. Questa traduce il termine *materiality* in due

¹²⁰ C. Edgley – M. J. Jones – J. Atkins, *op. cit.*, 5 ss. Infatti, secondo il *paper* citato, muovendo da tali premesse ha lo scopo di evidenziare come nel settore delle assicurazioni per danni ambientali il livello di *materiality* non può essere valutata con il parametro dell'azionista ma dovrebbe essere fatta con quello dei "portatori di interessi".

¹²¹ In parte modificata, seppur in punti di non interesse per la presente indagine, da varie direttive (l'ultima versione aggiornata è quella derivante dagli emendamenti apportati con la direttiva 2022/2464).

¹²² Si specifica che seppur è stato tradotto con il termine "principio", in Italia dalla scienza aziendalistica non è considerato tecnicamente un principio ma una clausola generale. Cfr. sul punto uno per tutti E. Bocchini, *op. cit.*, 47 ss.

¹²³ Nella versione inglese "*means the status of information where its omission or misstatement could reasonably be expected to influence decisions that users make on the basis of the financial statements of the undertaking. The materiality of individual items shall be assessed in the context of other similar items.*"

modi diversi: al considerando n. 17 con la locuzione «*importance relative*» e all'art. 2 con quella di «*importance significative*».

Mentre la seconda traduzione appare meno “interessante” in quanto analoga alla versione italiana e tedesca, la prima richiama l'idea di “relazione” tra un dato omesso o falsificato e l'importanza che questo ha per il soggetto verso il quale è rivolta.

Tale interpretazione, seppur suggestiva, probabilmente non è quella corretta. Invero, la traduzione di *relative*, se si analizza il sistema francese, corrisponde al significato italiano di “relativo” nel senso di “parziale”. Infatti, sembrerebbe che si è scelto semplicemente di mantenere la formulazione già usata a partire dal 1999 nel PCG all'art. 121-3. Non esiste una definizione esplicita del principio di *materiality*, ma secondo gli aziendalisti d'oltralpe si può affermare come: a) in applicazione di tale principio tutti gli eventi relativi all'impresa non devono necessariamente tradursi nella contabilità annuale; b) devono figurare solo quelli per i quali l'omissione sarebbe suscettibile d'influenzare la decisione economica o il giudizio fondato sulla contabilità; c) la nozione di soglia specifica di ogni impresa e per ciascuna situazione ne permette l'attuazione¹²⁴. Quindi a ben vedere il concetto di “relativo” non ha solo a che fare con l'idea di relazione, ma potrebbe invece richiamare il concetto di “parte/parziale” nel senso che non tutti i dati devono essere inclusi nel bilancio¹²⁵.

A conferma di tale interpretazione si può richiamare anche la disciplina aziendalistica-contabile del principio di *rilevanza*. Afferma infatti la dottrina contabile italiana come il principio di *rilevanza* (contenuto all'art. 2423 Cc) prevede che non è necessario rispettare gli obblighi di informazione o valutazione quando l'osservanza degli stessi ha effetti “*irrilevanti*” sulla rappresentazione veritiera e corretta dello stato patrimoniale e economico della società¹²⁶. La *materiality* ex art. 2423 Cc è invero diretta a soddisfare due finalità: da un lato, garantire una maggior chiarezza del bilancio evitando che lo stesso contenga dati non aventi importanza per le decisioni economiche da parte degli utilizzatori; dall'altro lato, ridurre gli oneri in capo ai

¹²⁴ B. Caspar – G. Enselme, *Manuel de comptabilité approfondie*, New York 2016-2017, 47 ss.

¹²⁵ A ciò si aggiunge che la tipizzazione del falso in bilancio sembra svincolarsi da tale lessico e non aiutarci nell'interpretazione. Invero, il *Code de Commerce* all'art. L. 242-6, comma 2, punisce i soggetti attivi qualificati apicali che non donano un'immagine fedele (*image fidèle*) del risultato delle operazioni di esercizio, della situazione finanziaria e dei profitti, in modo da dissimulare la vera situazione della società. Il riferimento è all'art. L. 123-14 del *Code de Commerce* che richiede che i conti donino un'immagine fedele del patrimonio, della situazione finanziaria e dei profitti d'impresa. D. Vidal, *Le faux en matière comptable ou financier*, in AA.VV., *Le faux, le dorit & le juste*, Bruxelles 2009, 47; sulle irregolarità contabili si veda anche S. Detraz – R. Salomon, *Précis de droit pénal fiscal*, Parigi 2021, 161 ss.

¹²⁶ E. Bocchini, *op. cit.*, 88.

redattori del bilancio¹²⁷.

Svolte tali premesse, sul significato “tecnico” di *materiality*, si procederà ora a verificare se negli ordinamenti anglosassoni prima, ed italiano poi, il concetto è stato utilizzato nella tipizzazione delle fattispecie che prendono in considerazione il bilancio. Si rivolgerà particolare attenzione all’indagine circa l’interpretazione del termine *material*, suggerendo che questa, al fine di rendere più “accessibile” l’incriminazione, sia ancorata alla disciplina aziendalistica-contabile.

4.2. Prendendo le mosse dall’ordinamento statunitense, la disciplina che tutela la trasparenza dell’informazione societaria, rispetto alla chiarezza ed intellegibilità dei bilanci, è contenuta nel *Sarbanes-Oxley Act 2002*, atto emanato a seguito dei numerosi fallimenti e frodi societarie intervenuti in quegli anni, al fine di regolamentare il monitoraggio delle società di revisione. A tal proposito si è previsto, al Titolo I, la creazione di un nuovo Board di matrice federale, responsabile del monitoraggio dell’operato delle società di revisione che prestano servizio presso società quotate¹²⁸.

Nel Titolo III, rubricato *Corporate Responsibility*, alla *sec. 302*, si prescrive che i *financial report* non devono contenere false dichiarazioni di un *material fact* od omissioni di un *material fact*, che se presenti rendono la dichiarazione, alla luce delle circostanze nelle quali questa è fatta, ingannevole. I *financial statements* e le altre informazioni finanziarie incluse nel *report* devono rappresentare equamente (*fairly*), in tutti gli aspetti fondamentali (letteralmente «*in all material respects*»), le condizioni finanziarie e i risultati delle operazioni della società.

Ed ancora, nel titolo IV rubricato “Migliore informazione finanziaria”, alla *sec. 401* si prevede che si rivelino determinate informazioni in *report* periodici, che devono avere le stesse caratteristiche dei *financial statements*, cioè non contenere informazioni false *material* o omissioni di fatti *material*.

Alla *sec. 303* è previsto che vengano stabilite delle regole per proibire agli apicali delle società di realizzare qualsiasi azione coercitiva, manipolativa, ingannatoria o che possa fraudolentemente influenzare l’*audit* sulle dichiarazioni finanziarie della società, se il soggetto sa o dovrebbe sapere che tale azione, qualora abbia successo, rende le dichiarazioni finanziarie sostanzialmente false (*materially misleading*).

Al titolo VIII è contenuta la disciplina della *Corporate and Criminal Fraud*

¹²⁷ G.E. Colombo aggiornato da M.S. Spolidoro, *op. cit.*, 49.

¹²⁸ Per una ricostruzione storica del controllo contabile negli Stati Uniti in chiave comparata con il Regno Unito si veda A. Rowe, *Accounting Reports Today*, Surrey 1980, 164 ss.

Accountability anche conosciuta come *Corporate and Criminal Fraud Accountability Act of 2002*¹²⁹.

Il concetto di *materiality* pur non essendo espressamente utilizzato nella tipizzazione della fattispecie, di fatto ne diviene elemento costitutivo attraverso un meccanismo di integrazione, derivante dalla lettura in combinato disposto delle varie disposizioni. Invero, la sanzione penale è comminata per il mancato rispetto dei criteri indicati nell'*Act* e di conseguenza di mancato rispetto dei requisiti richiesti dalle *Section* menzionate precedentemente. In altre parole, l'illecito penale consiste nell'aver falsificato i report od omesso informazioni in essi, informazioni che per esplicita previsione legislativa sono *material*.

In tale contesto il concetto di *materiality* dovrebbe essere interpretato in senso "tecnico" perché la fattispecie tipica sembra influenzata dalle tecniche di redazione dei bilanci. Infatti, sono penalmente rilevanti solo le condotte violative delle norme sulla compilazione dei *report* ed ancorate cioè a cosa l'*audit* considera *material*.

4.3. Dopo aver brevemente analizzato la normativa statunitense in materia di redazione dei bilanci e osservato come la sanzione penale è comminata per il mancato rispetto dei criteri legalmente fissati, l'indagine si concentrerà sull'ordinamento del Regno Unito, al fine di verificare se nei reati di false comunicazioni sociali il concetto di *materiality* viene utilizzato come "tecnico".

Il reato di *False Accounting* è disciplinato dalla *sec. 17 del Theft Act 1968*¹³⁰ e prevede la punizione per l'esibizione o l'uso di un documento contabile falso *in a material particular*. Invero, la *sec. 17 del Theft Act del 1968* sanziona il soggetto che, *dishonestly*, con l'intento di causare un danno al terzo: a) distrugge, scarabocchia, deturpa, nasconde o falsifica il bilancio o ogni altra contabilità, o documenti formati per fini contabili (*made or required for any accounting purpose*)¹³¹; b) nel fornire informazioni per qualsiasi motivo produce o crea della contabilità, o ogni altro documento contabile, la quale conoscenza è, o potrebbe essere, *misleading, false o deceptive in a*

¹²⁹ La *sec. 802* prevede le sanzioni penali per l'alterazione dei documenti ed emenda il *chap. 73 del Titolo 18 del United States Code*. La *sec. 906* emendando il *chap. 63 del titolo 18 del US Code* prevede sanzioni penali per le false certificazioni nei *report*.

¹³⁰ Tale disciplina ha sostituito le *sec. 82 e 83 del Larceny Act 1961* e il *Falsification of Accounts Act 1875*.

¹³¹ La locuzione è ambigua e oggetto di discussioni in dottrina e giurisprudenza. Evidenzia la dottrina come se il documento è fatto (*made*) per uno scopo contabile dipende dall'intento del creatore e lo stesso di può dire se è richiesto (*required*) per tale scopo (cfr. in questo senso e per una ricostruzione anche giurisprudenziale J. Fisher – HHJ A. Milne – J. Bewsy – A. Herd, *op. cit.*, 235 e ss.).

material particular. L'azione deve essere disonesta, con la prospettiva di ottenere un guadagno a danno di altri. È richiesta altresì la conoscenza che il documento sia o potrebbe essere fuorviante, falso o decettivo in modo particolarmente rilevante¹³².

Riguardo alla condotta di falsificazione è opportuno fare alcune precisazioni. Nella *sec. 17(1)(a)* il reato è commesso falsificando; mentre ai sensi della *sec. 17(1)(b)* usando la falsificazione.

Quanto a tale seconda azione, si richiede che il soggetto agente abbia la conoscenza, o possa avere la conoscenza, che il documento è *false or misleading in a material particular*. Sembrerebbe allora, da una prima lettura del testo, che il requisito della *materiality* non sia richiesto per concretizzare il reato di cui alla lettera a). Quindi che la *rilevanza* sia un espresso requisito solo per l'uso, ma non anche per la falsificazione.

In realtà, la norma viene completata da una definizione alla *sec. 17(2)*, che definisce in modo non esaustivo il concetto di *falsification*¹³³. Dalla lettura in combinato disposto delle due disposizioni emerge quale elemento di fattispecie il requisito della *materiality*. Infatti, è considerata "falsificazione" la condotta di chi, in un bilancio o in documento, inserisce un dato falso o decettivo *in a material particular* o omette o concorre ad omettere un dato *material particular* da un bilancio o da un altro documento¹³⁴.

Si deve notare come tale definizione oltre ad introdurre la necessaria rilevanza del falso, equipara l'omissione alla falsificazione. Nell'ultima parte della disposizione, infatti, statuisce chiaramente che omettere un elemento *material* equivale a falsificare il documento¹³⁵. L'omissione sarà rilevante se produce l'effetto di "alterare" il documento, nel senso che a causa della mancanza di quel dato, l'atto è capace di

¹³² Cfr. J. Smith, *The Law of Theft*, London 1968, 91 ss.

¹³³ La definizione di *falsification* da alcuni Autori è stata definita "confusionaria", perché secondo falso significherebbe semplicemente non vero. Inoltre, *deceptive*, segnatamente l'intento ingannatorio, non aggiungerebbe nulla alla definizione poiché, assumendo che *misleading* significhi "far credere per vero ciò che è falso", non può esistere un dato o un documento *deceptive* senza che sia allo stesso tempo *false* o *misleading*. In questo senso v. J. Fisher – HHJ A. Milne – J. Bewsy – A. Herd, *op. cit.*, 264 ss.

¹³⁴ Nel testo originale «*For purposes of this section a person who makes or concurs in making in an account or other document an entry which is or may be misleading, false or deceptive in a material particular, or who omits or concurs in omitting a material particular from an account or other document, is to be treated as falsifying the account or document*».

¹³⁵ La dottrina ritiene che tale "significato esteso" del concetto di falsificare sia valevole solo per la *sec. 17(1)(a)* e non per la *sec. 17(1)(b)* poiché il testo utilizza la parola omettere senza menzionare l'uso. In altre parole, poiché la *Section 17(1)(b)* punisce solo l'uso del documento e non la falsificazione, non risulta naturalisticamente possibile equiparare il significato esteso di falsificazione dell'omissione all'uso. Sul punto si veda: D. Ormerod – D.H. Williams, *Smith's Law of Theft*, Oxford 2007, 187 ss.

ingannare in modo significativo. Quando un'omissione è *material* o meno dipende dal documento e dal contesto specifico¹³⁶.

Per comprendere quando un bilancio può essere ingannevole è opportuno fare richiamo al principio secondo il quale le società devono presentare una “*true and fair view*” della situazione aziendale. Tale requisito, per parte della dottrina, però è particolarmente impreciso, soprattutto per il problema delle valutazioni. Ad esempio, si è sviluppato nel tempo un annoso dibattito su quali pratiche siano ammesse o meno: come il caso del c.d. *window-dressing*, consistente nell'accedere a dei finanziamenti poco prima della chiusura di bilancio, che crea impressione di liquidità. Alcuni la ritengono una pratica lecita perché sostengono che il bilancio non raffiguri la vita della società ma solo la situazione della stessa ad una particolare data. Altri, per comprendere se sia lecita o meno, pongono l'accento sul requisito del *dishonestly*, focalizzandosi esclusivamente sullo scopo. Tale, tuttavia, è un approccio sconsigliabile e criticato da parte della dottrina perché trasla il problema dall'*actus reus* alla *mens rea*¹³⁷.

Invece, il problema posto è comprendere se la pratica presa ad esempio del *window-dressing* rientri oggettivamente nella fattispecie descritta dalla *sec. 17(1)(a)*. In tale caso, per parte della dottrina sembra che sia sufficiente che il bilancio causi al lettore l'impressione di qualcosa che non sia vero. Nel nostro esempio, la pratica suddetta sembrerebbe causare un effetto distorsivo nella visione del lettore.

Infine, la dottrina inglese si è interrogata se il soggetto agente dovesse avere o meno consapevolezza della *materiality*. In proposito, in *Bowie and McVicar*, HH Judge Atherthon ha statuito che è necessario stabilire e provare anche questo ulteriore elemento (*materiality*) della *mens rea*. In realtà, in molti casi il problema si risolve facendo leva sulla necessità che il soggetto agisca *dishonestly*, poiché difficilmente chi agisce in tal modo non conosce la rilevanza del dato falsificato od omesso¹³⁸.

¹³⁶ Si veda ad esempio il caso *Lancaster*, per un approfondimento sul caso J. Fisher – HHJ A. Milne – J. Bewsy – A. Herd, *op. cit.*, 267.

¹³⁷ Tale approccio potrebbe però essere un diretto discendente dell'elaborazione della *materiality* nel generale *Tort of deceit* (illecito di inganno generico). Invero, è stato affermato come, nei reati ove la condotta produce una falsa rappresentazione della realtà, quando sussiste un'intenzione di ingannare non c'è la richiesta del requisito indipendente della *materiality* (per la giurisprudenza sul punto si veda quella citata in nota n. 144, P. MacDonald Eggers, *Deceit. The lie of the law*, Londra 2009, 88 ss.). Come si può osservare l'intenzione dell'inganno “assorbe” il requisito oggettivo della rilevanza. La posizione è però criticata dall'Autore, il quale evidenzia come lo scopo della *materiality* è quello di assicurare che oggettivamente la rappresentazione sia stata falsata secondo il parametro di una persona ragionevole.

¹³⁸ D. Ormerod – D.H. Williams, *op. cit.*, 193 ss.

Il reato di *False Accounting* va letto poi in combinato disposto con altre due fattispecie, di cui una è *False statements by Company Directors etc* prevista dalla sec. 19¹³⁹, l'altra è quella che prevede l'illecito di *False Reporting* contenuto nel *Companies Act 2006*.

Il primo reato punisce chiunque facente parte di una persona giuridica (quindi anche di una società) che, con l'intento di ingannare i membri o i creditori riguardo gli affari, pubblici o concorra a pubblicare affermazioni scritte o conti che sa essere o poter essere *misleading, false or deceptive in a material particular*¹⁴⁰.

Il secondo illecito si inserisce nella più ampia disciplina della redazione dei bilanci e dei *report* da parte delle società, che devono essere redatti annualmente. La contabilità è quindi sottoposta a controllo ed un revisore può richiedere spiegazioni in merito agli stessi in qualunque momento e a chiunque faccia parte della società¹⁴¹. Ai sensi della sec. 501(1) chiunque, anche *recklessly* (con colpa), fa una dichiarazione sia scritta che orale ad un revisore, che trasmetta o pretenda di trasmettere informazioni o spiegazioni richieste dal revisore stesso, o indirizzate a lui, e che sono *misleading, false o deceptive in a material particular*, commette un illecito penale. Se il *report* è approvato e le dichiarazioni risultano false, l'amministratore (*director*) commette un reato ai sensi della sec. 418(5).

Per quanto attiene in generale alla contabilità ai sensi della sec. 386(2) le società sono obbligate a tenerla. In particolare, devono essere in grado di dimostrare e spiegare le transazioni dell'azienda ed al tempo stesso la situazione finanziaria, assicurandosi che i *report* rispettino tutti i requisiti di legge. Se ciò non avviene, la società (e quindi non il singolo individuo) commette un reato ai sensi della sec. 387(1)¹⁴².

Come si può notare, anche nel sistema britannico, il concetto di *material* andrebbe legato alle tecniche di redazione dei bilanci e assumere un significato non solo di "offensività" ma soprattutto di selezionare sul piano della tipicità solo le falsificazioni che la scienza contabile ritiene *rilevanti*. Infatti, è la stessa dottrina che, come visto, richiama il principio contabile del *true and fair view*.

Tale soluzione interpretativa consentirebbe di non sovrapporre gli elementi di fattispecie (oggettivi e soggettivi) e di rendere più chiaro cosa è vietato e cosa è

¹³⁹ Tale articolo ha sostituito la sec. 84 del *Larceny Act 1891*.

¹⁴⁰ D. Ormerod – D.H. Williams, *op. cit.*, 194 ss.

¹⁴¹ La disciplina è contenuta alla sec. 499(1)(b) dell'*Act*.

¹⁴² Il soggetto agente ha però a disposizione una *defence* che consiste nel dimostrare che ha agito onestamente e che l'errore è scusabile. Per un approfondimento in generale sul *False reporting* si veda B. Rider – K. Alexander – S. Bazley – J. Bryant, *op. cit.*, § 6.92 ss.

consentito.

Ciò permetterebbe anche di attenuare la confusione generata dall'interpretazione della locuzione «fatto o richiesto allo scopo contabile» nell'illecito di *false accounting*. Infatti, sono rilevanti le condotte di falsificazione non solo dei documenti contabili in senso stretto ma anche di quelli connessi con tale scopo. Ad esempio, nel caso *R. v. Mallet*¹⁴³, il reato è stato considerato integrato dalla condotta del soggetto che aveva falsamente dichiarato in un contratto di vendita a rate di aver ricoperto il ruolo di amministratore di una società per otto anni. Secondo la Corte non è importante che la falsità cada su un dato contabile purché sia il documento nel suo complesso ad avere tale scopo. La dottrina ha fortemente criticato tale approdo poiché la *ratio* dell'intera *Section* è di preservare l'integrità dei processi contabili¹⁴⁴. Se si accogliesse l'uso del concetto di *material* nel suo significato tecnico, sarebbe più difficile considerare penalmente rilevante le condotte che non cadono su un dato contabile e l'"accessibilità" della disposizione sarebbe maggiore per i consociati.

4.4. L'indagine riguardo l'opportunità di una interpretazione in senso "tecnico" del concetto di *materiality* vuole dimostrare come ciò consente alle incriminazioni di essere "accessibili", delimitando la fattispecie tipica in modo più preciso. Nella tipizzazione del falso in bilancio nell'ordinamento italiano, anche se il legislatore probabilmente non ha esplicitamente inteso richiamare il concetto tecnico, il tecnicismo è comunque emerso grazie alla giurisprudenza e al legame indissolubile di tale figura con il diritto civile. L'indagine circa il possibile significato da attribuire al vocabolo in esame si soffermerà solo sul più rilevante tra i possibili documenti oggetto della condotta delittuosa: il bilancio.

Si deve premettere, per meglio inquadrare la questione, una breve ricostruzione storica delle false comunicazioni sociali.

Come noto, l'antecedente storico dei reati societari è rinvenibile nel codice di commercio del 1882 ove era presente un capo dedicato alle disposizioni penali tra cui si rintracciavano anche illeciti, quali la falsità in bilanci¹⁴⁵. Nello specifico, l'art. 247 co. 1 Ccomm, puniva, i soggetti apicali delle società, che nelle relazioni o nelle

¹⁴³ *Mallet* [1978] 1 W.L.R. 820, confermata anche dall'*Attorney General's Reference* (No. 1 of 1980).

¹⁴⁴ In questo senso J. Fisher – HHJ A. Milne – J. Bewsey – A. Herd, *op.cit.*, 240 ss.; E. Griew, *The Theft Acts*, Mytholmroyd 1995, 201.

¹⁴⁵ C. Pedrazzi, *Diritto penale III, scritti di diritto penale dell'economia, problemi generali di diritto penale societario*, Milano 2003, 767 ss. Sul punto cfr. anche V. Napoleoni, *I reati societari*, cit., 19 ss.

comunicazioni fatte all'assemblea, dichiaravano "scientemente" fatti falsi sulle condizioni della società o "scientemente" nascondevano, in tutto o in parte, fatti riguardanti le condizioni suddette.

Il codice di commercio prevedeva altresì un'ulteriore ipotesi sanzionatoria all'art. 246 Ccomm. Tale illecito, costruito come un reato comune puniva, con le stesse pene della truffa (indicate all'art. 413 Cp 1889), i soggetti che simulavano o asserivano falsamente l'esistenza di sottoscrizioni o di versamenti ad una società per azioni ovvero che, presentandosi quali addetti alle società di persone alle quali invece non appartenevano, o commettendo simulazioni, ottenevano o tentavano di ottenere sottoscrizioni o versamenti¹⁴⁶.

Con la riforma avvenuta nel 1930 (r.d.l. 30.10.1930 n. 1459, convertito con modificazioni dalla l. 4.6.1931 n. 660) si è deciso di unificare i delitti contenuti nel codice di commercio in un'unica disposizione con alcune modifiche, tra cui la diversa collocazione del discusso avverbio «fraudolentemente»¹⁴⁷.

¹⁴⁶ Si legge nella relazione ministeriale al Senato come l'intento del legislatore era quella di sottrarre le condotte illecite dal paradigma della truffa. Inoltre, sembra palese come, seppur la matrice storica di tale reato è sicuramente il delitto di truffa, questo presentasse però delle peculiarità, principalmente in quanto a struttura; basti una per tutti l'equiparazione del reato consumato a quello tentato. Si veda sul tema ampiamente V. Napoleoni, *I reati societari*, cit., 23 ss. Cfr. sul punto altresì G.V. Amodini, *Disposizioni penali relative alle società di commercio*, Milano 1907, 48 ss. ove si analizzano anche gli altri criteri differenziali come, ad esempio, la mancanza tra gli elementi costitutivi dell'art. 246 c. comm. dell'ingiusto profitto con l'altrui danno. In generale su tali reati P. Mirto, *Il diritto penale delle società*, Milano 1954, 158 ss.

¹⁴⁷ La disposizione veniva traspunta nella legge di conversione del 4.6.1931 n. 660 senza alcuna modifica, tranne per la diversa collocazione dell'avverbio fraudolentemente. Esso veniva posto prima del verbo «espongono» andandosi quindi a riferire alla sola ipotesi di nascondere in tutto o in parte fatti concernenti le condizioni della società. In merito a tale scelta, nella Relazione della commissione alla Camera dei deputati, si giustificava la modifica del codice di commercio manifestando la volontà legislativa di punire in modo incisivo solo gli atti delittuosi che accompagnati dall'«intendimento malizioso» e che «si concretano in attentato alla buona fede o alla consistenza del patrimonio sociale» (Cfr. P. Mirto, *op. cit.*, 159 il quale cita la Relazione della commissione alla Camera dei deputati in occasione della riforma del 1931.). Si legge ancora nella Relazione citata che è necessario che il giudice accerti se «vi sia l'estremo della frode»; estremo che viene definito come «assolutamente necessario per integrare il reato» di false comunicazioni sociali. Nell'intento del legislatore del trenta l'idea era quella di escludere dall'area della tipicità tutte quelle condotte che si compivano nell'interesse della società, perfino se tali attività potevano danneggiare i singoli soci. Si deve però rilevare come il Ministro proponente la riforma, Alfredo Rocco, chiamato ad esprimere un parere sull'espressione fraudolentemente, affermava che tale avverbio può indicare sia una dimensione oggettiva sia una dimensione soggettiva. Lo stesso riteneva che nella Legge l'avverbio indicasse l'elemento soggettivo del reato, tanto che lo stesso è denominato falso in bilancio e non frode in bilancio (P. Mirto, *op. cit.*, 160). Aggiungeva Rocco che nel delitto citato l'avverbio indicava l'intenzione fraudolenta, il fine specifico, inteso come *consilium fraudis*, *animus nocendi* e *animus lucrandi*. Altra modifica rispetto all'art. 247 c. comm. era l'estensione del penalmente rilevante anche alle comunicazioni fatte al pubblico e non più solo ai soci; a ciò si aggiungevano anche le falsità relative alla costituzione della società (v. V. Napoleoni, *I reati societari*, cit., 26). Sul punto si veda anche M. Gambardella, *Il significato e contenuto dell'avverbio fraudolentemente nel reato di false comunicazione sociali (art. 2621 n. 1 c.c.)*, in *CP* 1998, 2529 ss.

Dopo pochi anni dalla sua entrata in vigore, con l'emanazione del codice civile, per tramite dell'art. 1 n. 1 r.d.l. 16.2.1942 n. 107, l'illecito veniva trasposto nell'art. 2621 Cc con una serie di modifiche: veniva sostituita la locuzione «fatti falsi» con «fatti non rispondenti al vero»; venivano modificati i soggetti attivi passando dai «direttori generali» ai soli «direttori»; veniva eliminato il destinatario delle comunicazioni, qualificando le stesse come «sociali»; infine, veniva ristabilita la clausola di salvezza, presente nel codice di commercio, che faceva salve le più gravi sanzioni del codice penale. La disposizione non richiedeva poi che la falsità fosse rilevante o che fosse idonea ad ingannare¹⁴⁸.

La norma incriminatrice non si presentava particolarmente determinata ed a ciò si accompagnava anche una disciplina dei bilanci non dettagliata come quella attuale, seppur molto più corposa di quella contenuta nel codice di commercio (che prevedeva un'unica disposizione).

Solo con il d.lgs. 9.4.1991 n. 127, che ha recepito le direttive comunitarie n. 78/660/CEE (nota come IV direttiva) e n. 83/349/CEE (nota come VII direttiva), si è arricchito il quadro normativo del bilancio¹⁴⁹.

La modifica del diritto contabile non ha però comportato alcuna modifica della fattispecie penale, tanto che la giurisprudenza ha utilizzato in quegli anni (durante Tangentopoli) il delitto di false comunicazioni sociali in modo abbastanza diffuso¹⁵⁰.

La giurisprudenza, seppur di merito, nella nota senza «Romiti e Mattioli», ha esplicitato come non esisteva un criterio per affermare quando un fatto fosse rilevante o meno, tanto che la disposizione penale parlava esplicitamente solo di fatti non veri¹⁵¹.

Alla luce di tanta indeterminatezza, è apparso pregevole lo sforzo della Corte di Cassazione di legare la normativa penalistica a quella civile¹⁵². Nella vicenda processuale sopra citata, la Corte ha affermato come le difformità dal vero nel bilancio

¹⁴⁸ Sul punto cfr. S. Seminara, *Diritto penale commerciale. Volume II. I reati societari*, cit., 33 ss. dove evidenzia come l'ampiezza della disposizione ha reso possibile nel tempo interpretazioni della stessa fin troppo estese.

¹⁴⁹ Per una ricostruzione delle novità cfr. G. Garesio, sub art. 2423 Cc, in *Il codice civile. Commentario. Il bilancio di esercizio*, fondato da P. Schlesinger, diretto da F. Busnelli, Milano 2018, 16 ss.

¹⁵⁰ Per una ricostruzione cfr. F. Giunta, *Lineamenti di diritto penale dell'economia*, Torino 2004, 186 ss.; C. Visconti, *Amministratori di «holding» e «falso in bilancio consolidato»: note a margine della sentenza Romiti*, in *FI 1998*, 657 ss.

¹⁵¹ App. 28.5.1999 Romiti e Mattioli in *IP 2000*, 871 ss. con nota di G. Ciampa, *Tipicità e rilevanza dell'alterazione nel delitto di false comunicazioni sociali*.

¹⁵² Cass. 21.1.1998 n. 1245 Cusani in *RTrimDPenEc 1998*, 913 ss. con nota di A. Svampa, *Il reato di «false comunicazioni sociali»: la lettura giurisprudenziale offerta nel caso Enimont*; in *FI 1998*, 517 ss. con nota di F. La Spina, *Questioni in tema di abusi patrimoniali degli amministratori di Società (in occasione della pronuncia definitiva sulle responsabilità penali di Sergio Cusani)*.

possono integrare il reato in quanto presentino il requisito della rilevanza informativa sulle condizioni economiche di questa.

Al fine di valutare la rilevanza del dato omesso o falsificato, secondo la Corte non è necessario rifarsi all'art. 49 Cp, come fatto inidoneo ad integrare la lesione all'interesse protetto, o al fatto conforme al tipo legale ma privo di necessaria offensività, oppure ancora all'elemento soggettivo del reato con riferimento all'avverbio fraudolentemente, in cui sarebbe insito il requisito della rilevanza del dato viziato.

Invece per valutare la rilevanza del dato omesso è opportuno utilizzare gli approdi della giurisprudenza civilistica, che afferma come non un qualsiasi errore intacca l'architettura globale di un bilancio. Il richiamo appare necessario anche per ragioni di coerenza del sistema perché, altrimenti, sarebbe irragionevolmente possibile che uno stesso fatto non sia sanzionato dal diritto civile ma sottoposto all'applicazione della sanzione penale¹⁵³.

Nella formulazione ante riforma del 2002 non esisteva però un criterio o una soglia che consentisse di comprendere quando una falsificazione poteva considerarsi rilevante. Per valutare la rilevanza, secondo la giurisprudenza non doveva guardarsi solo all'importo contabile e alla sua incidenza percentuale sui conti, si doveva prendere in considerazione il significato che quell'operazione poteva assumere per ricostruire la rete di rapporti sociali ed economici dell'impresa¹⁵⁴. Infatti, anche cifre piccole in percentuale al valore dello stato patrimoniale dell'impresa possono essere rilevanti se esposte in specifiche voci o poste di bilancio, se quelle voci sono capaci di veicolare informazioni significative¹⁵⁵.

Nonostante gli sforzi interpretativi della giurisprudenza che ha tentato di rendere più determinato il contenuto della fattispecie del falso in bilancio, agganciando il concetto di *rilevanza* alla normativa civile, si è pensato ad una riscrittura del reato, includendo le note soglie percentuali di rilevanza.

Nel 2002, con il d.lgs. n. 61, il falso in bilancio ha subito una delle più criticate modifiche legislative¹⁵⁶. Infatti, l'illecito (diventato addirittura una contravvenzione) di cui all'art. 2621 Cc veniva punito con l'arresto fino a due anni rendendo la sua applicazione praticamente impossibile anche a causa del breve termine prescrizione

¹⁵³ Cass. 21.1.1998 n. 1245 Cusani, cit. che richiama Cass. 23.3.1993 n. 3458; Cass. 18.03.1986 n. 1839.

¹⁵⁴ Cass. 21.1.1998 n. 1245 Cusani, cit.

¹⁵⁵ Cass. 19.10.2000 191/2001 Mattioli ed altri in *CEDCass*, n. 218072-01.

¹⁵⁶ S. Seminara, *Diritto penale commerciale. Volume II. I reati societari*, cit., 34; L. Foffani, *La nuova disciplina delle false comunicazioni sociali*, in A. Giarda – S. Seminara (a cura di), *I nuovi reati societari: diritto e processo*, Padova 2002, 247.

(ex art. 157 Cp)¹⁵⁷.

È però il 2002 l'anno in cui fa ingresso nella tipizzazione della fattispecie il discusso sintagma «fatti materiali» e, come detto, delle soglie di rilevanza penale nel caso in cui la falsità non alteri in modo sensibile la rappresentazione complessiva della società. Ed è proprio il 2002, l'anno in cui negli Stati Uniti d'America viene emanato il *Sarbanes Oxley Act* ove, come visto, si lega il concetto di *material* alle tecniche di redazione dei bilanci. Ma questa comunanza di anno non deve trarre l'interprete in inganno. La ragione dell'inserimento della locuzione «fatti materiali» non è stata quella di richiamare esplicitamente il concetto di *materiality*, ma quella di arginare l'uso indeterminato del reato come avvenuto durante "Tangentopoli"¹⁵⁸. Come si vedrà, il legame con tale termine anglosassone sarà valorizzato solo nella successiva giurisprudenza.

A fronte di una sostanziale depenalizzazione del falso in bilancio, dovuta all'essere stato trasformato in una contravvenzione, di particolare interesse appare la riformulazione del delitto ad opera del legislatore del 2015.

La riformulazione con la l. 27.5.2015 n. 69 ha ridato vita alle false comunicazioni sociali. Questa si accompagna anche alla riforma civilistica del bilancio con il quale l'Italia, con il d.lgs. 13.8.2015 n. 139, in attuazione della direttiva del 2013 citata, ha "modernizzato" il sistema e recepito tutte le sollecitazioni sovranazionali¹⁵⁹.

Attualmente, l'art. 2621 Cc (ed anche l'art. 2622 Cc riferito alle società quotate) è imperniato su due condotte penalmente rilevanti: l'esposizione di fatti non rispondenti al vero o il nascondimento degli stessi. Secondo autorevole dottrina, tale doppia modalità di realizzazione dimostra che il delitto è stato modellato sulla dimensione qualitativa e quantitativa del fenomeno, nel senso che l'informazione deve possedere

¹⁵⁷ Per un'analisi del "vecchio" art. 2621 Cc si veda L. Conti, *Disposizioni penali in materia di società e di consorzi*, in *Commentario del Codice Civile Scialoja-Branca*, a cura di F. Galgano, Bologna 2004, 61 ss. Sulla riforma del 2002 cfr. M. Donini, *Abolito criminis e nuovo falso in bilancio struttura e offensività delle false comunicazioni sociali (artt. 2621 e 2622 cc.) dopo il d.lg. 11 aprile 2022, n. 61*, in *CP 2002*, 1240 ss.; con specifico riguardo alla compatibilità con il diritto comunitario cfr. A. Crespi, *Studi di diritto penale societario*, Milano 2018, 157 ss.

¹⁵⁸ Nella Relazione illustrativa dello Schema di disegno di legge delega per la riforma del diritto societario si leggeva invero che una parte della Commissione ha proposto l'inserimento di una precisazione circa la significatività delle informazioni falsificate od omesse così da meglio definire la fattispecie, che però non ha accolto i consensi della maggioranza. Si veda sul punto A. Crespi, *Le false comunicazioni sociali: una riforma faceta*, in *RSoc.* 2001, 1345 ss.

¹⁵⁹ Per un commento sull'evoluzione della normativa civilistica fino al d.lgs. 18.8.2015 n. 139 si veda E. Bocchini, *op. cit.*, 1 ss.; L. De Angelis, *Elementi di diritto contabile. Disciplina civilistica e principi contabili internazionali*, Milano 2019, 19 ss.; G. Garesio, *op. cit.*, 3 ss.; L. d'Altilia, *Il nuovo reato di false comunicazioni sociali. Aspetti di criticità e profili di comparazione*, Napoli 2019, *passim*.

il doppio carattere della veridicità e della compiutezza¹⁶⁰.

Sia la dichiarazione mendace che l'omissione devono essere inerenti alla situazione economica, patrimoniale o finanziaria della società o del gruppo al quale quest'ultima appartiene e devono essere idonei a trarre in inganno terzi.

Si sceglie, quindi, da un lato, di mantenere in riferimento alle condotte di falsificazione e nascondimento la locuzione «fatti materiali», dall'altro, di eliminare l'inciso «ancorché oggetto di valutazione». I «fatti materiali» devono però essere *rilevanti*, ad eccezione del delitto di cui all'art. 2622 Cc nella forma commissiva dove la rilevanza sembra presunta dal legislatore a fronte del fatto che le condotte insistono su un bilancio, relazione o comunicazione di una società quotata, che di per sé richiede una disciplina più rigorosa. In realtà la *rilevanza* in senso tecnico (come traduzione del concetto di *material*) va recuperata anche in tale fattispecie attraverso il termine “materiali” o comunque in via interpretativa per valutare le condotte sussumibili nella fattispecie astratta.

Si può ritenere quindi che “materiali” e “rilevanti” siano espressione del principio di *materiality*. Il sintagma «fatti materiali rilevanti» va letto come un *unicum*¹⁶¹.

I termini “materiali” e “rilevanti” vanno intesi come concetti tecnici che richiamano la c.d. *materiality* anglosassone, utilizzata, come visto, non solo per la tipizzazione degli illeciti penali ma anche in ambito economico come principio-guida che l'operatore deve seguire nella redazione del bilancio.

La fattispecie presenta un nucleo “civilistico”, nella misura in cui è agganciata alla disciplina dei bilanci, e degli elementi, invece, tipicamente penali (come l'inganno) che parrebbero allontanarla da un diritto penale meramente sanzionatorio di un'inosservanza civilistica.

¹⁶⁰ Così V. Manes, *La nuova disciplina delle false comunicazioni sociali*, cit., 3499 ss.

¹⁶¹ Ha precisato la Cassazione che i termini non sono due ripetizioni ma facce della stessa medaglia, così Cass. 12.11.2015 n. 890/16 in *GI* con nota di A. Rossi, *Il falso valutativo quale modalità del falso in bilancio nelle decisioni della Suprema Corte*, in www.penalecontemporaneo.it 18.1.2016, con nota di F. Mucciarelli, *Falso in bilancio e valutazioni: la legalità restaurata dalla Cassazione*, in *DPP* 2016, 310 ss. con nota di F. D'Alessandro, *Valutazioni mendaci e false comunicazioni sociali: la Cassazione si ricrede, e fa bene!*, in *CP* 2016, 1417 ss. con nota di M.N. Masullo, *Oltre il dato normativo: la ragionevole punibilità delle false valutazioni*, in *Giuda al diritto* 2016, 82 ss. con nota di A. Lanzi, *Un audace tentativo per rendere punibili le azioni insidiose*, in *IFisc* 2016, 569 ss. con nota di C. Santoriello, *Rilevanza penale degli enunciati valutativi mendaci nel nuovo reato di falso in bilancio*. In senso contrario si era espressa altra parte della giurisprudenza Cass. 16.6.2015, n. 33774, in *RIDPP* 2015, 1498 ss. con nota di S. Seminara, *False comunicazioni sociali e false valutazioni in bilancio: il difficile esordio di una riforma*; in *GI* 2015, 2208 ss., con nota di F. D'Alessandro, *La riforma delle false comunicazioni sociali al vaglio del Giudice di legittimità: davvero penalmente irrilevanti le valutazioni mendaci?*, in *GD* 2015, 68 ss. con nota di G. Amato, *Esentate solo le stime che rientrano nei limiti di ogni ragionevolezza*.

In questa chiave, il termine “rilevante” (e materiale) va inteso come rilevante secondo i criteri di redazione del bilancio nazionali ed internazionali. Se si interpreta in tale modo risulta più semplice anche comprendere quando un fatto sia “falso” o meno. E qui, attuale più che mai, sembra essere la citata pronuncia degli anni 2000 quando ancora non era possibile avere un termine da interpretare tecnicamente.

Invero, ciò che rileva nei delitti di false comunicazioni sociali è il c.d. vero legale, ossia la corrispondenza delle valutazioni ai parametri normativamente fissati o dal codice civile o dal diritto dell’Unione od anche dalle prassi contabili generalmente accettate¹⁶².

Come noto, sul punto sono anche intervenute Sezioni Unite “Passarelli”¹⁶³ che hanno avallato l’orientamento di quella parte di giurisprudenza che riteneva come la nuova formulazione dell’art. 2621 Cc, introdotta dalla l. 69/2015, che ha soppresso l’inciso «ancorché oggetto di valutazioni» con riferimento ai «fatti materiali non rispondenti al vero», non esclude la rilevanza penale della esposizione in bilancio di enunciati valutativi falsi, che violano parametri normativamente determinati o tecnicamente indiscussi¹⁶⁴.

Anche la dottrina ha rilevato che il riferimento a «materiali» ha il solo scopo di escludere le valutazioni soggettive, le previsioni, i pronostici, le opinioni e non anche le valutazioni di bilancio in senso tecnico¹⁶⁵. Osserva, inoltre, la dottrina economista che, salvo poche eccezioni, quasi tutti i valori di bilancio si formano su fatti e valutazioni che concorrono a formare il valore iscritto. Da ciò consegue che, anche se

¹⁶² In questo senso si veda M. Gambardella, *Condotte economiche e responsabilità penale*, cit., 141 ss.

¹⁶³ Cass. S.U. 31.3.2016 n. 22474, in *RIDPP* 2016, 1479 ss. con nota di A. Alessandri, *Le falsità delle valutazioni di bilancio secondo le Sezioni Unite*.

¹⁶⁴ Cass. 12.11.2015 n. 890/2016, cit. Recentemente si è espressa in questo senso anche Cass. 19.6.2023 n. 37264 non massimata; Cass. 14.9.2022 n. 27970/2023 non massimata, Cass. 19.6.2023 n. 36807 in *LS* 2023, 1273 ss. con nota di C. Santoriello, *Il criterio del “vero legale” per giudicare le valutazioni di bilancio. Alcune considerazioni critiche*. In tale ultima sentenza, la Corte afferma in motivazione che le modifiche normative che incidono sulla rivalutazione dei beni d’impresa (ex art. 2426 Cc) non determinano in alcun modo una *abolito criminis*, non solo in quanto, comunque, non permettono una rivalutazione discrezionale ed indiscriminata, ma anche perché, modificando (parzialmente) i soli criteri di redazione del bilancio, non incidono su un elemento rilevante ai fini della descrizione del fatto tipico. Essendo la falsità (del dato valutativo), connessa alla coerenza della valutazione rispetto a criteri predeterminati e vincolanti ed essendo tali criteri funzionali ad assicurare, nell’interesse dei creditori e, in generale, dei terzi che entrano in contatto con l’imprenditore, una rappresentazione veritiera, corretta e trasparente del dato economico, ciò che rileva è la valutazione di congruità operata alla luce dei criteri di valutazione vigenti al momento della consumazione del fatto, non avendo inciso la modifica dell’elemento normativo (peraltro mediata, realizzata attraverso una diversa disciplina dei criteri ai quali ancorare la valutazione di congruità della valutazione) sull’originario disvalore penale del fatto.

¹⁶⁵ Cfr. ex multis M. Gambardella, *Condotte economiche e responsabilità penale*, cit., 137 ss.; R. Catena – M. Fumo, *Le falsità valutative*, Piacenza 2023, 71.

la normativa fa riferimento a “fatti materiali” e non a giudizi, risultano rilevanti anche le valutazioni in quanto basate su fatti, la cui espressione numerica è frutto di una valutazione¹⁶⁶. Secondo gli economisti aziendali la mancata osservanza dei criteri normativamente fissati, dei principi contabili nazionali ex artt. 2423 Cc e seguenti e quelli internazionali IAS/IFRS, costituiscono un’oggettività verificabile secondo il giudizio vero/falso¹⁶⁷. Si aggiunga che seppur il bilancio è regolato anche da cc.dd. clausole generali (come la *materiality/rilevanza*) e dai cc.dd. principi, questi sono, in primo luogo, contenuti in disposizioni di legge e, in secondo luogo, rinviano sempre a giudizi di valore tecnici (elaborati alla luce della scienza aziendale) e pertanto, non esprimono giudizi valoriali o etici¹⁶⁸.

Allora è evidente come più utile appare il concetto di *materiality* quando se ne coglie la sua accezione “economico-contabile”, perché aiuta l’interprete a selezionare già sul piano della tipicità le condotte falsificatorie del bilancio capaci di mettere in pericolo il bene giuridico tutelato: la trasparenza e la correttezza dell’informazione societaria per mezzo dei documenti contabili¹⁶⁹.

Bisogna tener conto, inoltre, che a fronte della possibile vaghezza del concetto in questione, l’Organismo italiano di contabilità ha emanato nel tempo una serie di Principi contabili relativi alla clausola generale di rilevanza che, quindi, orientano il compilatore del bilancio nel comprendere cosa è permesso e cosa è vietato¹⁷⁰. A ciò si aggiunga che, anche qualora non si possa o non si ritenga opportuno seguire i criteri e i principi contabili (c.d. OIC), il redattore ne deve dare atto nella nota integrativa. E più in generale nella nota integrativa si indica il criterio che si ritiene opportuno seguire rendendo quindi verificabile il documento in termini di vero legale.

Le false comunicazioni sociali richiedono poi che la falsificazione o l’omissione di un dato rilevante sia idoneo ad ingannare “altri”.

Dobbiamo quindi rintracciare il soggetto modello su cui parametrare la *rilevanza* poiché essendo un concetto di relazione è necessario rapportarla con gli utilizzatori

¹⁶⁶ Così P. Gualtieri, *Le nuove false comunicazioni sociali: il punto di vista dell’economista aziendale*, in *DPenCont* 2016, 157 ss.

¹⁶⁷ Cfr. P. Gualtieri, *op. cit.*, 157 ss.

¹⁶⁸ E. Bocchini, *op. cit.*, 47 ss.

¹⁶⁹ In questo senso cfr. S. Seminara, *Diritto penale commerciale. Volume II. I reati societari*, cit., 51 il quale afferma come il pericolo concreto non va parametrato solo sulle modalità del falso ma anche rispetto alla significatività dello scostamento della reale situazione economica, patrimoniale e finanziaria della società.

¹⁷⁰ Ci si riferisce al Principio OIC n. 19 relativo alla rilevanza dei debiti; Principio OIC n. 15 relativo ai crediti; Principio OIC n. 20 relativo ai titoli di debito; Principio OIC 13 relativo alle rimanenze; Principio OIC n. 16 relativo alle immobilizzazioni materiali.

del dato omesso o falsificato¹⁷¹.

Parte della dottrina ha evidenziato come, essendo un bilancio un atto tecnico, il suo destinatario debba essere individuato in un soggetto dotato di competenze di lettura di quel tipo di documento¹⁷². Se infatti i soggetti “modello” nei confronti dei quali è necessario indagare la capacità decettiva della falsità o dell’omissione sono da considerarsi l’uomo medio, il rischio è che venga neutralizzato il tecnicismo richiesto dalla norma¹⁷³.

Tale rischio può essere evitato tenendo distinti l’accertamento della rilevanza e quello dell’idoneità ingannatoria.

Il giudizio che concerne la *rilevanza/materiality* dovrebbe essere tecnico, nel senso di ritenere vero o falso un dato secondo un parametro legale aziendalistico-contabile; l’idoneità ingannatoria invece è un concetto interamente appartenente al diritto penale dove l’individuazione degli “altri” può anche non essere specialistica.

Il percorso di sussunzione, così come quello di accertamento giudiziario, andrebbe espletato in due fasi separate: 1) decidere cosa è rilevante secondo quanto stabilito dalla scienza economica-contabile; 2) accertare la capacità decettiva rispetto ai soggetti che entrano “naturalmente” in contatto con la società. Quindi, il soggetto “modello” sul quale parametrare l’idoneità dell’inganno può essere differente (in astratto), in base a

¹⁷¹ Era ammesso dagli IAS che per giudicare la rilevanza dell’informazione questa dovesse tener conto delle caratteristiche degli utilizzatori della stessa. Invero, l’IAS n. 1, così come modificato dal Regolamento 2238/2004 CE della Commissione, che modifica il regolamento (CE) n. 1725/2003, il quale adotta taluni principi contabili internazionali conformemente al regolamento (CE) n. 1606/2002 del Parlamento europeo e del Consiglio, per quanto riguarda l’IFRS 1, gli IAS da 1 a 10, da 12 a 17, da 19 a 24, da 27 a 38, 40 e 41 e i SIC da 1 a 7, da 11 a 14, da 18 a 27 e da 30 a 33 prevedeva che per “Determinare se un’omissione o un errore relativo a una voce di bilancio possa influenzare le decisioni economiche degli utilizzatori, e quindi essere rilevante, richiede di prendere in considerazione le caratteristiche di tali utilizzatori. Il Quadro sistematico per la preparazione e presentazione del bilancio statuisce nel paragrafo 25 che «si presume che gli utilizzatori abbiano una ragionevole conoscenza dell’attività commerciale, economica e contabile e una disposizione a studiare l’informativa con ragionevole diligenza». Quindi, la valutazione necessita di considerare come si prevede che gli utenti con tali caratteristiche possano essere ragionevolmente influenzati nel prendere decisioni economiche.” Tale Regolamento è stato implicitamente abrogato dal successivo Regolamento (CE) n. 1126/2008 della Commissione che adotta taluni principi contabili internazionali conformemente al regolamento (CE) n. 1606/2002 del Parlamento europeo e del Consiglio, che riprendeva pedissequamente la definizione. Il paragrafo 12 viene poi eliminato con il Regolamento (UE) n. 475/2012 della Commissione non rendendo quindi più possibile tale affermazione, o comunque rendendola più difficoltosa.

¹⁷² In questo senso si esprime A. Alessandri, *Le incerte novità del falso in bilancio*, in *RIDPP* 2016, 10 ss., che evidenzia come essendo una disciplina legata a quella civilistica sarebbe poco logico che lo strumento penale si prestasse a tutelare la comprensibilità dei dati nei confronti di soggetti non competenti.

¹⁷³ Si esprime in senso contrario S. Seminara, *Diritto penale commerciale. Volume II. I reati societari*, cit., 53 il quale ritiene che questo vada individuato come si fa per la truffa, ovverosia il tipo ideale di destinatario è da individuarsi nel soggetto di media competenza ed intelligenza.

dimensioni e tipo di società. Invero, l'idea sottostante alla criminalizzazione di tali condotte è la tutela alla ricezione di informazioni veritiere quando si entra in contatto con la società; e questo vale sia per i soci che per i possibili creditori o terzi interessati¹⁷⁴.

Alla luce di quanto detto precedentemente si ribadisce come la *rilevanza/materiality*, come già affermava la Cassazione negli anni '90, va intesa in senso civile/aziendalistico contabile, non solo perché l'incriminazione è più "accessibile" per il soggetto attivo, ma anche perché altrimenti si potrebbe produrre il paradosso di un fatto irrilevante per il diritto civile e rilevante per il diritto penale¹⁷⁵. Le caratteristiche tipicamente penali, come l'idoneità ingannatoria e il fine specifico, fanno sì che le false comunicazioni sociali non si pongano però quale mero duplicato delle invalidità civili del bilancio¹⁷⁶ o di un diritto penale meramente sanzionatorio, ma ne mettono in luce la sua matrice tipicamente penalistica di falso in scrittura privata.

5. Continuando l'indagine sul concetto di *materiality* e se questo possa assumere significati diversi nelle varie fattispecie a tutela dell'informazione societaria, è utile analizzare un reato presente nella normativa penal-fallimentare che presenta una struttura simile alle false comunicazioni sociali: il falso in attestazioni e relazioni¹⁷⁷.

Questo, introdotto con l'art. 33 d.l. 22.12.2012 n. 83 (c.d. Decreto Sviluppo) all'art. 236-bis LFall, è stato tipizzato in modo assai simile al falso in bilancio.

L'articolo sanziona il professionista attestatore che nelle attestazioni o relazioni previste dalla legge espone informazioni false o omette di riferire informazioni *rilevanti*.

¹⁷⁴ Cass. 28.2.1991 n. 3949, Cultrera, in *CEDCass*, n. 186895 non massimata sul punto.

¹⁷⁵ Cass. 19.10.2000 n. 191/2001 Mattioli ed altri, in *CEDCass*, n. 218072-01.

¹⁷⁶ Le norme sul bilancio sono di tipo imperativo seppur hanno un contenuto tecnico economico-contabile, pertanto, la loro violazione comporta la nullità della delibera di approvazione del bilancio ex art. 2379 Cc. In dottrina si veda uno per tutti E. Bocchini, *op. cit.*, 45 ss.

¹⁷⁷ Si prende in considerazione nella LFall le attestazioni eseguite nell'ambito: dei piani di risanamento (art. 67 co. 3 lett. d LFall); del concordato preventivo (artt. 161 co. 3 e 182-*quinquies* LFall); del concordato in continuità aziendale (art. 186-bis LFall); dell'accordo di ristrutturazione dei debiti (art. 182-bis LFall) e degli accordi di ristrutturazione ad efficacia estesa (182-*septies* LFall). In merito a tale ultimo caso, prima del 2021 (e del D.L. 24.8.2021 n. 18 convertito con modificazioni in l. 21.10.2021 n. 254) l'art. 182-*septies* LFall disciplinava in realtà gli accordi di ristrutturazione con intermediari finanziari e la convenzione moratoria, poi disciplinata, sempre con la riforma 2021, all'art. 182-*octies* LFall non richiamato dall'art. 236-bis LFall. Invece, nel Cci si considerano le attestazioni nell'ambito: del concordato preventivo (artt. 87 co. 3, 88 co. 1 e 2, 90 co. 5, 100 co. 1 e 2 Cci); del piano attestato di risanamento (art. 56 co. 4 Cci); dell'accordo di ristrutturazione dei debiti (artt. 57 co. 4 e 58 co. 1 e 2 Cci); infine, della convenzione in moratoria (art. 62 co. 2 lett. d Cci).

Con la riforma del diritto fallimentare e l'introduzione del nuovo Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza, il reato ha subito importanti modifiche e sanziona (ai sensi dell'art. 342 Cci) il professionista che nelle relazioni o attestazioni previste dalla legge espone false informazioni ovvero omette di riferire informazioni *rilevanti* in ordine alla veridicità dei dati contenuti nel piano o nei documenti ad esso allegati¹⁷⁸.

Senza entrare nel dettaglio delle modifiche e delle criticità sottese alla riformulazione del delitto¹⁷⁹, in questa sede si vuole solo valutare se il concetto di *rilevanza* vada inteso come *materiality* in senso "comune" oppure, come nel falso in bilancio, al fine di rendere "accessibile" la fattispecie, è opportuno che venga inteso in senso "tecnico". E, nel caso in cui si intenda in senso "tecnico", se è lo stesso di quello utilizzato dalla scienza aziendalistica contabile visto poc'anzi.

Preliminarmente si osserva che, seppur la *rilevanza* è riferita letteralmente solo alla condotta omissiva, la dottrina è unanime nel ritenere che questa vada riferita anche a quella attiva, non essendo possibile sanzionare condotte falsificatorie che ricadono su dati irrilevanti, alla luce del principio di offensività¹⁸⁰.

Al tempo stesso, è possibile sostenere che la condotta falsificatoria contenga già in sé un significato decettivo, al contrario della condotta omissiva, che potrebbe essere sostanzialmente neutra e che quindi necessita di tale specificazione.

Volgendo lo sguardo all'ordinamento del Regno Unito e al diritto penale fallimentare troviamo un interessante spunto di riflessione in tal senso. Esistono nell'ambito della c.d. *liquidation*, ossia la procedura assimilabile al nostro fallimento (ora liquidazione giudiziale)¹⁸¹, due illeciti distinti, che possono essere commessi

¹⁷⁸ La riforma è entrata in vigore per la parte civilistica il 15.7.2022 e si applicherà solo alle procedure successive a tale data. Per la parte penalistica, ai sensi dell'art. 390 co. 3 Cci continuerà ad applicarsi la disciplina della legge fallimentare a tutti i fatti di reato commessi in relazione alle procedure aperte prima dell'entrata in vigore effettiva della riforma (15.7.2022).

¹⁷⁹ Sul punto si veda M. Gambardella, *Condotte economiche*, cit., 344 ss.; G. Pontepino, *Falso in attestazioni e relazioni: i labili confini della responsabilità penale del professionista attestatore*, in *SistPen 2020*, 29 ss.; in generale si veda S. Bruno – G.M. Caletti, *Il reato di falso in attestazioni e relazioni*, in *Diritto penale dell'economia, tomo II*, diretto da A. Cadoppi – S. Canestrari – A. Manna – M. Papa, Torino 2019, 2629 ss.; R. Catena – M. Fumo, *op. cit.*, 141 ss.

¹⁸⁰ A. Pantanella, *Il diritto penale della crisi d'impresa alla prova della sindemia: tra modelli di falso e ritorno allo stellionato*, in *CP 2021*, 2244 ss.; S. Bruno – G.M. Caletti, *op. cit.*, 2629 ss.

¹⁸¹ Nel Regno Unito (ed in particolare in Inghilterra e Galles) le procedure che in Italia possiamo definire "concorsuali" sono almeno quattro: *liquidation*, *bankruptcy*, *receivership* e *administration*. Le prime due procedure sono assai simili, con la differenza che la prima si riferisce alla società mentre la seconda alle persone fisiche e sono entrambe disciplinate dall'*Insolvency Act 1986*. La particolarità della *liquidation* è che non presuppone, come in Italia, che la società sia insolvente; è una procedura che si usa per dissolvere le società o addirittura per fare fusioni o in casi straordinari per chiudere una cattiva amministrazione che ha prodotto una

dall'*officer* della società, caratterizzati dalla sanzione per falsità od omissione delle informazioni fornite sull'ente. Il primo reato è di tipo omissivo, contemplato alla sec. 210 dell'*Insolvency Act 1986*; il secondo di tipo attivo, previsto alla sec. 211 dell'*Act* citato¹⁸². Solo il primo illecito è caratterizzato dalla presenza, come elemento di fattispecie, della *materiality*, nella misura in cui è punito il soggetto che, in qualsiasi dichiarazione riguardante gli affari della società, omette informazioni *rilevanti*. Il secondo illecito, invece, non richiede tale requisito per la sua concretizzazione, punendo le false rappresentazioni ai creditori¹⁸³. L'elemento della *rilevanza* è però recuperato dall'inserimento nella fattispecie di uno scopo specifico, consistente nell'intento di ottenere il consenso dei creditori ad un accordo in merito alla liquidazione.

Tornando all'ordinamento italiano, al fine di rispondere all'interrogativo iniziale, circa l'interpretazione da dare al concetto di *rilevanza/materiality*, si deve osservare

lite tra gli azionisti. La *liquidation* può essere "volontaria" (ne esistono due tipi: *members voluntary liquidation* e *creditors voluntary liquidation*) o "coatta", c.d. *compulsory liquidation*, che parte da una *petition* ed ha carattere giudiziale. Il liquidatore in tale secondo caso è un *official receiver* (liquidatore pubblico) ma potrebbe anche essere scelto un soggetto privato. La liquidazione non distrugge la società ma disabilita il controllo dei membri interni sugli affari. La liquidazione termina: o quando il giudice ordina la sospensione della procedura; o con il dissolvimento della società (è possibile anche procedere ad un *earlier dissolution* quando la società non dispone più di alcuna risorsa e non vi sono ulteriori accertamenti da compiere). La *bankruptcy* è invece destinata alle persone fisiche, la differenza con la prima procedura è che mira alla riabilitazione del soggetto. L'*administrative receivership* (letteralmente amministrazione controllata) trova la sua disciplina nella *Schedule B1 Insolvency Act 1986* (inserita dall'*Enterprise Act 2002*). La procedura non è particolarmente disciplinata ed ha la particolarità di non rispettare la parità tra creditori ma di essere portata avanti a vantaggio di alcuni, motivo per il quale il Governo ha anche pensato di abolirla. Infine, l'*administration* è la procedura con la quale si vuole salvare la società e può essere esperita anche stragiudizialmente. Per un approfondimento si veda A. Keay, *Mc Pherson e Keay. The law of Company Liquidation* Mytholmroyd 2021, 7 ss. Per la definizione di *insolvency* v. A. Keay – P. Walton, *Insolvency Law. Corporate and Personal*, New York 2020, 17 ss. Si segnala inoltre, che a seguito della Brexit e della pandemia dovuta al Covid-19 è stato emanato anche il *Corporate Insolvency and Governance Act 2020*. Con l'uscita dall'Europa il Regno Unito, come visto anche per gli abusi di mercato, non è più soggetto alla disciplina sovranazionale ad eccezione delle procedure iniziate prima del 31 dicembre 2020 alle quali continua ad applicarsi (in questo senso nella prefazione A.R. Keay, *op.cit.*). Sulla legislazione europea in materia si veda AA.VV., *Commentary on the European Insolvency Regulation*, edita da R. Bork – K. Van Zwieten, Oxford 2022, *passim*.

¹⁸² Per un commento sugli illeciti si rimanda a A. Keay, *Mc Pherson e Keay*, cit., 1141 ss.; L. Doyle – A. Keay – J. Curl, *Doyle, Keay and Curl: Annotated Insolvency Legislation*, New York 2021, 275 ss.; D. Milman – P. Bailey, *Sealy & Milman: Annotated guide to the Insolvency Legislation*, Mytholmroyd 2022, v. 1, 279 ss.

¹⁸³ Secondo L. Doyle – A. Keay – J. Curl, *op. cit.*, 276 ss. l'*offence* può essere commessa in forma omissiva solo se il silenzio, in determinate circostanze, può considerarsi una *misrepresentation*. Per determinare quando ciò si verifica gli Autori rimandano alla disciplina civile in tema di contratti, secondo la quale il silenzio costituisce *misrepresentation* in tre casi: quando distorce una rappresentazione; quando il contratto richiede la c.d. *uberrima fides*; infine, quando esiste una relazione "fiduciaria" tra le parti (sul punto si veda *ex multis* M. Furmston, *Cheshire, Fifoot, & Furmston's Law of Contract*, Oxford 2017, 349 ss.; R. Atkins, *Koffmann, Macdonald, & Atkins' Law of Contract*, Oxford 2022, 283 ss.).

che la tipologia di attestazione presa in considerazione dall'incriminazione, così come riformata dal codice della crisi d'impresa e ricalcante quella presente nella legge fallimentare, è piuttosto ampia¹⁸⁴.

Nonostante la varietà di attestazioni, l'indagine circa il significato da attribuire al concetto di *rilevanza* sembra poter essere comune. Infatti, si tenga conto come il Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili ha pubblicato i nuovi "Principi di attestazione dei piani di risanamento" nel 2020, aggiornando quelli del 2014, al fine di disporre linee guida e uno standard di relazione di attestazione che possa indicare modalità operative e costruire modelli virtuosi di comportamento, aventi ad oggetto tutte le attestazioni che il professionista deve svolgere ai sensi di legge¹⁸⁵. I "Principi" seppur redatti facendo riferimento alla disciplina contenuta nella legge fallimentare possono dirsi validi, con gli opportuni adattamenti, anche per il codice della crisi d'impresa.

Tale documento contiene modelli comportamentali condivisi ed accertati riguardanti le attività che l'attestatore deve svolgere, sia per verificare la veridicità dei dati, sia relativamente al giudizio di fattibilità del piano e, quando questo mira alla continuità di impresa, al fatto che la società possa riacquistare l'equilibrio economico-finanziario e patrimoniale¹⁸⁶. L'attestatore dovrà indicare esplicitamente se ha applicato i "Principi", cioè il rispetto integrale di quanto contenuto nel documento suddetto, evidenziando se e quando questi non risultino impiegabili rispetto al caso concreto.

La relazione di attestazione deve contenere un esplicito giudizio in ordine alla veridicità dei dati aziendali e il redattore deve indicare i documenti che ha utilizzato a tal fine. Si legge nei "Principi" che il giudizio di veridicità è strumentale al giudizio di

¹⁸⁴ L'art. 342 Cci sanziona la condotta falsificatoria o omissiva del professionista nell'attestazione di una serie di documenti nelle seguenti procedure: concordato preventivo (artt. 87 co. 3, 88 co. 1 e 2, 90 co. 5, 100 co. 1 e 2 Cci); piano attestato di risanamento (art. 56 co. 4 Cci); accordo di ristrutturazione dei debiti (artt. 57 co. 4 e 58 co. 1 e 2 Cci); infine, convenzione in moratoria (art. 62 co. 2 lett. d Cci). La riforma lascia fuori invece le attestazioni dei piani di ristrutturazione soggetti ad omologazione (artt. 64-bis, ter e quater Cci) Segnala l'inopportunità di tale scelta A. Nigro – D. Vattermoli, *Diritti della crisi delle imprese. Le procedure concorsuali*, Bologna 2023, 490, il quali sottolineano come tale tipo di "piani" sono una mera variante del concordato preventivo in continuità aziendale.

¹⁸⁵ Documento approvato con delibera del CNDCEC del 16.12.2020 che aggiorna quello approvato il 3.9.2014. Si precisa che i "principi" del 2020 sono integrati anche dai "Principi di redazione di piani di risanamento" approvati dal CNDED nell'ottobre del 2017.

¹⁸⁶ Si specifica che, oltre alla veridicità, se il piano mira alla risoluzione dello stato di crisi e non alla liquidazione, l'attestatore deve anche verificare che l'estensore abbia correttamente individuato le cause, al fine di valutare se le misure sono idonee a rimuoverlo.

fattibilità e attuabilità dell'accordo di ristrutturazione dei debiti o della proposta concordataria, nel senso che una "base dati contabili" non veritiera rende inattendibile il piano costruito su di essa e impedisce il giudizio di fattibilità. L'espressione verità poi va intesa non in senso oggettivo ma nel senso che la formazione dell'informazione si sia basata su un sistema amministrativo-contabile adeguato e che i redattori abbiano operato le stime in modo corretto, ricordando in altri termini quanto già affermato per il concetto di verità nel falso in bilancio. Suddetti "Principi" precisano poi come la procedura da svolgere è finalizzata all'espressione del giudizio di veridicità e fattibilità del piano nel suo insieme (e non una revisione contabile completa), non essendo quindi possibile richiamare totalmente i principi di revisione nazionali ed internazionali, che però possono essere usati quale "tecniche di revisione".

Si specifica poi che l'attestatore deve valutare il rischio di errori significativi in tale "base dati contabili" al fine di individuarli e segnalarli nel giudizio¹⁸⁷.

Ebbene, senza entrare nel merito della riformulazione dell'illecito nel codice della crisi d'impresa, che sembra aver ristretto la condotta penalmente rilevante alle omissioni o falsificazioni riguardanti solo la veridicità dei dati contenuti nel piano (e non anche più la fattibilità dello stesso)¹⁸⁸ ed esteso la sua portata, invece, anche ai documenti allegati ad esso, bisogna considerare come il concetto di *rilevanza/materiality* al fine di rendere più conoscibile e determinata la norma incriminatrice può essere inteso in senso "tecnico", ossia ancorato alla disciplina specifica di settore.

Seppur, come detto, il giudizio di veridicità del piano non costituisce un processo di revisione contabile vero e proprio, esso – essendo un giudizio su dati-contabili economici – è comunque guidato dai principi nazionali ed internazionali in materia. L'attività di verifica del professionista presuppone una conoscenza dell'impresa nella sua globalità e ha ad oggetto non tutti i dati contenuti nel bilancio ma solo quelli che

¹⁸⁷ I rischi sono di tre tipi: a) *control risk*, ossia la possibile inefficacia dei sistemi di controllo interni all'impresa; *inherent risk*, cioè il rischio che i valori rappresentati presentino alterazioni dovute o a situazioni oggettive o a scelte della direzione aziendale; *detection risk* ovvero il rischio che le procedure di verifica non evidenzino un errore significativo.

¹⁸⁸ In tal senso, un commento a parte meriterebbe l'attestazione nei casi di autorizzazione al pagamento di crediti pregressi (ex art. 100 co. 1 e 2 Cci), poiché in tale sede il professionista attesta non la veridicità dei dati ma, per espressa previsione legislativa, al comma 1, che il credito è essenziale per la prosecuzione dell'attività di impresa e funzionale ad assicurare la migliore soddisfazione dei creditori e, al comma 2, che il credito garantito potrebbe essere soddisfatto integralmente con il ricavo della liquidazione giudiziale del bene effettuata al valore di mercato e che il rimborso delle rate a scadenza non lede i diritti degli altri creditori. Giudizi quindi non di veridicità del dato ma totalmente valutativi.

si considerano rilevanti per la formazione del piano¹⁸⁹. Per asserire la veridicità dei dati si richiede poi un esame del patrimonio aziendale volto ad appurare l'effettivo volume dell'attivo e del passivo¹⁹⁰.

Se questo è il quadro di riferimento, se ne deduce come sia rilevante quell'omissione o quella falsificazione che rende falsa l'attestazione nel suo complesso e che, in quanto tale, inquina e rende inattendibile il giudizio di fattibilità, secondo le regole di valutazione del bilancio.

In questo caso, il concetto di *materiality/rilevanza* non può essere direttamente quello del principio economico-aziendalistico (come per il falso in bilancio) perché, come visto, l'attestatore non deve utilizzare tutti i principi contabili in quanto non sta operando una revisione del bilancio ma attestando la veridicità del piano. Si tenga infatti presente che l'attestazione di veridicità dei dati deve essere parametrata allo scopo verso il quale è rivolta, ossia la valutazione di fattibilità del piano. Al tempo stesso, però, poiché l'operato del professionista è guidato da principi scritti (seppur di fonte secondaria), il concetto di *rilevanza* non può essere interpretato in senso totalmente atecnico o simile a quello degli abusi di mercato.

Da quanto affermato precedentemente si ricava che il giudizio di *rilevanza* non è il medesimo di quello da effettuare per il falso in bilancio, perché in tale contesto non rileva ogni falsità della scrittura contabile ma solo quella che, considerata alla luce dei "Principi", rende inattendibile il giudizio di fattibilità.

In altre parole, sarà condotta penalmente rilevante, ad esempio, quella del soggetto che non include tra i documenti consultati quello che, alla luce dei "Principi", modificherebbe l'attestazione di veridicità; oppure, la condotta del soggetto che individuato un errore significativo (secondo i "Principi") nella "base dati", ometta di indicarlo nella sua attestazione; infine, il professionista che indichi come veritieri dati contabili che, verificati secondo le regole dettate dal Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili, si dimostrino invece falsi non trovando corrispondenza nella realtà aziendale.

Il tecnicismo della norma è poi ancora più evidente considerato che il documento così redatto ed attestato come veritiero, a differenza, tanto del bilancio, quanto più

¹⁸⁹ A. Ireneo Baratta, *La verifica sulla veridicità dei dati aziendali nell'attestazione del professionista*, in www.dirittodellacrisi.it 16.12.2022.

¹⁹⁰ A. Ireneo Baratta, *op. cit.*, il quale specifica che nel concordato in continuità deve avere ad oggetto anche la verifica delle componenti del conto economico allorché i dati reddituali consuntivi costituiscano un elemento fondamentale alla base delle proiezioni del piano.

che mai di un'informazione privilegiata, subisce anche un processo di omologazione da parte del tribunale¹⁹¹.

6. Dopo aver analizzato i due diversi possibili significati del concetto di *materiality/rilevanza*, sia negli ordinamenti anglosassoni che in quello italiano, si è evidenziato come sia preferibile che questo assuma negli illeciti penali ove esiste una disciplina di settore, come ad esempio il falso in bilancio, un significato “tecnico” e, invece, che se ne mantenga un uso “comune” quando ciò non è consigliabile.

Anche nel diritto è infatti possibile che una parola, avente natura polisemica, possa assumere differenti significati in base al contesto nella quale è collocata. Alcune volte tale significato può essere “comune”, mentre in altri casi appare preferibile che il significato sia di tipo “tecnico”¹⁹².

Non sono poi infrequenti i casi in cui accade che lo stesso termine in base a dove è adoperato assuma un significato talvolta “comune” talaltra “tecnico”. Si pensi ad esempio al concetto di “cosa mobile” nella giurisprudenza civile e penale¹⁹³. Nel diritto civile la “cosa mobile” è definita *a contrario* dall'art. 812 Cc. Sono infatti mobili tutti i beni da non considerarsi immobili, dove per quest'ultimi intendiamo quelli che sono naturalmente o artificialmente incorporati al suolo. Nel diritto penale, invece, il bene mobile è talvolta interpretato in senso “non tecnico” ma “comune”: ad esempio, in

¹⁹¹ Sul giudizio di omologazione, tra i contributi più recenti, per il concordato preventivo cfr. *ex multis* S. Leuzzi, *Il giudizio di omologazione del concordato preventivo: oggetto, regole, controlli*, in www.ildirittodellacrisi.it 9.10.2023; D. Burrone – A. Porcari – M. A. Di Gioia, *Il concordato preventivo*, in *Il Codice della crisi dopo il d.lgs. 17 giugno 2022, n. 83*, a cura di A. Sanzo, Torino 2022, 358 ss. Si specifica che il procedimento di omologazione ha ad oggetto la correttezza della procedura nel suo complesso e con riguardo all'attività dell'attestatore ha ad oggetto la fattibilità del piano di risanamento dell'azienda. Per altri procedimenti di omologazione cfr. A. Nigro – D. Vattermoli, *op. cit.*, *passim*.

¹⁹² Anche nell'esperienza di *common law* le parole possono assumere più significati. Ad esempio, in Gran Bretagna è applicata la c.d. *Golden Rule* secondo la quale i termini contenuti negli *Satutes* vanno interpretati secondo il loro significato “comune” secondo le regole linguistiche e semantiche (*plain meaning*). Solo qualora l'interpretazione del termine in tale modo risulti condurre ad un'assurdità logica è possibile attribuirgli un significato differente. Sul punto cfr. ampiamente A. Santangelo, *Precedente e prevedibilità*, cit., 283 ss. Anche negli Stati Uniti d'America si applica la c.d. *Plain Meaning Rule* (sul punto v. W.R. LaFave, *op.cit.*, 81).

¹⁹³ La definizione di cosa mobile tra il diritto penale e civile è differente. Invero, secondo il diritto penale il concetto di cosa mobile è talvolta più ampia (quando ad esempio comprende i beni che, originariamente immobili, poi divengano mobili e quindi idonei all'asportazione nel delitto di furto), talvolta più ristretta, quando non considera cosa mobile i beni immateriali. Sul punto si veda R. Mazzon, *I beni*, in *Trattato di diritto civile*, a cura di P. Cendon, Milano 2015, 8 ss. In generale sulla distinzione, nel diritto civile, tra beni mobili e immobili cfr. *ex multis* C. Sganga, sub *art. 812 Cc*, in *Il codice civile. Commentario. Dei beni in generale*, fondato da P. Schlesinger, diretto da F.D. Busnelli, Milano 2015, 107 ss.; D. Cavicchi, sub *art. 812 Cc*, in *Commentario al codice civile*, diretto da P. Cendon, Milano 2009, 15 ss.

materia di spazio minimo vivibile nelle celle carcerarie, dove lo spazio va calcolato anche tenendo conto delle cose “non mobili” (gli armadi) secondo una lettura delle statuizioni di Mursic c. Croazia¹⁹⁴. In questo caso la divergenza di interpretazione di un termine ha fondamento nella ragionevolezza e non necessariamente nell'intenzione esplicita del legislatore.

Altre volte, invece, l'interpretazione in senso “tecnico” è preferibile anche nel diritto penale per rendere “accessibile” una incriminazione: si pensi al caso del falso in bilancio.

In tale illecito, se il concetto di *materiality/rilevanza* è interpretato alla luce degli approdi della scienza aziendalista-contabile, il redattore del bilancio (uno tra i possibili soggetti attivi del reato) saprà prevedere e comprendere quale condotta è penalmente irrilevante. Si è infatti evidenziato che per gli aziendalisti-contabili le cc.dd. clausole generali non comportano affatto giudizi di valore o soggettivi (come potrebbe essere la buona fede), ma sono da legare a concetti tecnici rendendo la discrezionalità del soggetto di tipo “vincolata”.

Invece, in altre figure criminose, come negli abusi di mercato, il concetto di fatto *material/rilevante* richiede l'interpretazione non in senso “tecnico” legato alla scienza aziendalistica, perché in quei settori la condotta non insiste necessariamente su un dato contabile. Invero possono essere rilevanti informazioni che non sono di tipo strettamente economico come, ad esempio, le dimissioni di un noto amministratore. La soluzione ragionevole in questo caso è che si utilizzi il suo senso più comune quale dato “*rilevante*” che l'investitore utilizzerebbe per fondare una delle sue ragioni di investimento. In tale illecito il concetto più che ritagliare il fatto tipico in astratto, opera prevalentemente sull'offensività in concreto, imponendo all'interprete di selezionare esclusivamente le condotte concretamente offensive per il bene giuridico tutelato.

¹⁹⁴ C. eur. GC, 20.10.2016, Mursic c. Croazia in [www. penalecontemporaneo.it](http://www.penalecontemporaneo.it) 13.11.2016, con nota di F. Cancellaro, *Carcerazione in meno di 3 metri quadri: la Grande Camera sui criteri di accertamento della violazione dell'art. 3 CEDU*. Per cosa mobile vengono intesi solo gli arredi oggettivamente spostabili da una stanza all'altra (es. tavoli, sedie, ecc.) e non anche il letto o l'armadio che non possono spostarsi. A parere della Cassazione tale conclusione è suffragata dall'etimologia della parola “mobile” (“*meuble*” nella versione francese, utilizzata dalla Corte Edu nella traduzione ufficiale). Il sostantivo indica un oggetto che può essere spostato, quindi, per i detenuti un letto o un armadio non può essere spostato a causa della pesantezza o del suo ancoraggio a suolo o pareti ed in generale alla difficoltà di portarlo fuori dalla cella (Cass. 26.4.2022 n. 18681, in *ilpen*, 21.9.2022, con nota di L. Cattelan, *Il concetto di “bene mobile” ai fini del calcolo della superficie detentiva goduta dal detenuto*). Come è agevole notare, le definizioni di cosa mobile non coincidono affatto tra il civile ed il penale, e soprattutto nel diritto penale, in questo caso, non è utilizzato in senso “tecnico” ma “comune”.

Concentrandoci solo sull'ordinamento italiano, si è visto che lo schema di incriminazione delle false comunicazioni sociali (*esporre od omettere informazioni rilevanti*) è stato impiegato in altri reati aventi ad oggetto dichiarazioni mendaci o decettive. A ben vedere, tali figure incriminatrici hanno la caratteristica di collegarsi ad una disciplina "tecnica" (di carattere civile od amministrativo) sottostante. Al fine di rendere "accessibile" la fattispecie e prevedibile la decisione giudiziaria, sarebbe preferibile che tale schema venga utilizzato dal legislatore solo ove il parametro della rilevanza possa essere di tipo "tecnico".

Si pensi ad esempio al reato contenuto all'art. 1 d.l. 21.9.2019 n. 105, convertito in legge con modificazioni 18.11.2019, in materia di sicurezza nazionale cibernetica, seppur non rientrante tra i delitti economici in senso stretto. Tale illecito sanziona il soggetto che fornisce informazioni, dati o elementi di fatto non rispondenti al vero, rilevanti per la predisposizione o l'aggiornamento di cui agli elenchi di cui al comma 2 lettera *b*, o ai fini delle comunicazioni di cui al comma 6, o per lo svolgimento di attività ispettive di cui al comma 6.

O ancora al reato di false asseverazioni nelle attività legate al Superbonus edilizio e altri bonus minori, introdotto dal c.d. Decreto Sostegni-*ter* (d.l. 19.5.2020 n. 34, convertito, con modificazioni, nella l. 17.7.2020 n. 77)¹⁹⁵. Anche in tale reato è stato mutuato lo schema delle false comunicazioni sociali e introdotto il requisito della *rilevanza* collegato direttamente dal legislatore ai requisiti tecnici del progetto di intervento edilizio o sull'effettiva realizzazione dello stesso.

Questi due esempi mettono in luce che, quando il concetto di *materiality/rilevanza* è usato in reati che hanno alla base una disciplina civile o amministrativa particolarmente dettagliata, è lo stesso legislatore a curarsi di specificare che la *rilevanza* si riferisca a discipline specialistiche. In tali casi, a differenza delle false comunicazioni sociali è evidente che lo stesso legislatore abbia indicato all'interprete che il significato debba essere quello proprio del settore.

L'impiego del termine *materiality/rilevanza* in senso "tecnico" consente di rendere più "accessibile" un'incriminazione che del resto è destinata "per sua natura" a dei soggetti attivi specializzati (asservertori, redattori di bilancio ecc.). Anche la Corte costituzionale ha recentemente affermato che al legislatore non è affatto precluso l'uso di termini tecnici o di difficile comprensione per chi non possieda delle competenze

¹⁹⁵ Sul tema cfr. A. Pantanella – D. Federici, *Profili penali del "Decreto Sostegni ter": dalla modifica dei reati di "frode" all'introduzione del delitto di false asseverazioni*, in www.discrimen.it 24.5.2022.

specifiche¹⁹⁶. La complessità delle materie consente di adoperare un linguaggio complesso. È invero sempre più frequente che le leggi usino definizioni di tipo normativo che consentono all'interprete di attribuire significati precisi ad espressioni tecniche, a volte lontane da un linguaggio comune¹⁹⁷.

Se ciò è vero, è quindi ben possibile, ed anzi preferibile, che in settori specialistici, come quelli economici, si usino termini tecnici. Quando il legislatore non lo fa “direttamente”, come ad esempio nel falso in bilancio ove non è specificato il parametro della *rilevanza*, è l'interprete a dover assegnare al vocabolo il significato proprio della normativa di settore.

In definitiva, poiché *materiality* significa «la qualità di qualcosa di essere rilevante od importante rispetto allo scopo contemplato»¹⁹⁸, è opportuno che in fattispecie “tecniche” si usi il suo significato “tecnico”, nelle altre, invece, che se ne conservi il senso naturale di “rilevanza-importanza”.

A ciò si può aggiungere che, in settori dove è possibile, si suggerisce di introdurre anche lo scopo verso il quale le false od omesse informazioni sono dirette, come avviene ad esempio, nel Regno Unito, nel reato di false rappresentazioni ai creditori previsto dall'*Insolvency Act* (§5). In tal modo la selezione delle condotte tipiche avverrebbe non solo sotto il profilo “oggettivo” ma anche sul versante soggettivo, consentendo così al diritto penale di porsi davvero quale ultima *ratio* e non come un diritto sanzionatorio di condotte “civilmente/amministrativamente” illecite¹⁹⁹.

Vista l'importanza della trasparenza e della correttezza dei flussi informativi provenienti dalle società ed in generale la simmetria informativa sul mercato finanziario, che coinvolge non solo l'economia nazionale ma anche quella internazionale, le fattispecie incriminatrici in tali ambiti devono presentarsi il più determinate possibili ed accessibili per il cittadino.

Alla luce di ciò, è pregevole che negli abusi di mercato, per quanto riguarda l'abuso di informazioni privilegiate, si sia abbandonato l'impiego testuale del termine *material* e preferito una clausola che ne descrivesse gli effetti (informazione che l'investitore

¹⁹⁶ Ci si riferisce a C. cost., 18.4.2023 n. 110. In dottrina si veda recentemente G. Martiello, «*Vincolo testuale*» ed *interpretazione nel diritto penale la necessità di una riconciliazione*, in www.discrimen.it 4.7.2023, 29.

¹⁹⁷ Anche nel diritto anglosassone, seppur gli *Statutes* usano spesso parole comuni per definire concetti legali, soprattutto nel Regno Unito dove il reato è giudicato da una giuria popolare, c'è sempre di più la tendenza a sostenere che le parole chiave, quelle su cui le questioni legali si incentrano di più, non sono “ordinarie”, al contrario di quanto un soggetto non del settore è portato a pensare (D.J. Baker, *op. cit.*, 173).

¹⁹⁸ La definizione è tratta da *The Oxford English Dictionary*, seconda ed., IX – Look-Mouke, Oxford 1989, 466.

¹⁹⁹ Sul diritto penale quale *ultima ratio* si veda A. Gargani, *Il diritto penale quale extrema ratio tra post-modernità e utopia*, in *RIDPP* 2018, 1488 ss.

ragionevole userebbe per fondare le proprie scelte di investimento).

Così come nel falso in bilancio è altrettanto apprezzabile che il concetto di *materiality* sia stato legato dalla giurisprudenza alla disciplina aziendalista-contabile di redazione dei bilanci.

È preferibile quindi che il legislatore nella costruzione delle fattispecie incriminatrici a tutela della veridicità dell'informazione, nell'ambito dei reati economici, preveda, se possibile, quale sia il parametro della rilevanza o quale sia lo scopo verso il quale l'azione è diretta. Quando ciò non sia possibile è opportuno che in fase interpretativa si faccia riferimento alla normativa tecnica di settore (civile, amministrativa, contabile, ecc.) al fine di rendere "accessibile" il reato e valorizzare il principio secondo il quale il diritto penale è l'ultimo degli strumenti da impiegare per sanzionare delle condotte illecite offensive in ambito economico.

In conclusione, seppur il dialogo tra diritto ed economia è notoriamente complesso²⁰⁰, è al tempo stesso necessario, e questo perché capitalismo e diritto hanno come esigenza comune la "calcolabilità"²⁰¹. Solo attraverso il dialogo è possibile creare, nel diritto penale economico, fattispecie aventi modelli di incriminazioni accessibili per i consociati e interpretazioni dei testi legislativi che consentano, grazie alla loro aderenza anche agli obblighi civili o amministrativi, il regolare funzionamento del mercato nazionale ed internazionale.

²⁰⁰ Per un'analisi sulla complessità del dialogo tra economia e diritto si veda M. Venturuzzo, *Spunti sul (difficile) dialogo tra economia e diritto*, in *RivSoc.* 2023, 213 ss.

²⁰¹ Il riferimento alla calcolabilità è tratto da N. Irti, *Un diritto incalcolabile*, Torino 2016, 3 ss.