

TEORIA E PRASSI  
DELLA GIUSTIZIA PENALE CONTEMPORANEA

8

*Direttori*

**Alfredo BARGI**

Università degli Studi di Palermo

**Alfonso Maria STILE**

Sapienza Università di Roma

**Vincenzo Roberto GAROFOLI**

Università degli Studi di Bari "Aldo Moro"

*Comitato scientifico*

**Leonardo FILIPPI**

Università degli Studi di Cagliari

**Antonio SCAGLIONE**

Università degli Studi di Palermo

**Enrico Antonio MARZADURI**

Università di Pisa

**Giulio GARUTI**

Università degli Studi di Modena e Reggio Emilia

**Giovanni CANZIO**

Corte Suprema di Cassazione

**Mariavaleria DEL TUFO**

Università degli Studi Suor Orsola Benincasa

**Stefano Manacorda FROSINI**

Seconda Università degli Studi di Napoli

**Andrea R. CASTALDO**

Università degli Studi di Salerno

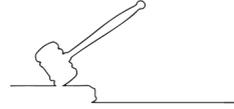
**Gennaro Vittorio DE FRANCESCO**

Seconda Università degli Studi di Napoli

**Piermaria CORSO**

Università degli Studi di Milano

## TEORIA E PRASSI DELLA GIUSTIZIA PENALE CONTEMPORANEA



La collana avrà di mira l'analisi dei più attuali temi di "diritto vivente", conseguenti all'evoluzione delle fattispecie penali tradizionali e all'introduzione di nuove figure di illecito penale nei diversi settori del diritto (diritto penale commerciale, bancario, ambientale, transazionale, eccetera), non sempre in sintonia con i principi penali generali e con i correlati valori costituzionali, chiamati in causa dalle nuove forme di prevenzione e di repressione poste in campo dal legislatore per contrastare i più diffusi fenomeni criminali.

Nella medesima ottica troveranno ospitalità contributi di ricerca ed analisi di diritto processuale penale, volti a verificare il grado e le caratteristiche del mutato rapporto tra diritto sostanziale e processo penale, del nuovo volto della prova penale determinato dal sottosistema processuale del "doppio binario", e dalla strisciante contaminazione del complessivo sistema processuale in ragione dei nuovi obiettivi del diritto penale securitario.

In tale ambito verrà portata l'attenzione sulla diffusione di "scorciatoie" probatorie e di flessibilità interpretativa che connotano il sistema delle misure di prevenzione, soprattutto di quelle patrimoniali.

I contributi, di carattere non descrittivo ma problematico, saranno incentrati sull'analisi critica della giustizia penale contemporanea, nell'ambito della giurisprudenza nazionale e sovranazionale raffrontate alle diverse teoriche tradizionali e quelle prospettate dai più recenti studi ed approdi della dottrina.



Lavinia Lipari

**Gli abusi di mercato**





Aracne editrice

[www.aracneeditrice.it](http://www.aracneeditrice.it)  
[info@aracneeditrice.it](mailto:info@aracneeditrice.it)

Copyright © MMXVII  
Gioacchino Onorati editore S.r.l. – unipersonale

[www.gioacchinoonoratieditore.it](http://www.gioacchinoonoratieditore.it)  
[info@gioacchinoonoratieditore.it](mailto:info@gioacchinoonoratieditore.it)

via Vittorio Veneto, 20  
00020 Canterano (RM)  
(06) 45551463

ISBN 978-88-255-0517-7

*I diritti di traduzione, di memorizzazione elettronica,  
di riproduzione e di adattamento anche parziale,  
con qualsiasi mezzo, sono riservati per tutti i Paesi.*

*Non sono assolutamente consentite le fotocopie  
senza il permesso scritto dell'Editore.*

I edizione: luglio 2017

*ai miei genitori  
che mi hanno insegnato la strada  
e a tutte le stelle che l'hanno illuminata*



# Indice

## 11 *Introduzione*

## 17 *Capitolo I*

### *L'evoluzione storica del market abuse*

1.1. Premessa, 17 – 1.2. L'*insider trading*, 19 – 1.2.1. La disciplina dell'*insider trading* nell'ordinamento italiano, 22 – 1.2.2. L'introduzione del Testo Unico Finanziario (d.lgs. 58/1998), 25 – 1.2.3. La direttiva 2003/6/CE e la legge di recepimento 62/2005, 27 – 1.2.4. Le modifiche apportate con il d.lgs. 101/2009, 34 – 1.3. La manipolazione di mercato, 36 – 1.3.1. La riforma dell'istituto ad opera del d.lgs. 61/2002, 39 – 1.3.2. La direttiva 2003/6/CE e la legge di recepimento 62/2005, 40 – 1.3.3. La riforma attuata con il d.lgs. 101/2009, 42 – 1.4. I nuovi organismi di controllo, 43 – 1.5. La disciplina successiva alla riforma del 2014, 44.

## 51 *Capitolo II*

### *L'abuso di informazioni privilegiate*

2.1. L'interesse tutelato, 51 – 2.2. La nozione di informazione privilegiata, 56 – 2.2.1. Il carattere preciso dell'informazione, 58 – 2.2.2. La natura non pubblica dell'informazione, 62 – 2.2.3. Il requisito di *price sensitive*, 64 – 2.2.4. L'oggetto dell'informazione privilegiata, 71 – 2.3. I soggetti attivi, 72 – 2.3.1. La criminalizzazione dell'*insider secondario*, 76 – 2.3.2. Il *criminal insider*, 77 – 2.4. Le condotte tipiche, 78 – 2.4.1. Il *Trading*, 80 – 2.4.2. Il *Tipping*, 87 – 2.4.3. Il *Tuyautage*, 93 – 2.5. Il sistema sanzionatorio, 95 – 2.6. L'illecito amministrativo, 98.

## 101 *Capitolo III*

### *La manipolazione di mercato*

3.1. L'interesse tutelato, 101 – 3.2. I soggetti attivi, 105 – 3.3. Le condotte tipiche, 106 – 3.3.1. La manipolazione informativa, 108 – 3.3.2. La manipolazione operativa, 119 – 3.4. Il requisito di *price sensitive*, 125 – 3.5. L'accertamento del pericolo concreto, 127 – 3.6. Il sistema sanzionatorio della manipolazione di mercato, 133 – 3.7. L'illecito amministrativo di manipolazione del mercato, 135 – 3.8. Cenni alle altre ipotesi di aggio-taggio, 144 – 3.8.1. L'aggiotaggio comune *ex art.* 501 c.p., 144 – 3.8.2. L'aggiotaggio speciale *ex art.* 501 *bis* c.p., 149 – 3.8.3. L'aggiotaggio societario *ex art.* 2637 c.c., 151.

157 **Capitolo IV**  
*I grandi casi del market abuse*

4.1. Premessa, 157 – 4.2. Il caso Parmalat, 160 – 4.2.1. La manipolazione di mercato, 162 – 4.2.2. Manipolazione di mercato e false comunicazioni sociali, 164 – 4.3. La crisi delle banche, 170 – 4.3.1. Il caso Antonveneta: la manipolazione di mercato, 171 – 4.3.2. Il caso Bnl–Unipol, 183.

197 **Capitolo V**  
*Il problema del ne bis in idem*

5.1. Il modello del “doppio binario”, 197 – 5.2. Il caso *Grande Stevens*, 202 – 5.3. Gli effetti della sentenza *Grande Stevens* in Italia, 215 – 5.3.1. Le conseguenze per il passato, 216 – 5.3.2. Le conseguenze per il futuro, 220 – 5.4. Le prime risposte delle Corti nazionali al caso *Grande Stevens*, 222 – 5.4.1. Il probabile orientamento delle Corti senza la sentenza *Grande Stevens*: Corte Cass. Pen., sez. I, 17 dicembre 2013, (caso Ifil) n. 19915, 223 – 5.4.2. I casi successivi alla pronuncia *Grande Stevens*, 224 – 5.4.3 La questione di legittimità costituzionale della norma interna per contrasto con l’art. 117 Cost. proposta da: Corte Cass. Civ., sez. V, ordinanza 6 novembre 2014, n. 950 e Corte Cass. Pen., sez. V, ordinanza 10 novembre 2014, n. 1782, 228 – 5.5. La nuova disciplina del *market abuse*, 232 – 5.5.1. La preferenza per la sanzione penale, 232 – 5.5.2. Il nuovo sistema sanzionatorio “unitario”, 234 – 5.5.3. Il giudizio di identità, 236 – 5.5.4. Gli effetti della normativa euro unitaria, 238 – 5.6. La materia tributaria, 239 – 5.6.1. I rapporti tra il sistema sanzionatorio amministrativo e il sistema sanzionatorio penale, 239 – 5.6.2. Il caso *Nykanen c. Finlandia*, 240 – 5.6.3. Il caso *Lucky Dev c. Svezia*, 243 – 5.6.4. I casi *Rinas c. Finlandia* e *Kiiveri c. Finlandia*, 246 – 5.6.5. I possibili riflessi delle sentenze della Corte Edu sull’ordinamento italiano, 247 – 5.6.6. La riforma dei reati tributari, 251 – 5.7. Il caso *Zoran Spasic* e il divieto di *bis in idem* transnazionale, 256 – 5.8. Misure di prevenzione e sanzioni disciplinari, 259.

263 *Bibliografia*

289 *Giurisprudenza*

## Introduzione

L'obiettivo della presente trattazione è stato quello di ripercorrere il delicato tema degli abusi di mercato attraverso l'analisi dei due istituti che lo compongono, *insider trading* e manipolazione di mercato, al fine di mettere in luce le problematiche della disciplina, ripercorrendone le tappe evolutive dalla loro introduzione fino ad oggi ed esaminando i problemi pratici della normativa e le soluzioni proposte da dottrina e giurisprudenza e quelle adottate dal legislatore.

I reati di abusi di mercato si concretizzano quando alcuni investitori si trovano a dover subire gli effetti derivanti dal comportamento di alcuni soggetti che posseggono informazioni riservate che utilizzano a proprio vantaggio per acquisire benefici economici ingiustificati, provocando una turbativa dei mercati.

I primi importanti reati di abusi di mercato caratterizzarono la crisi finanziaria mondiale del 1929, a seguito della quale l'attenzione dei legislatori si spostò verso il diritto penale dell'impresa, al punto da introdurre, in molti ordinamenti, un apparato normativo idoneo a reprimere quei comportamenti che provocarono la crisi finanziaria.

Nel 1930, in risposta alla crisi del 1929, fu introdotto nell'ordinamento statunitense l'*insider trading*. Questo reato consiste nell'utilizzare un'informazione privata, concernente una o più emittenti strumenti finanziari o uno o più strumenti finanziari che, se resa pubblica, potrebbe influire sensibilmente sul corso di tali strumenti.

La disciplina nel nostro Paese fu introdotta con la legge del 17 maggio 1991, n. 157, attuativa della direttiva 89/592/CEE. Lo scopo principale di suddetta normativa era di evitare che il possesso di informazioni privilegiate e il loro utilizzo potesse minacciare il regolare funzionamento del mercato e la sua integrità. Detta direttiva presentava una regolamentazione del solo istituto dell'*insider trading*, prescindendo da qualsiasi riferimento all'istituto della manipolazione di mercato.

Dalla legge di recepimento nell'ordinamento nazionale emerse la difficoltà di determinare il danno rilevante ai fini dell'applicabilità della normativa; ciò condusse il legislatore a teorizzare una fattispecie di pericolo astratto, fondata sull'obbligo assoluto di astenersi dal compiere un'operazione nel caso di possesso di un'informazione privilegiata

(*disclosure or abstain*); la mera detenzione di un'informazione rappresentava già di per sé presupposto per la punibilità di un soggetto.

Con l'entrata in vigore del d.lgs. 58/1998 (T.U.F.) la disciplina del reato di *insider trading* venne trasposta nel testo unico finanziario, rimanendo pressoché identica a quanto disposto dalla previgente legge 157/1991. L'unica modifica apportata sostituì la regola della *disclosure or abstain* con un nuovo modello di punibilità, fondato sul collegamento causale tra condotta illecita e possesso di informazioni privilegiate. La mera detenzione dell'informazione venne scriminata, in modo da punire solo chi, possedendo un'informazione privilegiata, se ne avvale.

Al contrario dell'*insider trading*, la manipolazione di mercato è un reato presente all'interno dell'ordinamento nazionale fin dalla prima stesura del codice penale, con il nome di aggio. L'istituto fu suddiviso in due diverse categorie: aggio comune e aggio speciale.

La disciplina dell'aggio comune era contenuta nell'art. 501 c.p. rubricato rialzo e ribasso fraudolento di prezzi sul pubblico mercato o nelle borse di commercio; a questa ipotesi se ne aggiunse un'altra con la l. 787/1976 che introdusse l'art. 501 *bis* c.p. rubricato manovre speculative su merci.

L'aggio speciale si articolava in tre diverse ipotesi: aggio societario (art. 2628 c.c.), aggio bancario (art. 138 T.U.B.) e aggio finanziario (art. 181 T.U.F.).

Con la l. 61/2002, il legislatore intervenne al fine di riordinare la materia ritenuta troppo dispersiva e farraginoso, riunendo le fattispecie di aggio speciali e la fattispecie prevista all'art. 501 *bis* c.p. in una sola norma: l'art. 2637 c.c. rubricato aggio e lasciando autonoma solo la fattispecie prevista dall'art. 501 c.p.

La materia degli abusi di mercato, fino al 2003, era caratterizzata da una disomogeneità della normativa posto che i due reati erano disciplinati con leggi autonome e mancava una regolamentazione unitaria dell'istituto.

Il legislatore sovranazionale intervenne con la direttiva 2003/6/CE, che riformava l'intera materia creando una normativa omogenea e uniforme, volta a facilitare le operazioni transfrontaliere e disciplinava entrambi gli istituti di *insider trading* e di manipolazione del mercato. La direttiva 2003/6/CE fu recepita in Italia con la l. 62/2005 che ha modificato il previgente sistema, riformando il T.U.F.

Per quanto riguarda il reato di *insider trading*, la disciplina, nella sua accezione penalistica è contenuta nell'art. 184 T.U.F., in cui è stabilito che può essere punito chiunque si trovi in possesso di informazioni privilegiate per le funzioni svolte all'interno di un'emittente strumenti finanziari, funzioni che possono essere sia di direzione o controllo, che lavorative. Non basta, però, il mero possesso dell'informazione per perseguire penalmente un soggetto; è necessario che questo ponga in essere una delle condotte sanzionate dalla norma di riferimento, cioè: acquisto, vendita o compimento di altre operazioni per conto proprio o per conto di terzi su strumenti finanziari, utilizzando le informazioni privilegiate (*trading*); comunicare ad altri le informazioni privilegiate, purché la comunicazione non rientri nel normale esercizio dell'attività lavorativa dell'agente (*tipping*); raccomandare o indurre altri a compiere operazioni finanziarie alla luce delle informazioni privilegiate di cui si è a conoscenza (*tuyautage*).

L'art. 184 T.U.F. richiama il concetto di informazione privilegiata descritto all'art. 181 dello stesso T.U.F. Perché un'informazione possa dirsi tale, deve essere di carattere preciso, non deve essere stata resa pubblica, e deve concernere, direttamente o indirettamente, uno o più emittenti strumenti finanziari o uno o più strumenti finanziari; inoltre, se resa pubblica, deve essere idonea ad influire in modo sensibile sui prezzi di tali strumenti.

Tra questi, il requisito che ha creato maggiori problemi in sede interpretativa è la sensibile alterazione dei prezzi degli strumenti finanziari. Nel caso Bnl – Unipol, il Tribunale di Milano prima e la Corte di Cassazione poi hanno chiarito che può verificarsi un'alterazione dei prezzi degli strumenti finanziari non solo quando questi vengono aumentati o diminuiti artificialmente; l'alterazione può manifestarsi anche quando i prezzi — anziché modificarsi per le regole di mercato — vengono mantenuti allo stesso livello in cui si trovavano prima che venisse posta in atto la condotta lesiva.

Per quanto riguarda, invece, il reato di manipolazione di mercato la legge 62/2005 ne ha introdotto una disciplina nuovamente frammentata. Da un lato, è stato modificato il disposto dell'art. 2637 c.c. che, dopo il 2005, risulta applicabile ai soli casi in cui le condotte aggressive hanno ad oggetto strumenti finanziari non quotati. Dall'altro lato, la norma ha introdotto un'ipotesi di manipolazione di mercato penalmente rilevante disciplinata all'art. 185 T.U.F. che si configura ogniqualvolta oggetto della condotta siano strumenti finanziari quotati.

Le condotte manipolative, descritte nel testo unico finanziario, possono essere suddivise in due diverse categorie: una manipolazione informativa e una manipolazione operativa. La prima consiste nella diffusione di notizie false, mentre la seconda consiste nel porre in essere operazioni simulate o altri artifici; entrambe le condotte devono essere idonee a provocare una sensibile alterazione del prezzo degli strumenti finanziari.

Nel caso Parmalat il Tribunale di Milano chiamato a decidere della questione in primo grado, rilevò come possono dirsi idonei a costituire manipolazione di mercato informativa anche i comunicati sociali, quando contengono notizie idonee a porre in concreto pericolo il regolare svolgimento delle dinamiche di mercato, purché siano idonei ad alterare il meccanismo di formazione dei prezzi degli strumenti finanziari.

Sul tema della manipolazione di mercato operativa, nel caso Bnl – Unipol, i giudici chiarirono che possono dirsi illecite anche quelle condotte che, prese singolarmente, potrebbero risultare lecite ma che sono sorrette da un previo accordo occulto che consente di ricondurle all'interno di uno stesso disegno criminoso. Vale a dire che non è possibile accertare la liceità di una condotta indipendentemente dal contesto in cui questa viene posta in atto.

In termini simili si espresse anche la Corte di Cassazione nel caso Antonveneta, dove la giurisprudenza di legittimità introdusse un'ipotesi di manipolazione eventualmente permanente e a esecuzione frazionata, che ricomprende al suo interno molteplici fatti manipolativi del mercato. In questo modo non serve verificare che ogni singolo fatto sia idoneo a mettere in pericolo il mercato, è sufficiente accertare che questi facciano parte di un unico comportamento illecito, così come unica deve essere anche la loro offensività.

Accanto alle fattispecie penalmente rilevanti di *insider trading* e manipolazione di mercato, la l. 62/2005 ha introdotto, agli artt. 187 *bis* e 187 *ter* T.U.F., un'ulteriore ipotesi sanzionabile in sede amministrativa. Le fattispecie penali e amministrative, però, risultano sostanzialmente identiche, al punto che possono arrivare fino a punire gli stessi comportamenti, creando uno sdoppiamento sanzionatorio che rischia di ledere il divieto di *bis in idem*.

Questo problema è stato affrontato dalla Corte Europea dei Diritti dell'Uomo, chiamata a pronunciarsi nel 2014 con la sentenza *Grande Stevens e altri c. Italia*. La Corte Europea ha affermato che quando

due sanzioni, una penale e una amministrativa, puniscono lo stesso comportamento, è necessario accertare la connotazione sostanziale delle sanzioni stesse. Se, infatti, la connotazione amministrativa è meramente formale — si tratta cioè di una sanzione sostanzialmente penale — il comportamento dovrà essere punito con una sola delle due sanzioni, altrimenti si viola il principio fondamentale del *ne bis in idem*.

La materia degli abusi di mercato, come disciplinata dalla direttiva 2003/6/CE, rischia di attuare questa violazione. Il legislatore europeo, infatti, aveva posto a carico degli Stati membri l'obbligo di introdurre una fattispecie illecita amministrativa, fatta salva la possibilità di disciplinare anche una fattispecie illecita penale. In sede di recepimento, quindi, molti Stati avevano adempiuto l'obbligo e si erano valse della possibilità data loro dalla direttiva creando un sistema penale – amministrativo, dove però i comportamenti sanzionabili risultavano spesso coincidenti.

Il legislatore europeo, alla luce del precedente giurisprudenziale del 2014, nello stesso anno, è intervenuto modificando la direttiva 2003/6/CE, con l'obiettivo di introdurre un nuovo sistema sanzionatorio, fondato sul concetto di gravità delle condotte poste in atto, che aggiri il rischio di ledere il principio del *ne bis in idem*. Dalla nuova disciplina emerge la predilezione per la sanzione penale, che risulta la più idonea a garantire l'integrità e l'efficienza dei mercati. Questa ha lo scopo di reprimere i comportamenti connotati da un elevato indice di gravità; per tutte le altre condotte, la nuova disciplina conferisce agli Stati la possibilità di prevedere l'irrogazione delle sanzioni ritenute più idonee, purché queste siano riconducibili all'interno della materia penale.

In questo modo, il legislatore europeo crea un sistema fondato sul rispetto del principio del *ne bis in idem*; spetta, ora, ai legislatori nazionali, recepire le indicazioni date loro, in modo da evitare uno sdoppiamento sanzionatorio.



### L'evoluzione storica del market abuse

SOMMARIO: 1.1 Premessa – 1.2 L'*insider trading* – 1.2.1 La disciplina dell'*insider trading* nell'ordinamento italiano – 1.2.2 L'introduzione del Testo Unico Finanziario (d.lgs. 58/1998) – 1.2.3 La direttiva 2003/6/CE e la legge di recepimento 62/2005 – 1.2.4 Le modifiche apportate con il d.lgs. 101/2009 – 1.3 La manipolazione di mercato – 1.3.1 La riforma dell'istituto ad opera del d.lgs. 61/2002 – 1.3.2 La direttiva 2003/6/CE e la legge di recepimento 62/2005 – 1.3.3 La riforma attuata con il d.lgs. 101/2009 – 1.4 I nuovi organismi di controllo – 1.5 La disciplina successiva alla riforma del 2014

#### 1.1. Premessa

Gran parte della materia del mercato mobiliare, all'interno della quale si colloca la disciplina del *market abuse* (o abusi di mercato), è di derivazione sovranazionale<sup>1</sup>. Il diritto europeo risulta quindi la fonte principale da cui attingere in materia.

Analizzando la fattispecie degli abusi di mercato emerge subito, chiaramente, come, all'interno di questa macro categoria, rientrino due diversi istituti: l'*insider trading* (o abuso di informazioni privilegiate) e la manipolazione di mercato.

Queste due diverse tipologie di reati, disciplinati attualmente nell'ordinamento italiano dalla l. 62/2005, sono state introdotte in momenti differenti. Se, infatti, l'*insider trading* è stato introdotto solo nel 1991, la manipolazione di mercato, in veste di aggio, è presente nel codice penale fin dalla sua versione originaria. Gran parte della dottrina ritiene che alcune figure di reato siano per lunghi periodi prive di riscontri e che poi possono diventare, improvvisamente, il presupposto di azioni investigative, con un significativo impatto nella

<sup>1</sup> F. ANTOLISEI, *Manuale di diritto penale. Leggi complementari*, I, Milano, 2007, 586; F. SGUBBI, *Riflessioni introduttive*, in F. SGUBBI, D. FONDAROLI, A. F. TRIPODI (cur.), *Diritto penale del mercato finanziario*, 2013, p. 1 ss.

realtà sociale ed economica<sup>2</sup>. La disciplina della materia del *market abuse* ha consentito di reprimere molti scandali finanziari che negli anni recenti hanno colpito i sistemi economici occidentali e il cui susseguirsi ha fatto pensare a un nuovo “periodo d’oro” degli abusi di mercati<sup>3</sup>; secondo alcuni Autori<sup>4</sup> la disciplina in questione ha attraversato altri periodi d’oro: già con la crisi del 1929, infatti, i reati di *market abuse* si svilupparono al punto che entrarono a far parte di numerosi sistemi (come quello nord americano); l’attuale sviluppo sarebbe, però, addirittura di portata maggiore rispetto al precedente.

Il momento in cui collocare il ritrovato sviluppo del quadro normativo, quanto meno all’interno del nostro ordinamento, si identifica con una serie di vicende caratterizzate da una forte rilevanza mediatica; tra queste è bene ricordare il crack finanziario del gruppo Parmalat<sup>5</sup>, che ha consentito all’aggiotaggio, in quegli anni disciplina quasi in disuso, di trovare la via per una nuova applicazione. Il caso è stato particolarmente significativo anche perché ha rappresentato uno dei primi momenti in cui la Corte di Cassazione si è dovuta confrontare con un quadro normativo più volte rivisitato arrivando ad importanti conclusioni che saranno oggetto di trattazione nei successivi capitoli. In tale ambito, è stata rilevante l’assoluzione, ad opera del Tribunale di Milano, di quattro banche internazionali, imputate per aver alterato le in-

2 E. AMATI, *Abusi di mercato e sistema penale*, Torino, 2012, p. 2; C. PEDRAZZI, *Problemi del delitto di aggiotaggio*, in C. PEDRAZZI, *Diritto penale*, IV, *Scritti di diritto penale dell’economia*, Milano, 2003, p. 3, l’Autore considerava ormai tramontata l’età dell’oro del *market abuse*.

3 E. AMATI, *Ibidem*, p. 2; A. DI AMATO, *Gli abusi di Mercato*, in A. DI AMATO (cur.), *Trattato di Diritto Penale dell’Impresa*, vol. IX, Padova, 2007, p. 110 ss.; P. IELO, *Market abuse e compliance programs ex d.lgs. 231/2001: spunti di riflessione*, in *Resp. Amm. Soc. e enti*, 2006, n. 1, p. 15; S. SEMINARA, *La tutela penale del mercato finanziario*, in C. PEDRAZZI, A. ALESSANDRI, L. FOFFANI, S. SEMINARA, G. SPAGNOLO (cur.), *Manuale di diritto penale dell’impresa*, Bologna, 2000, p. 641.

4 L. CONTI, voce *Rialzo e Ribasso fraudolento di prezzi o di valori*, in *Nov. Dig. it.*, 1968, p. 843; M. VIZZARDI, *Manipolazione di mercato: un doppio binario da ripensare?*, in *Dir. proc. pen.*, 2006, p. 704.

5 L’udienza del caso Parmalat nel Trib. di Milano si è svolta il 18 dicembre 2008, in [www.penalecontemporaneo.it](http://www.penalecontemporaneo.it); Corte App. Milano 14 luglio 2010, in [www.penalecontemporaneo.it](http://www.penalecontemporaneo.it); Corte Cass., 20 luglio 2011 (caso Parmalat), n. 28932 in <http://www.italgiure.giustizia.it/sncass/>.

formazioni contenute nelle comunicazioni che la Parmalat aveva inviato al mercato<sup>6</sup>.

Altrettanto note, con il nome di “bancopoli”, furono poi le vicende giudiziarie che coinvolsero numerose banche tra cui Unipol e Antonveneta<sup>7</sup>, importanti perché consentirono di inquadrare le potenzialità lesive del reato di aggio<sup>8</sup>.

Da ultimo bisogna citare il caso Ifil e Giovanni Agnelli & C. S.p.a., assolti in primo grado dall'accusa di manipolazione informativa, ma condannati dalla Consob nel procedimento amministrativo parallelo<sup>9</sup>, arrivando fino alla Corte di Strasburgo. La portata di quest'ultimo caso è stata tale da indurre il legislatore europeo a intervenire per risolvere alcune difficoltà pratiche e interpretative derivanti dalla disciplina degli abusi di mercato.

Questi sono solo alcuni dei casi di rilevanza pubblica, che hanno avuto notorietà grazie ai quotidiani, che consentono di affermare come le fattispecie di *market abuse* siano al centro dell'attenzione del diritto penale economico. Sembrano adattarsi bene alla nuova realtà che vede un mercato economico di cui si auspica la stabilità ma che è in continuo divenire<sup>10</sup>.

## 1.2. L'insider trading

Iniziando con l'analizzare la fattispecie dell'*insider trading*, o abuso di informazioni privilegiate, è efficace la definizione data da Langevoort «*Insider trading is a term of art that refers to unlawful trading in Securities by person who possess material non public information*

6 Trib. Milano, 18 aprile 2011, con questa sentenza il tribunale assolve tutti gli imputati. il dispositivo è reperibile in [www.penalecontemporaneo.it](http://www.penalecontemporaneo.it).

7 Trib. Milano, 15 dicembre 2011 (caso Unipol), p. 171 ss. in [www.penalecontemporaneo.it](http://www.penalecontemporaneo.it); Trib. Milano, 28 maggio 2011 (caso Antonveneta), p. 11 in [www.penalecontemporaneo.it](http://www.penalecontemporaneo.it).

8 G. P. ACCINNI, *Opa obbligatoria e condotta “artificiosa” nel reato di aggio c.d. “manipolativo”*, in *Riv. Soc.*, 2006, p. 56 ss.

9 Corte Cass., 20 giugno 2012 (dep. 15 ottobre 2012), (caso Ifil) rv. 40393 in <http://www.italgiure.giustizia.it/sncass/> il ricorso è arrivato davanti alla CEDU che si è pronunciata il 4 marzo 2014.

10 E. M. AMBROSETTI, E. MEZZETTI, M. RONCO, *Diritto penale dell'impresa*, Bologna, 2012, p. 231.

*about the company whose shares are traded or the market for its shares»*<sup>11</sup>.

L'istituto di *insider trading* è di derivazione nord americana. Negli Stati Uniti è disciplinato infatti fin dal 1930 mentre in Europa la disciplina è arrivata solo a cavallo tra gli anni Ottanta e Novanta del secolo scorso.

È necessario dare conto, brevemente, dello sviluppo conosciuto dall'istituto in nord America. Prima del 1933, anno di approvazione della disciplina federale sui valori mobiliari, la parte danneggiata in una negoziazione poteva richiedere tutela solo nel caso in cui fosse stata vittima di una dichiarazione inesatta, da parte di uno dei contraenti, durante la fase delle trattative. Non esistevano azioni per danni, salvo che su una delle parti non gravasse un preciso obbligo di informazione. Nel 1933 fu presentato al Congresso il progetto della nuova disciplina generale in materia di *insider trading*; il *Securities Act* entrò quindi in vigore nello stesso anno e fu perfezionato l'anno seguente dal *Securities Exchange Act*. La disciplina era mossa da un'impostazione teorica secondo cui agli *insider* era imposto di rilevare tutti i fattori capaci di influire sulle partecipazioni oggetto della negoziazione<sup>12</sup>. All'*insider trading* fu dedicata la sezione 10 (b)<sup>13</sup> della normativa federale in cui veniva istituita la *Security and Exchange Commission* (SEC) cui furono anche attribuiti i poteri di emanare i provvedimenti idonei a reprimere l'abuso di informazioni privilegiate<sup>14</sup>.

11 D. C. LANGEVOORT, *Insider trading: Regulation, Enforcement and Prevention*, New York, 1992, p. 4.

12 A. DI AMATO, *Gli abusi di Mercato*, cit., p. 110; S. ZANNINO, *L'insider trading, negli Stati Uniti d'America: appunti critici alla disciplina comunitaria e domestica*, in *Dir. Comm. Int.*, 1996, p. 831.

13 POSITION LIMITS — «As a means reasonably designed to prevent fraud and manipulation, the Commission shall, by rule or regulation, as necessary or appropriate in the public interest or for the protection of investors, establish limits (including related hedge exemption provisions) on the size of positions in any security – based swap that may be held by any person. In establishing such limits, the Commission may require any person to aggregate positions in – (1) any security – based swap and any security or loan or group of securities or loans on which such security – based swap is based, which such security – based swap references, or to which such security – based swap is related as described in paragraph of section 3(a), and any other instrument relating to such security or loan or group or index of securities or loans; or (2) any security – based swap.».

14 SEC. 10. «It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of any means or instrumentality of interstate commerce or of the mails, or of any facility of any na-