**Le “prassi legittime” come limite negativo del delitto di manipolazione di mercato**

Sommario

Introduzione I

Dall’aggiotaggio alla manipolazione del mercato. L’evoluzione legislativa 1

1 I prodromi del delitto di manipolazione di mercato. Il reato di aggiotaggio nel codice Zanardelli 1

2 Il codice Rocco. Il problema della definizione di una condotta artificiosa 5

3 Interpretazione e applicazione dell’aggiotaggio nella giurisprudenza successiva all’emanazione del codice Rocco 8

4 La previsione della speciale fattispecie di aggiotaggio societario nel codice civile. Cenni al reato di manovre speculative su merci 11

5 L’introduzione della manipolazione del mercato finanziario ad opera dell’articolo 5 della legge n. 157/1991 14

6 La revisione della fattispecie nel decreto legislativo n. 58 del 1998 (Testo unico della finanza – T.U.F.) 16

7 La riforma dei reati societari del 2002. Le modifiche all’aggiotaggio societario 18

8 Il modello statunitense della disciplina sugli abusi di mercato come quadro di riferimento della disciplina comunitaria della materia 22

9 La Direttiva 2003/6/CE e il suo quadro istituzionale di riferimento 24

10 Il primo recepimento della Direttiva 2003/6/CE nell’ordinamento italiano (la l. n. 62 del 2005) 26

11 La l. 262/2005 a tutela dei risparmiatori sul mercato 29

12 L’estensione nel 2009 della disciplina ai mercati non regolamentati 30

13 Le novità introdotte dalla Direttiva 2014/57/UE e dal Regolamento UE 596/2014 in tema di manipolazione di mercato. 30

# Introduzione

CAPITOLO I

# Dall’aggiotaggio alla manipolazione del mercato. L’evoluzione legislativa

## I prodromi del delitto di manipolazione di mercato. Il reato di aggiotaggio nel codice Zanardelli

Il delitto di manipolazione di mercato trae origine dal c.d. reato di *aggiotaggio*, suo sinonimo, il quale deriva il suo etimo dalla parola *«aggio»*, termine utilizzato in Francia nel XV secolo per indicare un differenziale di prezzo di un bene su cui poter basare la speculazione e quindi il guadagno. Il suffisso *tage*, apposto ai sostantivi derivanti dai verbi di azione, venne aggiunto nel XVII secolo per formare la parola *agiotage*, la quale assume il diverso significato di condotta tendente a creare artificiosamente le condizioni per un differenziale di prezzo e quindi non più solo per trarre profitto dallo stesso[[1]](#footnote-1).

Il termine apparve poi per la prima volta in Italia con il medesimo significato dispregiativo di attività lucrativa fraudolenta[[2]](#footnote-2). Nel nostro paese[[3]](#footnote-3) esso fu previsto come reato inizialmente con la traduzione del codice napoleonico del 1810, avvenuta nel 1811 con il Codice dei delitti e delle pene del Regno d’Italia. Tale codice all’art. 419 recitava:

*«Tutti coloro, i quali con fatti falsi o calunniosi sparsi a bella posta nel pubblico, con offerte superiori ai prezzi che i venditori stessi domandavano, riunendosi d’intelligenza fra i principali detentori di una stessa mercanzia o derrata, tendenti a non venderla o a venderla solo a un dato prezzo, e quelli che per vie o mezzi fraudolenti qualunque siano, avranno prodotto l’alzamento o l’abbassamento dei prezzi di derrate o mercanzie, o delle cedole ed effetti pubblici, al di sopra o al di sotto del prezzo che sarebbe stato determinato dalla libera e naturale concorrenza del commercio».*

Il reato fu successivamente ripreso dagli articoli 389[[4]](#footnote-4) e 390[[5]](#footnote-5) del codice penale sardo del 1859, oltre che dall’art. 484[[6]](#footnote-6) codice penale parmense del 1820, ma per quanto ci è dato rilevare, non dagli altri codici preunitari.

In particolare la fervida dottrina liberistica toscana addirittura contestava *in toto* la finalità del reato, visto come contraddittorio e superfluo rispetto al principio di libertà economica[[7]](#footnote-7).

Durante la redazione del codice Zanardelli[[8]](#footnote-8) le opposte tendenze sull’opportunità di prevedere l’illecito si affrontarono ed infine il reato fu inserito, ma con una formula di compromesso che accompagnò alla diffusione di notizie false *«altri mezzi fraudolenti»*. L’articolo 293 del codice Zanardelli, come da ultimo formulato, prevedeva dunque che:

*«Chiunque, col diffondere false notizie o con altri mezzi fraudolenti, produce sul pubblico mercato o nelle borse di commercio un aumento o una diminuzione dei prezzi di salarii, derrate, merci o titoli negoziabili sul pubblico mercato o ammessi nelle liste di borsa, è punito con la reclusione da tre a trenta mesi e con la multa da lire cinquecento a lire trentamila».*

All’aggiotaggio comune, inoltre, si aggiungeva la figura dell’aggiotaggio annonario. Il suo testo all’articolo 309 del Progetto Zanardelli del 1887 prevedeva la deficienza o il rincaro fittizio prodotto *«mediante incetta o con altri mezzi consimili»,* che si sostanziava non in una condotta ingannatoria, ma in una posizione monopolistica. Anche su tale articolo non mancò il dibattito, incentrato sui principi del liberalismo classico e sull’opportunità dunque di punire la condotta di tipo monopolistico dell’incetta, che sarebbe dovuta essere compensata dal naturale equilibrio del mercato[[9]](#footnote-9). Le perplessità rispetto a tale norma speciale prevalsero e così la formulazione dell’aggiotaggio annonario ricalcò quella dell’aggiotaggio comune.

Essa recitava:

*«Chiunque, col diffondere false notizie o con altri mezzi fraudolenti, produce la deficienza o il rincaro di sostanze alimentari è punito con la reclusione da uno a cinque anni e con la multa da lire cinquecento a lire cinquemila: alle quali è aggiunta l’interdizione temporanea dai pubblici ufficii, estesa all’esercizio della professione, se il colpevole sia un pubblico mediatore».*

Anche in tale sede appare chiara la volontà del legislatore di non ridurre la fattispecie al reato proprio di una o più categorie di soggetti e persone, atteso che la qualifica soggettiva costituisce un’aggravante.

Il secondo comma dell’articolo 293 per l’appunto prescriveva che:

*«Se il delitto è commesso da pubblici mediatori o da agenti di cambio, la pena è della reclusione da uno a cinque anni, dell’interdizione temporanea dai pubblici uffici, estesa all’esercizio della professione, e della multa oltre le lire mille».*

Tali norme troveranno però una scarsa applicazione, avvenuta principalmente in periodo di guerra[[10]](#footnote-10) o in occasione delle speculazioni legate all’incetta di monete d’argento. In particolare tale ultimo fenomeno diede modo ai giudici di tornare a discutere le opposte posizioni sulla configurazione del precetto, spostando così il dibattito, appena sopito dalla decisione del legislatore di escludere l’incetta dall’ambito dell’aggiotaggio annonario, nelle corti di giustizia.

Da un lato vi era il Tribunale di Milano che, interpretando una circolare del Ministero del Tesoro in cui prescriveva agli Intendenti di finanza di denunciare gli incettatori di moneta metallica, ne limitava la funzione a mezzo di scambio e la riteneva incompatibile con il lucro. Secondo tale giurisprudenza[[11]](#footnote-11) il profitto conseguito attraverso l’incetta e l’esportazione di monete d’argento, che costringeva i commercianti a reimportarle con grave esborso di denaro e con conseguente aumento del prezzo della moneta, era necessariamente fraudolento, in quanto lo strumento della moneta veniva usato per uno scopo diverso da quello per cui era stato creato e quindi il legislatore intendeva reprimerlo.

A tali rilievi rispondeva la Corte di Appello di Brescia[[12]](#footnote-12), argomentando come non vi fosse alcuna differenza sostanziale tra il supposto abuso dell’incettatore e il lavoro del cambiavalute. Se infatti tale opera di raccolta di monete d’argento era dannosa per la comunità e quindi riprovevole, non vi era alcun atto ingannatorio e conseguentemente alcun reato[[13]](#footnote-13).

Anche se la Cassazione accolse infine la tesi della liceità della condotta[[14]](#footnote-14), il dibattito continuò in dottrina e si estese al significato dell’aggiotaggio e della frode.

Il punto nodale della vicenda era rappresentato dall’interpretazione della dicitura *«altri mezzi fraudolenti»* negli articoli 293 e 309.

Ove alcuni volevano dare loro una connotazione oggettiva, tale da richiedere una condotta obiettivamente diretta a trarre in inganno[[15]](#footnote-15), altri ritennero sufficienti mezzi fraudolenti *«in senso relativo»,* vale a dire idonei a produrre l’evento di rialzo o ribasso artificioso dei prezzi perseguito dall’agente[[16]](#footnote-16).

La questione non ebbe soluzione concorde fino al caso Brusadelli, accaduto in prossimità dell’emanazione del codice penale Rocco. In tale occasione la Cassazione ribaltò il pronunciamento del Tribunale[[17]](#footnote-17) e della Corte d’Appello di Milano[[18]](#footnote-18), che propugnavano la valutazione di fraudolenza in relazione allo scopo dell’agente, e chiarì come non potesse essere considerato fraudolento un mezzo che in effetti non lo è, e come una attività lecita non potesse diventare illecita a causa del solo ripetersi nel tempo e della sua ampiezza[[19]](#footnote-19).

## Il codice Rocco. Il problema della definizione di una condotta artificiosa

Con il nuovo codice l’impronta penalistica cambiò radicalmente: l’idea del ruolo centrale della Nazione, depositaria dei valori supremi, in netta contrapposizione con i precedenti illuministici e liberali, è presente anche in tale sede. L’individuo dunque, saldamente incardinato nelle categorie sociali corporative, trova ragione solo all’interno della comunità nazionale, che gli fornisce ideali, regole e lavoro[[20]](#footnote-20).

Prima conseguenza fu l’inserimento, al titolo VIII del libro II, intitolato *«Dei delitti contro l'economia pubblica, l'industria e il commercio»*, della fattispecie di aggiotaggio, rubricato all’art. 501 come *«Rialzo e ribasso fraudolento di prezzi sul pubblico mercato o nelle borse di commercio»*.

A dispetto della netta posizione presa dal codice Rocco in favore della difesa sociale, testimoniata peraltro dalla stessa previsione dell’aggiotaggio quale reato di pericolo[[21]](#footnote-21) e dalla fusione tra la sua forma comune e quella annonaria[[22]](#footnote-22), le questioni interpretative relative alla condotta tornarono nuovamente in auge. In particolare Vincenzo Manzini, redattore del Codice, riproponeva l’esempio della truffa per evidenziare che il reato potesse normalmente compiersi con un mezzo di per sé lecito, e come sia lo scopo che il soggetto da alla sua azione a rendere tale mezzo lecito o meno. Ciò nonostante, anche in tale occasione prevalse infine una soluzione di compromesso: il ministro Guardasigilli Arturo Rocco, nella sua relazione[[23]](#footnote-23), rinunciò espressamente ad un’ardua indagine in merito al fine, quale unico vero discrimine tra condotta lecita e condotta illecita. Al contrario optò per qualificare ancora una volta la condotta oggettivamente, ma in senso più ampio rispetto agli *«altri mezzi fraudolenti»* del codice Zanardelli, con la formula *«altri artifici»*.

La norma fu limitata nella sua applicazione da norme speciali anche immediatamente successive[[24]](#footnote-24), le quali peraltro tornarono ad usare la precedente dicitura di *«altri mezzi fraudolenti»*. Ciò portò nei fatti a far prevalere la tesi relativistico-soggettivista, seppur con alcuni temperamenti[[25]](#footnote-25).

Le fattispecie speciali in tema di aggiotaggio introdotte negli anni immediatamente successivi[[26]](#footnote-26), unitamente alla prevalente interpretazione della dottrina, stante la scarsa applicazione giurisprudenziale della fattispecie, assimilarono nei fatti i mezzi fraudolenti agli artifici[[27]](#footnote-27).

Dunque gli altri artifici sono quegli espedienti operativi, non rientranti tra la pubblicazione o divulgazione di notizie false, su cui tra poco si dirà, suscettibili di dare informazioni fuorvianti al mercato. Effetto della condotta è la rappresentazione di una situazione di mercato in realtà inesistente, o viceversa la falsa rappresentazione di una situazione di mercato esistente[[28]](#footnote-28); emblematico di tali azioni artificiose è il porre in essere operazioni simulate.

Il codice Rocco inoltre precisa il dettato del codice Zanardelli con riferimento alla *«diffusione di false notizie»*.

Da un lato affianca alla condotta di *«divulgazione di notizie»* la loro pubblicazione, dall’altro estende la categoria di notizie nocive non più solo alle notizie false, ma anche a quelle esagerate o tendenziose, sempre che, ovviamente, siano idonee a condizionare il comportamento di ampie cerchie di operatori.

Il contesto in cui la norma trova dunque applicazione è quello dei mercati nazionali dei valori e delle merci, tra cui rientrano la valuta e i titoli di credito da chiunque emessi; ne rimangono invece escluse le contrattazioni che, per la loro rilevanza, non incidevano sull’andamento economico della collettività. Il legislatore non volle altresì far rientrare nel campo di applicazione le paghe ed i salari, in quanto nell’ordinamento fascista del lavoro non era ammessa la libera determinazione del valore degli stessi e pertanto neanche teoricamente sarebbe stato configurabile un simile reato[[29]](#footnote-29).

Viene infine previsto il dolo specifico di *«turbare il mercato interno dei valori o delle merci»* che tempera la previsione della fattispecie come reato di pericolo. Ciò esclude la configurabilità del dolo eventuale in quanto, se anche l’alterazione dei mercati non sarà il fine ultimo dell’agente, che piuttosto vorrà trarre vantaggio dalla situazione da lui creata, sarà comunque indispensabile la previsione ed il calcolo di tale evento[[30]](#footnote-30).

Pertanto la fattispecie da ultimo risultante, prevista nel primo comma, fu la seguente:

*«Chiunque al fine di turbare il mercato interno dei valori o delle merci, pubblica o altrimenti divulga notizie false, esagerate o tendenziose o adopera altri artifici atti a cagionare un aumento o una diminuzione del prezzo delle merci, ovvero dei valori ammessi nelle liste di borsa o negoziabili nel pubblico mercato, è punito con la reclusione fino a tre anni e con la multa non inferiore a lire centoventimila».*

Mentre il comma quarto precisa che «*le pene stabilite nelle disposizioni precedenti si applicano anche se il fatto è commesso all'estero, in danno della valuta nazionale o di titoli pubblici italiani».*

Il quinto comma inoltre, come pena accessoria, prevede che «*la condanna importa l'interdizione dai pubblici uffici»*.

Il legislatore inoltre ha previsto alcune aggravanti ai commi secondo e terzo, al fine di rendere più aderente la pena.

In primo luogo affiancò alla fattispecie una espressa aggravante, nel caso l’evento di danno, costituito da *«l'aumento o [dal]la diminuzione del prezzo delle merci o dei valori»* si fosse verificato.

Inoltre il legislatore inserì alcune aggravanti ad effetto speciale, che comportano il raddoppio delle pene previste. Tali aggravanti sussistono quando *«il fatto [sia stato] commesso dal cittadino per favorire interessi stranieri»* ovvero *«un deprezzamento della valuta nazionale o dei titoli dello Stato, ovvero il rincaro di merci di comune o largo consumo»* derivi come conseguenza dalle azioni dell’agente. Si conferma così un impianto ulteriormente repressivo verso coloro che, oltre agire in contraddizione con la legge penale, si fossero posti contro gli interessi dell’ordinamento nelle sue diverse forme o di interesse dello Stato ovvero di interesse della generalità della popolazione.

## Interpretazione e applicazione dell’aggiotaggio nella giurisprudenza successiva all’emanazione del codice Rocco

È dunque il caso di dar conto della giurisprudenza, peraltro non corposa stante la scarsa applicazione del reato stesso[[31]](#footnote-31), che ha riguardato l’art. 501 c.p. dalla sua emanazione fino alla legge 17 maggio 1991, n. 157, che ha previsto una ipotesi speciale di aggiotaggio finanziario, su cui verte l’indagine del presente scritto.

Va presa anzitutto in considerazione la giurisprudenza[[32]](#footnote-32) sotto il profilo dell’elemento oggettivo del reato. A tal proposito, nella prima pronuncia rinvenuta dopo l’entrata in vigore del codice Rocco, nota come il caso “Smerdu”, la Corte di Cassazione[[33]](#footnote-33) evidenzia che, pur essendo il mercato di riferimento quello interno, possono rilevare di volta in volta anche *«ognuno dei nuclei diversi»* che lo compongono. La condotta potrà essere dunque posta in essere anche in una parte soltanto del territorio nazionale, ma sufficientemente vasta da poter nuocere all’economia[[34]](#footnote-34), mentre invece saranno escluse le operazioni che influenzano il solo mercato estero[[35]](#footnote-35).

Inoltre la stessa Corte chiarisce come anche una condotta di sottrazione di merce, nel caso di specie si trattava di più di nove quintali di olio di semi, potesse configurare il delitto di manipolazione di mercato[[36]](#footnote-36).

In una successiva pronuncia, sempre di epoca fascista, si afferma non costituisca reato la sottrazione di 34 kg. di caffè per la irrisorietà della sua quantità rispetto al consumo nazionale e per l’inidoneità della condotta ad influire sull’andamento dei prezzi in un regime calmierato[[37]](#footnote-37).

Si può peraltro notare come tali sentenze si pongano in sintonia con la linea di pensiero e le esigenze del momento storico, che vedeva un’economia fortemente regolamentata, improntata all’autosufficienza nazionale e alla prospettiva del secondo conflitto mondiale.

Anche al cambiare delle circostanze storiche però la linea sembra mantenersi costante. Si deve a tal proposito registrare una sentenza della Cassazione, pronunciata oltre quarant’anni dopo, che ritiene configurabile il delitto di manipolazione del mercato sia in un regime di prezzi formati in base alle regole di mercato, sia quando i prezzi sono stati determinati dall’autorità pubblica[[38]](#footnote-38), anche se autorevole dottrina ritiene necessario che l’agente acquisisca una posizione dominante sul mercato[[39]](#footnote-39). Una coeva pronuncia della Suprema Corte[[40]](#footnote-40), in cui si afferma non costituisca reato la sospensione collettiva della propria attività al fine di ottenere l’aumento del prezzo di un prodotto imposto dall’autorità amministrativa, sembra apparentemente andare nel senso contrario alla prima, ma è ispirata a tutelare il diritto di sciopero dei piccoli esercenti.

La giurisprudenza delineò più nettamente l’ambito di applicazione della fattispecie. La Corte d’Assise di Roma chiarì, ad esempio, come soddisfi i requisiti della divulgazione anche l’invio di lettere ad abbonati speciali di un bollettino di borsa, anche se il relativo contenuto non era riservato. Peraltro non costituisce diffusione di notizie false, esagerate o tendenziose le previsioni di carattere soggettivo e gli apprezzamenti sugli andamenti di mercato e sulla situazione dell’economia italiana, salvo quando tali opinioni sono date con lo scopo non dichiarato di influenzare l’andamento del mercato[[41]](#footnote-41).

Anche con riferimento alla natura del reato si deve segnalare il contributo della dottrina, la quale qualificò inizialmente il reato come di pericolo[[42]](#footnote-42). In tale solco si collocano gli autori di molti anni successivi, i quali hanno ricondotto la fattispecie al pericolo astratto[[43]](#footnote-43), al mero pericolo[[44]](#footnote-44), ovvero al delitto a consumazione anticipata[[45]](#footnote-45).

La questione fu affrontata anche dalla giurisprudenza. A tal proposito, si segnala una decisione del 1962 della Corte di Appello di Genova, che richiama la configurazione della fattispecie come di pericolo, ritenendo sufficiente che l’agente compiesse atti idonei a cagionare l’evento con l’intenzione di cagionare lo stesso, e senza riguardo invece al fatto che questo sia poi concretamente avvenuto[[46]](#footnote-46). A tale impostazione aderirà anche la Corte di Cassazione[[47]](#footnote-47).

Sembra invece in distonia con la Suprema Corte la Pretura di Roma[[48]](#footnote-48), secondo la quale la mancanza di alterazione del mercato esclude per definizione la sussistenza del reato di aggiotaggio. Tale orientamento allora richiede che l’oscillazione del titolo sia dovuta non a fenomeni di carattere economico, bensì come reazione del mercato alla diffusione di notizie false, e che pertanto sia effettivamente avvenuta.

Da ultimo, con riferimento all’elemento soggettivo, è necessario riportare come fin dal già menzionato caso “Smerdu”[[49]](#footnote-49) si è teso ad assorbire il dolo specifico nella condotta dell’agente, nel senso che sussiste il dolo allorché l’agente abbia profittato delle condizioni di mercato a lui favorevoli.

Di opposte vedute altre pronunce, che hanno ribadito, in presenza della consapevolezza di divulgare notizie false, esagerate o tendenziose, come integri il reato la semplice volontà, chiaramente provata, del soggetto agente di cagionare un turbamento del mercato nazionale dei valori o delle merci[[50]](#footnote-50). Tale idea è in linea anche con la dottrina del regime fascista che emanò il codice, la quale richiede che *«la legge richiede come elemento costitutivo del delitto di pericolo il fine specifico di turbare il mercato interno dei valori e delle merci»[[51]](#footnote-51)*.

Con riferimento alla problematica se si tratti di reato a dolo specifico o generico, di particolare rilievo appare una pronuncia incidentale della Corte costituzionale, nella quale la Consulta esprime perplessità in ordine alla deduzione del giudice di merito che *«per l’aggiotaggio comune sia richiesto un dolo specifico»*.

Infatti la Consulta, ribadendo la libertà del legislatore nel configurare il reato come a dolo generico o specifico, ha richiamato l’opinione della dottrina, secondo la quale il turbamento del mercato è in realtà conseguenza necessaria della condotta posta in essere dall’agente, e non il suo fine[[52]](#footnote-52).

## La previsione della speciale fattispecie di aggiotaggio societario nel codice civile. Cenni al reato di manovre speculative su merci

Fin qui si è parlato della fattispecie di aggiotaggio comune prevista dal codice penale. Bisogna peraltro dar conto del reato di manovre fraudolente sui titoli delle società, inizialmente previsto dall’articolo 5[[53]](#footnote-53) del r.d.l. 1459/1930, convertito in l. 4 giugno 1931, n. 660, e poi nel testo originario dell’articolo 2628 del codice civile[[54]](#footnote-54)[[55]](#footnote-55).

Tali norme sanzionavano la medesima condotta già vietata dal codice penale, prevedendo un’ulteriore fattispecie di aggiotaggio, questa volta di tipo societario, che assolveva la funzione di tutela rispetto ai fatti compiuti dagli esponenti della società[[56]](#footnote-56). Pertanto, se la condotta è molto simile a quelle fin qui viste, sono da evidenziare alcune significative differenze, che costituiscono la chiave di lettura della norma in esame.

In particolare si deve notare come i soggetti agenti necessitino delle qualifiche di amministratori, direttori generali, sindaci e liquidatori per poter commettere il delitto, talché questo si presenta come un reato proprio. Infatti la posizione che i soggetti attivi rivestono all’interno della società è idonea a suscitare la credulità del pubblico, mentre la possibilità di incidere sulla vita della società e quindi sull’andamento dei titoli ad essa collegati pone gli stessi in una posizione già favorevole a commettere l’illecito. Questo peraltro può ben essere commesso a mezzo e quindi in concorso con la commissione di altri reati, quali a titolo esemplificativo la pubblicazione di bilanci falsi o la distribuzione di utili fittizi[[57]](#footnote-57).

Quanto alla condotta, questa appare del tutto simile a quella prevista dalla fattispecie di aggiotaggio comune prevista dall’articolo 501 c.p.. Infatti, come si accennava già in precedenza, la distinzione tra gli *«altri artifici»* e gli *«altri mezzi fraudolenti»*, si è andata nel tempo perdendo. Vennero così considerati fraudolenti anche quei mezzi di per sé astrattamente leciti, poiché l’illiceità della condotta doveva risultare da una analisi complessiva della manovra di mercato. Allo stesso modo devono interpretarsi la divulgazione di notizie false, esagerate o tendenziose come ulteriori specificazioni delle notizie false. Così similmente è prevista anche tale fattispecie quale reato di pericolo, come già previsto dall’aggiotaggio comune[[58]](#footnote-58).

Una differenza rilevante invece è rappresentata dall’elemento soggettivo. Se, infatti, nell’aggiotaggio comune, così come in quello societario previsto dalla l. 660/1931, è richiesto il dolo specifico, nella nuova formulazione prevista dal codice civile sarà sufficiente il dolo generico. Rimane peraltro ferma la necessità che il soggetto attivo abbia la consapevolezza di porre in essere un inganno, mentre l’effetto del rialzo o ribasso del titolo sarà soddisfatto dal dolo eventuale.

I cambiamenti apportati suggerirono un accostamento all’aggiotaggio di cui all’articolo 501 c.p., che ha ispirato anche la condotta[[59]](#footnote-59), più che alla frode commerciale[[60]](#footnote-60), cui era stato invece avvicinato in vigenza della l. 660/1931. Peraltro, secondo autorevole dottrina, la diversità dei beni giuridici tutelati (da un lato la fiducia nella corretta formazione dei prezzi sul mercato, dall’altro la fiducia nell’opera degli esponenti societari ad esclusivo vantaggio della stessa) permetteva di ipotizzare addirittura un concorso formale tra reati, quando da un’unica azione fosse derivato anche l’evento di turbamento all’economia nazionale ivi previsto[[61]](#footnote-61).

La già citata decisione del 1965 della Corte d’Appello di Genova ritenne però che vi fosse concorso solo apparente di norme tra aggiotaggio comune e societario, con assorbimento del primo nel secondo, e conformemente si è espressa la dottrina maggioritaria[[62]](#footnote-62).

Brevemente, non fosse altro per ragioni di completezza, si fa cenno anche all’introduzione del reato di *«Manovre speculative su merci»* all’articolo 501 bis nel codice penale ad opera del d.l. 15 ottobre 1976, n. 704, poi convertito nella l. 27 novembre 1976, n. 787[[63]](#footnote-63).

Tale norma intende tutelare i consumatori da possibili speculazioni su materie prime, che condizionano l’intera catena produttiva delle lavorazioni, i generi alimentari di largo consumo e i prodotti di prima necessità, ossia i consumi dei ceti popolari. Il campo d’azione dunque si allarga rispetto all’aggiotaggio ed anche in questa occasione si deve considerare il contesto economico di stagnazione e conflittualità sociale di quegli anni, a cui il legislatore rispose con una norma a tutela della concorrenza.

Una sua attenta lettura porta ad affermare che si tratti di un reato proprio: ciò si evince dal fatto che si fa riferimento all’esercizio, da parte dell’agente, di una qualche *«attività produttiva o commerciale»*, la quale, sebbene non presupponga una qualificazione particolare dell’autore, induce ad escludere la sua applicazione per le persone non esercenti le predette attività.

Il legislatore, dopo una generica incriminazione delle manovre speculative, precisa che rientrano nelle stesse le condotte di occultamento, accaparramento e incetta; dunque è evidente che tali operazioni non coincidono completamente con le condotte artificiose che tradizionalmente caratterizzano l’aggiotaggio, bensì si avvicinano maggiormente a situazioni di monopolio[[64]](#footnote-64).

Al secondo comma è inoltre previsto il caso di chi sottragga rilevanti quantità di tali beni all’utilizzazione o al consumo in presenza di una situazione di mercato già compromessa.

## L’introduzione della manipolazione del mercato finanziario ad opera dell’articolo 5 della legge n. 157/1991

Un nuovo intervento legislativo in tema di aggiotaggio fu occasionato dall’attuazione della Direttiva CEE/89/592, che intendeva reprimere a livello comunitario l’abuso di informazioni privilegiate.

Sebbene la Direttiva non riguardasse la disciplina della manipolazione di mercato, l’evolversi tecnologico dei mercati e la progressiva integrazione del sistema economico italiano nel contesto comunitario, oltre che l’affinità sul piano della prevenzione e della repressione tra l’abuso di informazioni privilegiate e la manipolazione di mercato, ricomprese nella più grande famiglia dei reati di abuso di mercato, ha indotto il legislatore italiano a prevedere la fattispecie di aggiotaggio finanziario all’articolo 5 della legge 17 maggio 1991, n. 1579.

Dunque l’articolo 5[[65]](#footnote-65) enunciava un dettagliato elenco scalare di fattispecie a tutela dei *«valori mobiliari»*, a cui corrispondeva un altrettanto puntuale quadro sanzionatorio. Il primo comma puniva chi divulgava notizie false, esagerate o tendenziose, ovvero chi *«pone[va] in essere operazioni simulate o altri artifizi, idonei ad influenzare sensibilmente il prezzo di valori mobiliari»*.

La novità principale di tale formulazione è rappresentata dall’introduzione, come specificazione della più ampia nozione di artifici, dell’espressa ipotesi delle operazioni simulate, le quali diano l’apparenza di un mercato attivo. È da rilevare, infatti, come un interesse o una sfiducia diffusa per un determinato titolo, accompagnati da operazioni simulate congruenti che supportino tali convincimenti, possono dar luogo ad una tendenza della generalità dei risparmiatori ad acquistare o vendere il titolo in questione e determinare così un suo rialzo od un suo ribasso.

Se la simulazione è incriminata a prescindere dai suoi effetti, bisognerà anche tener conto della necessità che la sua notizia venga almeno resa pubblica, affinché possa influire sull’andamento delle quotazioni. In tal modo si escludono dall’applicazione della normativa le operazioni che, anche se simulate, non abbiano fornito neanche indirettamente alcun dato sull’andamento del mercato e quindi non abbiano in alcun modo influenzato l’andamento delle quotazioni[[66]](#footnote-66).

Si deve peraltro calare la condotta nel contesto della borsa. Questa è infatti suscettibile di essere influenzata anche da mere voci, se artatamente disseminate, e le analisi di mercato, piuttosto che ostacolare la strada al manipolatore, possono rientrare addirittura nei suoi calcoli, accentuando gli effetti del suo operato. Il legislatore però limitava espressamente l’applicazione della norma alle notizie, talché risultavano escluse dall’applicazione le voci e le valutazioni soggettive[[67]](#footnote-67).

Quanto all’avverbio *«sensibilmente»*, il legislatore ha voluto precisare un concetto già invero implicito nella nozione di manipolazione di mercato[[68]](#footnote-68). Sono così incriminate le sole condotte che effettivamente incidano sull’andamento del titolo; rimangono quindi escluse tutte quelle condotte che, sebbene siano artificiose ed influenzino il mercato, come avviene del resto per qualsiasi anche minimo movimento in borsa, non abbiano dimensioni sufficienti a creare un convincimento errato nella generalità dei risparmiatori.

Il secondo comma però prevedeva l’applicazione delle ben maggiori pene previste dall’art. 501 c.p. allorché sussista l’elemento soggettivo del dolo specifico di *«provocare una sensibile alterazione del prezzo di valori mobiliari»,* ovvero di voler dare *«l'apparenza di un mercato attivo su tali valori mobiliari»*.

Il legislatore inserì una serie di aggravanti ulteriori. Queste erano, anzitutto, il verificarsi degli eventi che costituiscono il dolo specifico appena visto, con conseguente aumento di pena. Il legislatore poi, nel successivo quarto comma, rimandava alle aggravanti già previste dal terzo comma dell’art. 501 c.p.. Infine era previsto addirittura un raddoppio della pena per il caso che il reato fosse stato posto in essere da soggetti che, per la loro posizione, avevano una facilità particolare a commetterlo (azionisti che anche di fatto esercitano il controllo della società, amministratori, etc.[[69]](#footnote-69)) ovvero avevano una funzione di garanzia nei confronti del pubblico (agenti di cambio[[70]](#footnote-70), membri o dipendenti Consob, organi locali di borsa), ovvero ancora quando l’azione fosse stata compiuta con mezzi atti a moltiplicare la pericolosità della condotta, quali la stampa od altri mezzi di comunicazione di massa.

Da ultimo, la norma in esame disponeva l’applicazione della pena accessoria dell’interdizione in varie forme, quando vi fosse stata o una sensibile alterazione del prezzo dei valori mobiliari, ovvero l’apparenza di un mercato attivo.

## La revisione della fattispecie nel decreto legislativo n. 58 del 1998 (Testo unico della finanza – T.U.F.)

La complessità della normativa appena esaminata ci fa capire perché fu salutata con favore dalla dottrina la sua sostituzione ad opera del d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, contenente il *«Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria»* (T.U.F.), anche detto decreto Draghi. Tale normativa riscrisse interamente la materia, come abbiamo visto precedentemente disciplinata dalla l. 157 del 1991, e sostituì così anche le previsioni in tema di aggiotaggio finanziario.

Dal punto di vista terminologico, alla nozione di valori mobiliari della precedente legge viene sostituito il concetto di strumenti finanziari, che già era stato introdotto con il decreto legislativo 23 luglio 1996, n. 415 (c.d. *Eurosim*). Il legislatore definisce così il più ampio ambito degli strumenti finanziari, in cui sono ricompresi anche i valori mobiliari, elencandoli puntualmente nei commi dal secondo al quarto dell’art. 1 del d. lgs. n. 58 del 1998.

Per quanto attiene al reato, un confronto con la precedente normativa evidenzia come l’approvazione dell’articolo 181[[71]](#footnote-71) del decreto Draghi abbia comportato una complessiva semplificazione della fattispecie.

La principale innovazione è rappresentata dall’eliminazione del requisito del dolo specifico per l’applicazione della pena della reclusione fino a tre anni, prevista dall’art. 501 c.p., che ora si applica già come pena base, sol che vi sia il dolo generico, e non più come aggravante. Dunque sarà sufficiente la volontà di porre in essere la condotta per configurare il reato[[72]](#footnote-72).

Vengono conseguentemente eliminate le aggravanti legate al requisito del dolo specifico previste dalla precedente l. 157 del 1991, che diventano elemento di valutazione dell’idoneità della condotta, volta *«a provocare una sensibile alterazione del prezzo di strumenti finanziari o l'apparenza di un mercato attivo dei medesimi».* Il secondo comma, invece, prevede ancora l’aggravante dell’effettivo verificarsi di tali eventi.

Inoltre il terzo comma riproponeva, con qualche modificazioni, le aggravanti che comportavano un raddoppio della pena.

Venivano in tale sede nuovamente richiamati, al punto a), i casi previsti dal terzo comma dell’art. 501 c.p., per l’analisi delle quali si rimanda a quanto già detto in merito a tale articolo. Peraltro in questa sede si può aggiungere come la previsione del fatto commesso *«dal cittadino per favorire interessi stranieri»* sembrava inattuale in un mondo che andava già verso la globalizzazione. Mentre con riferimento al «*deprezzamento della valuta nazionale o dei titoli dello Stato, ovvero il rincaro di merci di comune o largo consumo»*, si deve notare come rientrassero nella nozione di strumenti finanziari i soli titoli di Stato, restando per il resto applicabile la fattispecie prevista dall’art. 501 c.p.[[73]](#footnote-73).

I successivi punti b) e c) riprendevano le aggravanti già previste dall’art. 5 della l. 157 del 1991 nell’ipotesi in cui il reato fosse stato commesso da persone con particolari qualifiche ovvero con l’ausilio dei *mass media*. Con riferimento alle qualifiche degli agenti, si deve dar conto della significativa modifica, secondo la quale la qualifica degli amministratori, dei liquidatori, dei direttori generali, dei dirigenti, dei sindaci e dei revisori dei conti rileva solo quando siano esercitate nell’ambito *«di imprese di investimento o di banche che esercitano servizi di investimento»*, e non più nelle società o in enti emittenti valori mobiliari[[74]](#footnote-74).

Infine, dal punto di vista sanzionatorio, si è già visto come vi fosse stato un deciso innalzamento di pene. Oltre all’inasprimento della pena principale, portata fino ad un massimo di tre anni di reclusione, si deve segnalare che l’articolo 182 introdusse l’ulteriore pena accessoria della *«pubblicazione della sentenza su almeno due quotidiani, di cui uno economico, a diffusione nazionale».* Questa si va peraltro ad aggiungere all’applicazione delle *«pene accessorie previste dagli articoli 28, 30, 32 bis, primo comma, e 32 ter del codice penale per una durata non inferiore a sei mesi e non superiore a due anni»,* già previste dalla precedente legge.

## La riforma dei reati societari del 2002. Le modifiche all’aggiotaggio societario

Il codice Rocco aveva avuto il merito indiscusso di ridurre *ad unum*, nell’articolo 501, le due diverse fattispecie di aggiotaggio comune ed annonario.

In contraddizione con tale sistematica giuridica, i legislatori fascista e repubblicano introdussero una serie di fattispecie speciali, alcune delle quali emanate anche per prevenire possibili speculazioni occasionate dal secondo conflitto mondiale che ormai si profilava imminente. Di seguito si illustra, in un quadro riepilogativo, l’insieme delle fattispecie:

1. la fattispecie di aggiotaggio comune continuò ad essere prevista dal codice penale all’articolo 501, dove si trova ancora oggi. L’unica modifica del testo fu apportata dal d.l. 15 ottobre 1976, n. 704, poi convertito nella l. 27 novembre 1976, n. 787, il quale portò la multa, *«non inferiore a lire centoventimila»*, alla cifra attuale, compresa tra un milione e cinquanta milioni di lire;
2. il medesimo d.l. inserì l’ulteriore fattispecie di *«Manovre speculative su merci»* all’articolo 501 bis del codice penale;
3. l’articolo 98[[75]](#footnote-75) del r.d.l. 12 marzo 1936, n. 375, convertito con la legge 7 marzo 1938, n. 141 (c.d. Legge bancaria), prevedeva la fattispecie di aggiotaggio bancario. Tale norma transitò prima nell’articolo 38 del d.lgs. 14 dicembre 1992, n. 481, ed in seguito nell’articolo 138 del d.lgs. 1° settembre 1993, n. 385 (Testo unico bancario - c.d. T.U.B.)[[76]](#footnote-76);
4. l’articolo 5 del r.d.l. 30 ottobre 1930, n. 1459, convertito con la legge 4 giugno 1931, n. 660, sostituito poi dall’articolo 2628 c.c.[[77]](#footnote-77), aggiunse la forma speciale di aggiotaggio societario quale reato proprio di amministratori, direttori generali, liquidatori e sindaci di società. In vigenza della l. 17 maggio 1991, n. 157 si sostenne la tesi dell’abrogazione tacita di tale norma[[78]](#footnote-78), ma le modifiche apportate dal c.d. d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 hanno portato la dottrina a rivedere questa posizione[[79]](#footnote-79);
5. l’articolo 5 della l. 17 maggio 1991, n. 157 disciplinava l’aggiotaggio finanziario. La disciplina fu trasposta, con rilevanti modifiche, nell’articolo 181 del d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 (c.d. T.U.F. o decreto Draghi).

L’esistenza di un tale coacervo di norme era stata fortemente criticata dalla dottrina, che denunciava la loro scarsa sistematicità e le difficoltà interpretative, legate soprattutto alla normativa applicabile e alla concorrenza tra le fattispecie[[80]](#footnote-80). Questa istanza fu in un primo momento recepita dal progetto di legge presentato dalla Commissione Pagliaro nell’ambito del disegno di legge delega per la riforma del codice penale.

Sulla scia del lavoro della Commissione Mirone per la riforma dei reati societari, vi fu un fiorire di proposte, che da ultimo diede luogo al nuovo articolo 2637 c.c.[[81]](#footnote-81).

Sennonché la riforma dei reati societari prevista dal d.lgs. dell’11 aprile 2002, se da un lato riunì le diverse fattispecie di aggiotaggio bancario, societario e finanziario sotto un unico articolo, con lo scopo anche di rispondere alle critiche sollevate in dottrina, ne disattese le aspettative. Anzi, un’attenta analisi dell’art. 2637 c.c. mette in luce come esso fosse una mera fusione delle precedenti disposizioni di legge, che lasciò irrisolti molti dei problemi applicativi sollevati a suo tempo dalla dottrina, e creò addirittura nuovi fronti di incertezza[[82]](#footnote-82).

Le critiche furono principalmente di ordine sistematico. Si contestava infatti l’opportunità di inserire la fattispecie di aggiotaggio nell’ambito dei reati societari. Riportata ad unità l’aggiotaggio, ormai non più solo societario, e previsto come reato comune, la sua logica collocazione avrebbe dovuto essere il codice penale e non certo il capo IV del titolo XI del codice civile.

L’intitolazione del capo *«Degli altri illeciti, delle circostanze attenuanti e delle misure di sicurezza patrimoniali»* ne rileva poi la natura residuale e quindi l’inidoneità ad accogliere un reato che dovrebbe essere un punto di riferimento nella disciplina della concorrenza e dell’economia[[83]](#footnote-83). Altra critica fu che la norma espelleva dal d.lgs. 58/1998 una parte della sua disciplina sanzionatoria, la quale aveva una funzione di complementarietà con esso.

Vi furono inoltre interpretazioni divergenti su come configurare il rapporto tra gli articoli 501 del codice penale e 2637 del codice civile. Alcuni autori infatti limitavano l’operatività dell’articolo 501 c.p. all’aggiotaggio su merci e delineavano il campo di applicazione dell’articolo 2637 c.c. agli *«strumenti finanziari, quotati o non quotati»*[[84]](#footnote-84). Altri autori, al contrario, propendevano per il concorso tra norme a motivo della sussistenza del diverso requisito del dolo specifico per il solo reato previsto dall’articolo 501 c.p.[[85]](#footnote-85).

Quanto alle innovazioni introdotte dal nuovo art. 2637 c.c., si deve segnalare, come già si accennava, che nonostante vi sia stata l’unificazione dei diversi reati sotto una sola fattispecie, le singole ipotesi delittuose si riproponevano quali eventi di pericolo. In particolare il legislatore aveva previsto, e ancora prevede, quale effetto tipico della condotta che essa potesse «*incidere in modo significativo sull'affidamento che il pubblico ripone nella stabilità patrimoniale di banche o di gruppi bancari».*

La riproposizione dell’aggiotaggio bancario in tale veste era inattuale e dunque criticabile. Tale norma trovava origini nel contesto economico fortemente regolamentato della legge bancaria del 1936, in cui molte banche, considerate di interesse nazionale, erano a capitale pubblico. Il quadro è cambiato quando, nel dopoguerra, vennero introdotti progressivamente sistemi di garanzia per i depositi, la concorrenza tra gli istituti di credito comunitari e l’assenza di barriere tra i settori bancario, assicurativo e finanziario. Il legislatore, con il riproporre una norma disapplicata dalla giurisprudenza, ha dato nuova linfa all’incriminazione di condotte che rientravano già nella diffamazione di un’impresa privata o, quando ne fossero ricorsi i presupposti, in una delle altre fattispecie di aggiotaggio[[86]](#footnote-86).

L’ultima critica che avrebbe potuto muoversi alla nuova disposizione è la sua programmatica precarietà, emergente dalla stessa relazione al d.lgs. 61/2002, la quale già paventava la revisione della materia in seguito alla Direttiva 2003/6/CE del 28 gennaio 2003.

Altra innovazione di rilievo, a seguito della sostituzione della fattispecie prevista dalla precedente formulazione dell’art. 181 del d.lgs. 58/1998, era rappresentata dall’eliminazione del complesso sistema di aggravanti che hanno caratterizzato le discipline finora esaminate: il che ha portato indubbiamente ad una significativa semplificazione della fattispecie.

Una approfondita analisi di tale articolo porta a riscontrare altre modifiche, tutte tese a semplificare la norma ed a configurarla secondo principi di offensività[[87]](#footnote-87).

Al tal fine sono stati eliminati i riferimenti alle notizie *«esagerate o tendenziose»*, che peraltro sono sempre stati fatti rientrare da dottrina e giurisprudenza nel più ampio campo delle notizie false[[88]](#footnote-88). Al termine *«divulga»* è invece stato sostituito il termine *«diffonde»*, ma con significato analogo.

L’aggiunta dell’avverbio *«concretamente»*, ad ulteriore specificazione della idoneità della condotta a produrre l’evento, supera il dibattito dottrinario sulla natura del reato per configurarlo definitivamente come reato di pericolo concreto. Quindi per realizzare la fattispecie dovrà aversi riguardo all’idoneità degli atti ad influenzare il mercato, non in astratto, ma in concreto, dove la normale fluttuazione del titolo sarà il parametro per registrare l’anomalia. L’indagine per il giudice sarà facilitata dalla circostanza che statisticamente tale reato viene perseguito quando sia stato effettivamente realizzata un’alterazione del prezzo, che peraltro dovrà essere sensibile[[89]](#footnote-89).

La previsione della concreta idoneità e della sensibile alterazione sembra allora essere stata inserita come specificazione, con riferimento al reato, di quanto previsto già in via generale dal secondo comma dell’art. 49 c.p.[[90]](#footnote-90), il quale esclude la punibilità quando, per l’inidoneità del tentativo, è impossibile l’evento di danno ovvero di pericolo.

Da ultimo, è stata soppressa la possibilità, inserita dal citato art. 181, di configurare il reato quando la condotta sia idonea a provocare *«l’apparenza di un mercato attivo»* degli strumenti finanziari. Tale soppressione non permette più di individuare un importante evento preliminare alla stessa manipolazione[[91]](#footnote-91), anche se, come si è già visto, il reato viene in concreto perseguito in massima parte quando vi sia stata effettivamente una alterazione di prezzo.

## Il modello statunitense della disciplina sugli abusi di mercato come quadro di riferimento della disciplina comunitaria della materia

Si deve ora sospendere l’analisi del diritto vigente in Italia per spostare l’attenzione sugli Stati Uniti d’America, da dove trae ispirazione la legislazione europea in tema di diritto penale dell’economia, introdotta con la Direttiva 2003/6/CE e successivamente recepita dal legislatore nazionale.

Il fenomeno è così diffuso e consolidato che alcuni autori sono stati portati a parlare perfino di “*americanizzazione”* del diritto degli stati europei[[92]](#footnote-92).

Si può, *prima facie*, collegare tale tendenza al più ampio processo di globalizzazione, che sta portando, a livello mondiale, anche ad una progressiva convergenza tra ordinamenti in tutti i campi del diritto. Tale argomentazione, in sé valida, da sola non giustifica la particolare forza di tale fenomeno nella tutela dei mercati finanziari, né spiega l’adozione del modello statunitense come riferimento.

La motivazione può anzitutto essere ricercata nel campo dell’economia, considerato che il mercato finanziario statunitense è quello con la maggior disponibilità di capitali e alle cui norme anche le imprese non statunitensi tendenzialmente si conformano. I mercati concorrenti e/o in stabili rapporti economici con quello statunitense hanno quindi interesse ad avvicinarsi ad esso anche a livello normativo.

L’elemento che sembra però decisivo per la scelta di un modello, anche rispetto alla possibilità per l’Unione europea di adottarne uno proprio *ex novo*, è rappresentato dal prestigio di cui il modello di riferimento gode, cui corrisponde anche una sua efficienza repressiva. Scegliere forme di tutela diverse, con il rischio di scarsa efficienza, avrebbe potuto portare a conseguenze gravi, specie in un campo così suscettibile di risvolti macroeconomici, come è quello dei mercati finanziari. Seppure anche il modello statunitense non sia andato esente da scandali, questi hanno avuto natura meramente occasionale e complessivamente si presenta ai giorni nostri come quello che meglio ha affrontato l’evolversi dei mercati: da qui la scelta del legislatore europeo[[93]](#footnote-93).

Si devono dunque analizzare i fattori che hanno portato al successo il modello statunitense e che sono stati ripresi dalla Direttiva 2003/6/CE. Elemento caratterizzante dell’intero sistema è la flessibilità del Security and Exchange Act del 1934, la quale ben si concilia con il mutare veloce del mercato.

In particolare le norme repressive, ad una prima descrizione casistica delle condotte manipolative, aggiungono delle clausole generali quale, ad esempio, quella prevista dalla section 10(b) del Security and Exchange Act (15 USC 78j), che prevede che *«verrà considerato illecito per ogni persona, direttamente o indirettamente, […] usare o impiegare, in connessione con l’acquisto o la vendita di strumenti finanziari ogni mezzo o congegno manipolativo o decettivo, in violazione delle regole e dei regolamenti che la Commissione [SEC] potrebbe ritenere necessari o appropriati nell’interesse pubblico o per la protezione degli investitori»*[[94]](#footnote-94).

Altro elemento caratterizzante il sistema statunitense è stata l’istituzione di autorità di settore, qual è la menzionata *Security and Exchange Commission* (SEC), a cui si affianca la *Commodity Futures Trading Commission* (CFTC) per quanto riguarda i *futures* e dei titoli derivati. A tali autorità è delegata l’attività di normazione secondaria, che integra le clausole generali previste dalla legge con propri regolamenti, ovvero attraverso l’applicazione delle norme, suscettibile di creare una forma di precedente aventi autorevolezza normativa[[95]](#footnote-95).

Quanto alla definizione di manipolazione di mercato, la giurisprudenza statunitense[[96]](#footnote-96) ha enucleato una serie di criteri per distinguere la legittima speculazione dalla condotta manipolativa:

a) l’esistenza di un “prezzo artificiale” al tempo della manipolazione;

b) la circostanza che l’agente ha causato tale prezzo artificiale;

c) l’intenzionalità dell’agente nel causare tale prezzo artificiale.

Il sistema, sebbene abbia dimostrato la sua efficienza, rinnovandosi con l’evolversi della realtà dei mercati finanziari, non è però esente da critiche. In primo luogo, si può notare che esso, per il suo tecnicismo, implica un inevitabile spostamento del potere decisionale di stabilire il confine tra lecito e illecito dalle istituzioni democratiche a quelle tecniche. Il fenomeno si deve peraltro inquadrare nella tendenza della c.d. “crisi della legge”, che ha visto prevalere, negli ultimi decenni, norme di carattere tecnico sulla legge generale ed astratta.

In secondo luogo, nonostante un certo tasso di variabilità nelle norme secondarie e, conseguentemente, della complessiva interpretazione del quadro ordinamentale sia connaturato anche al diritto italiano e anzi lo renda attuale rispetto alla mutevole realtà sociale, un cambiamento di interpretazione in senso sfavorevole all’indagato porterebbe a ben altri effetti nel nostro ordinamento. Se infatti il diritto statunitense impedisce la retroattività con l’istituto dell’“*mistake of law”*, che nega l’elemento soggettivo del reato in presenza di un cambiamento di orientamento giurisprudenziale in senso sfavorevole per l’imputato, nei paesi di *civil law* la garanzia analoga, generalmente costituita dal divieto di applicazione retroattiva della legge, viene svuotata di fatto dalla circostanza che non muta la legge penale, ma la normativa secondaria che viene presa in considerazione per valutare l’illiceità del comportamento sotto accusa[[97]](#footnote-97).

## La Direttiva 2003/6/CE e il suo quadro istituzionale di riferimento

La genesi della normativa europea, le cui radici ideologiche, come visto, risiedono nel diritto statunitense, si ha con il *Piano di azione per i servizi finanziari* della Commissione europea del 1999 e il *Rapporto Lamfalussy* del 2001, che si proponevano di rivedere quanto contenuto nella precedente Direttiva 1989/592/CEE con una nuova Direttiva. La Direttiva 2003/6/CE dà seguito a tale intento, creando un mercato unico dei servizi finanziari integrato ed efficiente, verso il quale il pubblico nutra fiducia. Funzionale ad esso è la repressione dei fenomeni di abuso di mercato, secondo norme comuni in tutta Europa[[98]](#footnote-98).

A tal proposito il *Rapporto Lamafalussy* propose una disciplina articolata su quattro livelli[[99]](#footnote-99), approvata poi dal Consiglio europeo di Stoccolma del 23 e 24 marzo 2001.

Al primo livello vi sono il Parlamento ed il Consiglio, con un compito di indirizzo generale ed orientamento politico, in cui si incardina la volontà popolare, oltre che con la funzione di decidere natura e portata delle misure esecutive dei principi quadro adottati da delegare al secondo livello.

Il secondo livello è formato dalla Commissione europea, dal Comitato europeo dei valori mobiliari (ESC)[[100]](#footnote-100), istituito sempre dalla Direttiva 2003/6/CE, e dalle autorità di regolamentazione nazionali, riunite nel Comitato delle autorità europee di regolamentazione dei valori mobiliari (CESR)[[101]](#footnote-101). L’adozione degli atti di secondo livello, i quali consistono misure tecniche volte a dare esecuzione ai principi previsti al primo livello, avviene ad opera della Commissione, con l’ausilio degli altri comitati di secondo livello.

Il meccanismo decisionale previsto dalla Direttiva per la sua attuazione è la procedura cosiddetta di regolamentazione[[102]](#footnote-102)[[103]](#footnote-103). In tale procedura la Commissione sottopone al Comitato europeo dei valori mobiliari (ESC) le misure da adottare: se il Comitato non esprime parere favorevole, la questione è posta all’attenzione del Consiglio dell’Unione europea, il quale potrà approvare la proposta a maggioranza qualificata. Tale processo decisionale può sembrare farraginoso, ma in parte è funzionale a compensare quel deficit democratico che, come abbiamo detto, è uno dei difetti di una disciplina così tecnica e che anche in altre occasioni è stato rimproverato alle istituzioni europee[[104]](#footnote-104). Inoltre un tale sistema garantisce un livello di normazione adeguata alla materia ed uniforme in tutti gli Stati Membri.

Per quanto concerne la manipolazione di mercato, è stata data attuazione alla Direttiva 2003/6/CE con la Direttiva 2003/124/CE ed il Regolamento CE n. 2273/2003, entrambi adottati dalla Commissione il 22 dicembre 2003, oltre che con la Direttiva della Commissione 2004/72/CE del 29 aprile 2004. La Direttiva 2003/124/CE fornisce un elenco non esaustivo di indicazioni funzionale a valutare quali *«operazioni o ordini di compravendita»* e, più in generale, quali condotte siano connotate o meno da un carattere di fraudolenza, mentre il Regolamento ha disciplinato le deroghe per i casi di negoziazione di azioni proprie e di operazioni di stabilizzazione di strumenti finanziari. Infine la Direttiva 2004/72/CE ha definito i criteri applicabili nella valutazione delle prassi ammesse.

Al terzo livello vi sono le autorità nazionali di vigilanza, che preparano il lavoro dei comitati di secondo livello e cooperano tra di loro. Essi inoltre recepiscono ed attuano le norme prodotte ai livelli primo e secondo[[105]](#footnote-105).

Al quarto livello, infine, la Commissione europea e gli Stati membri vigilano sulla corretta ed uniforme applicazione del diritto così formato[[106]](#footnote-106).

Quanto al contenuto della normativa comunitaria, per una questione di sistematicità si rinvia al successivo capitolo, in modo da poter effettuare un’analisi più completa della normativa comunitaria e così poter cogliere le conseguenti implicazioni per la legge italiana che attualmente recepisce la stessa.

## Il primo recepimento della Direttiva 2003/6/CE nell’ordinamento italiano (la l. n. 62 del 2005)

La legge comunitaria per il 2004, n. 62/2005, ha recepito la Direttiva 2003/6/CE nell’ordinamento italiano.

Caratteristica della normativa comunitaria era quella di mantenere ben separati e distinti, ancorché coordinati, i sistemi di sanzionatori dell’intermediazione finanziaria e del diritto societario. Inoltre la Direttiva europea 2003/6/CE aveva un grado tale di dettaglio da richiedere necessariamente di essere inserita in un apposito contesto normativo, quale certamente non poteva essere il codice civile. Così la norma sull’aggiotaggio di tipo finanziario, che era transitata appena due anni prima dal T.U.F. al codice civile, venne riformulata e tornò nell’alveo del Testo unico sull’intermediazione finanziaria.

Dunque allo stato attuale coesistono due tipi di aggiotaggio su strumenti finanziari. Essi sono differenziati dal sol fatto che la fattispecie prevista dall’articolo 2637 c.c., a seguito delle modifiche intervenute con la l. 62/2005, riguarda titoli non quotati, ovvero il caso di aggiotaggio bancario[[107]](#footnote-107), mentre per configurarsi quella prevista dall’articolo 185 del T.U.F. il titolo dovrà essere stato ammesso alle negoziazioni o dovrà almeno esserne stata richiesta l’ammissione in un mercato regolamentato europeo, secondo quanto disposto dall’art. 182. Pertanto la condotta che configura il reato di aggiotaggio è identica tra le due fattispecie, cambia invece l’oggetto su cui verte tale condotta e il contesto in cui essa è posta in essere. Si deve ancora evidenziare che, secondo autorevole dottrina, sarebbe da escludersi il concorso formale di reati, in quanto la pena prevista dall’art. 185 T.U.F. è adeguata anche al disvalore dell’art. 2637 c.c.[[108]](#footnote-108).

In particolare il capo IV di quest’ultimo venne interamente sostituito dal Titolo I bis, il quale all’articolo 180 ridefinisce, con riferimento al titolo stesso, la nozione di *«strumenti finanziari»*. Con riferimento al Titolo in esame il legislatore considera strumenti finanziari quelli già definiti dal secondo comma dell’articolo 1 del T.U.F., ma limitatamente a quelli *«ammessi alla negoziazione o per i quali è stata presentata una richiesta di ammissione alle negoziazioni in un mercato regolamentato italiano o di altro Paese dell'Unione europea»*. Rientra inoltre in tale definizione *«qualsiasi altro strumento ammesso o per il quale è stata presentata una richiesta di ammissione alle negoziazioni in un mercato regolamentato di un Paese dell'Unione europea»*.

Inoltre la legge comunitaria inserisce nel T.U.F. una serie di articoli che rafforzano grandemente i poteri della Consob. Tra le principali novità si ricorda l’articolo 187 *septies*, il quale attribuisce alla Consob il potere di irrogare, quale organo giudicante di primo grado, le sanzioni amministrative previste nel Titolo in esame. L’articolo 187 *undecies*, invece, le permette di costituirsi parte civile nei processi penali per richiedere i danni derivanti dalla lesione dell’integrità del mercato.

Come è evidente da un confronto testuale tra le norme, la fattispecie inserita nel nuovo art. 185 del T.U.F. [[109]](#footnote-109) non presenta alcuna significativa modifica, dal punto di vista della formulazione, rispetto al precedente art. 2637 c.c.. Unica differenza rispetto ad esso è il diverso ambito applicativo, su cui si è detto al capo che precede.

Se il dato testuale rimane il medesimo, bisogna notare come l’introduzione e la definizione dell’art. 187 ter come ipotesi amministrativa di manipolazione di mercato siano funzionali a interpretare e limitare l’applicazione dello stesso art. 185. Da questo punto di vista, la legge comunitaria ha rappresentato una vera e propria “rivoluzione copernicana” della fattispecie in esame, di cui si dirà nei capitoli successivi.

Divergenze significative possono riscontrarsi invece sul piano sanzionatorio[[110]](#footnote-110). Rimandando a quanto si dirà sull’apparato sanzionatorio del T.U.F. in sede di analisi delle singole norme, nel presente capitolo si rileva come il quadro sanzionatorio fosse stato particolarmente inasprito, a conferma della tendenza del legislatore per un deciso aumento delle pene con riferimento a tale fattispecie. In particolare la legge comunitaria 62/2005 prevedeva la reclusione da uno a sei anni, cui si aggiungeva la multa da ventimila euro fino a cinque milioni di euro. Ad essa si aggiunge, secondo una disposizione ancora vigente, la possibilità per il giudice di *«aumentare la multa fino al triplo o fino al maggiore importo di dieci volte il prodotto o il profitto conseguito dal reato quando, per la rilevante offensività del fatto, per le qualità personali del colpevole o per l'entità del prodotto o del profitto conseguito dal reato, essa appare inadeguata anche se applicata nel massimo».*

Da ultimo, la l. 62 del 2005 ha introdotto la responsabilità amministrativa derivante da reato ex d.lgs. 231 del 2001 per tutti i reati del Titolo I bis del T.U.F. In tali casi la sanzione amministrativa prevista per l’ente varia dalle quattrocento alle mille quote[[111]](#footnote-111), e può essere aumentata fino a dieci volte il prodotto o il profitto derivante dal reato se tale prodotto o profitto sia stato di rilevante entità.

L’innovazione sicuramente più importante prevista dalla l. 62/2005 è rappresentata dall’introduzione all’art. 187 *ter* del T.U.F.[[112]](#footnote-112) di una ulteriore fattispecie di manipolazione di mercato quale illecito amministrativo.

Riservando un’analisi più compiuta nel secondo capitolo, si può già anticipare che la riforma ha realizzato un singolare sistema a “doppio binario”. L’illecito amministrativo di cui all’art. 187 *ter* punisce ad ampio spettro le condotte considerate pericolose e prodromiche al reato, mentre la fattispecie penale dell’art. 185 sanziona solo quelle condotte che siano state effettivamente idonee a turbare i mercati e per le quali l’agente abbia integrato anche l’elemento soggettivo[[113]](#footnote-113).

In particolare si deve segnalare come l’art. 187 ter, incriminando anche la diffusione di *«informazioni, voci o notizie false o fuorvianti che forniscano o siano suscettibili di fornire indicazioni false ovvero fuorvianti in merito agli strumenti finanziari»*, vieti condotte anche *«solo astrattamente idonee ad alterare il mercato, prescindendo inoltre da valutazioni di tipo quantitativo sull’alterazione»[[114]](#footnote-114)*.

Similmente il terzo comma punisce, alle lettere c) e d), operazioni fittizie che diano informazioni ingannevoli al “mercato”, escludendo qualsiasi riferimento all’intensità della turbativa[[115]](#footnote-115). Il medesimo comma sanziona inoltre, alle lettere a) e b), anche le operazioni reali, ma finalizzate a dirigere l’andamento del mercato e quindi a fornire, anche solo potenzialmente, indicazioni false o fuorvianti in merito alla quotazione degli strumenti finanziari. Anche tale norma reprime condotte che rappresentano il mero antecedente della manipolazione, e nelle quali il legislatore vuole reprimere un pericolo ancora solo potenziale[[116]](#footnote-116).

Volendo limitarci in questa sede a tratteggiare la struttura del sistema, si deve evidenziare come le ipotesi contenute nel terzo comma necessitino di integrazione, poiché esse fanno riferimento a ipotesi di carattere strettamente tecnico. A tal fine il settimo comma dell’art. 187 *ter* prevede che la Consob esemplifichi «*gli elementi e le circostanze da prendere in considerazione per la valutazione dei comportamenti idonei a costituire manipolazioni di mercato»*, il che equivale a fornire una disciplina di dettaglio rispetto a norme altrimenti vaghe e dalla scarsa attitudine prescrittiva[[117]](#footnote-117). Analogamente dovrà fare la Consob per individuare le *«prassi di mercato ammesse nel mercato interessato»*, come espressamente prescritto dalla lettera c) dell’art. 180 T.U.F., primo comma[[118]](#footnote-118)*.*

Infine il sesto comma prevede la possibilità, per il Ministero dell’economia, di integrare fattispecie sanzionate elencate dal terzo comma, fermo restando il rispetto della Direttiva 2003/6/CE.

Salvo la diversa configurazione come illecito amministrativo piuttosto che penale, l’art. 187 *ter* prevede le sanzioni pecuniarie, le circostanze aggravanti e la confisca con cui è punito l’illecito amministrativo. Inoltre con la nuova fattispecie di illecito amministrativo si introduce, all’art. 187 *quinquies*, una novità importante anche a livello sistemico: una responsabilità amministrativa per l’ente analoga a quella già prevista dal d.lgs. 231 del 2001, ma non derivante dall’illecito penale, bensì da quello amministrativo.

## La l. 262/2005 a tutela dei risparmiatori sul mercato

La legge comunitaria per il 2004 aveva recepito la Direttiva europea con una normativa che in via generale era molto permissiva sul fronte della repressione degli illeciti di matrice economica, con la sola eccezione degli illeciti di natura finanziaria. Ciò andava peraltro in controtendenza rispetto all’andamento della legislazione penale occidentale, che, come visto, è ispirata in massima parte dall’ordinamento statunitense, il quale punisce aspramente tale genere di illeciti.

La prospettiva della tutela “forte” era già stata prevista dal secondo considerando della Direttiva 2003/6/CE, che pone quali *«fattori essenziali di crescita e di benessere economico» «il regolare funzionamento dei mercati mobiliari e la fiducia del pubblico nei mercati»*, ed invero i mercati finanziari erano l’ambito più tutelato dalla legge 62 del 2005. Il legislatore si trovò però ad affrontare una serie di scandali legati al mondo dell’economia, tra i quali si ricordano a livello internazionale i casi Enron e Worldcom e in Italia le vicende Cirio e Parmalat[[119]](#footnote-119).

La grandezza dei fatti, il nocumento per i risparmiatori ed il rilievo mediatico delle vicende era tale da mettere a serio rischio la credibilità di tutto il sistema su cui si basava l’economia italiana. Infatti il pericolo che si presentò, al di là dei singoli casi, era la possibilità che si verificasse una crisi di fiducia nelle società italiane, con una conseguente fuga all’estero degli investitori. Serviva quindi un intervento del legislatore che desse un segnale, anche di tipo simbolico, e ripristinasse la credibilità delle aziende del nostro paese, pena un possibile crollo dell’intera economia italiana.

Fu così che la legge 62 del 2005 (prima) e la l. 262 del 2005 (dopo) segnarono un cambio di rotta sul piano penale, rispetto alla precedente riforma dei reati societari del 2002. Se infatti quest’ultima era ispirata ad un diritto penale minimo, che vedeva la misura afflittiva quale *extrema ratio* e di cui veniva contestata la concreta applicabilità nel contesto giudiziario italiano, la nuova normativa soffriva dell’opposto problema dell’essere ispirata ad un diritto penale massimo, finalizzato a mandare agli investitori il segnale che i loro risparmi trovavano ancora un rifugio sicuro nel mercato italiano[[120]](#footnote-120).

La tendenza dell’intervento legislativo operato dalla l. 262 del 2005, detta *«Disposizioni per la tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari»*, fu di correggere la formulazione di alcuni reati a tutela dell’ordine economico, mentre per i reati finanziari strettamente intesi vennero introdotte pene ancora più severe, ferme rimanendo le fattispecie così come formulate dalla legge comunitaria per il 2004.

Così, per quanto qui interessa, la pena prevista per il delitto di manipolazione del mercato finanziario venne raddoppiata, con un massimo di pena che arrivò ai dodici anni di reclusione e ai sei milioni di euro di multa. La sanzione amministrativa pecuniaria di cui all’art. 187 *ter* fu addirittura quintuplicata, con un massimo edittale che toccò i quindici milioni di euro.

Senonché molte critiche arrivarono anche a tale riforma, accusata, con argomentazioni opposte a quelle usate nel 2002, di attuare un diritto penale di tipo simbolico e di comminare pene eccessive, rapportate alle altre previste nel diritto penale, rispetto al disvalore del fatto.

## L’estensione nel 2009 della disciplina ai mercati non regolamentati

Con riferimento all’ambito di applicazione della disciplina, si deve segnalare che, con il d.lgs. n. 101 del 17 luglio 2009, è stato inserito all’art. 182 del T.U.F. il comma due *bis*[[121]](#footnote-121), che punisce con la sanzione de *«l'ammenda fino a euro centotremila e duecentonovantuno e dell'arresto fino a tre anni»* le manipolazioni commesse su titoli negoziati o di cui sia stata chiesta la negoziazione su un sistema multilaterale di negoziazione italiano, anche detti mercati non regolamentati.

## 13 Le novità introdotte dalla Direttiva 2014/57/UE e dal Regolamento UE 596/2014 in tema di manipolazione di mercato.

Da ultimo, si deve dar conto della recentissima normativa introdotta dalla UE in materia di abusi di mercato. Il legislatore comunitario ha sostituito la precedente Direttiva 2003/6/CE con la Direttiva 2014/57/UE, che prevede sanzioni penali in caso di abusi di mercato, e con il Regolamento UE 596/2014, il quale definisce i corrispondenti illeciti amministrativi. Entrambe le nuove disposizioni normative produrranno i loro effetti a far data dal 3 luglio 2016.

In particolare il secondo considerando della Direttiva 2014/57/UE, preso atto che la precedente Direttiva ha *«completato e aggiornato il quadro giuridico dell’Unione a tutela dell’integrità del mercato»*, mette in evidenza come alcuni paesi prevedano tutele insufficienti e che le differenze di tutela all’interno dell’Unione rappresentino un incentivo a commettere abusi di mercato in determinati paesi. Pertanto la Direttiva, all’ottavo considerando, ritiene *«essenziale per garantire l’attuazione efficace della politica dell’Unione in materia»*, a norma del secondo dell’art. 83 del TFUE[[122]](#footnote-122), introdurre negli Stati membri *«sanzioni penali almeno per i reati gravi di abusi di mercato»*.

Cosi la Direttiva 2014/57/UE[[123]](#footnote-123) è intervenuta per uniformare il quadro penale dei Paesi membri, fissando dei principi comuni al fine di reprimere *«casi gravi di abuso di informazioni privilegiate, di manipolazione del mercato e di comunicazione illecita di informazioni privilegiate, quando sono commessi dolosamente»*.

Se sono da segnalare solo differenze minori, a confronto con la precedente Direttiva, in termini di definizione della condotta, si deve segnalare, quale novità principale, l’obbligo per gli Stati membri di rendere penalmente punibili, come minimo, i casi gravi e dolosi di manipolazione del mercato. Mentre la Direttiva 2003/6/CE prevedeva solo la mera facoltà degli Stati membri di prevedere sanzioni penali, fermo restando l’obbligo di sanzioni amministrative effettive, proporzionate e dissuasive, l’attuale Direttiva 2014/57/UE prescrive la necessità di punire la manipolazione *«con la pena della reclusione per una durata massima non inferiore ad anni quattro»*, salvo la possibilità di prevedere pene più gravi.

Infine, la stessa Direttiva ha previsto delle sanzioni minime anche con riferimento alle persone giuridiche. In particolare sia il sistema di imputazione della responsabilità, sia la tipologia di sanzioni previste sembrano ricalcare il modello di responsabilità degli enti previsto dal d.lgs. 231 del 2001.

Altra significativa novità è rappresentata dall’obbligo per gli Stati membri di punire, per detti reati, i casi di concorso, favoreggiamento, induzione e tentativo, sancito all’articolo 6.

Il legislatore comunitario, inoltre, è al contempo intervenuto anche con il Regolamento UE 596/2014[[124]](#footnote-124), complementare rispetto alla Direttiva, il quale ha definito sanzioni amministrative comuni e direttamente applicabili alle persone fisiche e a quelle giuridiche. Tale Regolamento è dunque occasionato, oltre che dalla necessità di dare una tutela piena ed uniforme al mercato finanziario, esigenza condivisa anche dalla Direttiva 2014/57/UE, anche dalla necessità di aggiornare il quadro normativo agli sviluppi tecnologici e del mercato finanziario nel frattempo intervenuti.

Anche tale Regolamento non sembra apportare cambiamenti significativi rispetto alle condotte previste nella Direttiva 2003/6/CE, atteso che tali condotte sono di fatto definite ed esemplificate attraverso l’opera dell’ESMA e delle autorità nazionali di regolazione. A tal proposito, la nuova Direttiva prevede un vero e proprio obbligo di cooperazione, la quale deve avvenire attraverso un’unica autorità preposta.

Il sistema sanzionatorio dispone che gli Stati membri provvedano a conferire i poteri alle autorità nazionali competenti a vigilare sui mercati affinché le stesse possano adottare sanzioni amministrative di tipo pecuniario ed interdittivo, rispettando almeno i minimi sanzionatori ed i parametri di commisurazione della pena previsti dal Regolamento.

1. Lemme, *Forme di manifestazione dell'aggiotaggio su titoli*, in AA.VV., *La disciplina penale del mercato azionario*, Padova, 1989, p. 56; Lemme, *Il delitto di aggiotaggio bancario*, in *Giust. pen.*, 1983, II, 372. [↑](#footnote-ref-1)
2. Sandulli, *Aggiotaggio*, in *Giust. Pen.*, 1936, II, 265. [↑](#footnote-ref-2)
3. Del reato di manipolazione di mercato si possono già scorgere i prodomi nel diritto greco e in quello romano, che prevedevano normative volte ad impedire le incette ed i monopoli. In particolare la *lex Julia de annona* puniva l’incetta di derrate finalizzata ad aumentare il prezzo delle stesse da parte dei *dardanarii*, speculatori che, singolarmente o anche associati in gruppi, si accaparravano beni di largo consumo (*Digesto* 48, 12, 1, 2).

   Nel periodo medioevale il delitto di monopolio è previsto dagli Statuti delle Arti e delle Corporazioni dei Comuni e degli Stati al fine riequilibrare un sistema economico già di per sé chiuso e fortemente disciplinato nei procedimenti produttivi. In tale sistema la libertà di determinazione del prezzo e la possibilità per i membri delle varie corporazioni di porre in essere accordi sui prezzi di vendita avrebbe seriamente danneggiato il cittadino-consumatore e impedito la formazione del giusto prezzo e del giusto guadagno, il quale era invece prescritto dalle dottrine moralistica e canonistica. (Pedrazzi, *Problemi del delitto di aggiotaggio*, Milano, 1958, 23 e ss.)

   Anche con il venir meno dell’Ancien Regime con la Rivoluzione francese il divieto rimane, anche se ne cambiano radicalmente i presupposti. Infatti mentre l’ordinamento medioevale si fondava sul monopolio regolamentato delle categorie professionali, nel periodo rivoluzionario la dottrina economia fisiocratica era dominante e si proponeva di difendere la libertà economica contro la possibilità di intese restrittive poste in essere da gruppi sociali intermedi in generale e da quelli di tipo economico-professionale in particolare. Furono così vietate coalizioni o intese professionali di lavoratori o di imprenditori. (Pedrazzi, *Problemi del delitto di aggiotaggio*, cit., 24 e ss.) [↑](#footnote-ref-3)
4. Art. 389 del Codice penale per gli Stati di S.M. il re di Sardegna: *«Coloro che spargendo fatti falsi nel pubblico, o facendo offerte maggiori del prezzo richiesto dai venditori stessi, o concertandosi coi principali venditori di una medesima mercanzia o derrata o perché non sia venduta o perché sia venduta ad un determinato prezzo, o che per qualsivoglia mezzo doloso avranno prodotto l’alzamento o l’abbassamento del prezzo di derrate, di mercanzie, di carte o di effetti pubblici al di sopra o al di sotto di quello che sarebbe stato determinato dalla naturale e libera concorrenza dei commercianti, saranno puniti col carcere da un mese ad un anno, ed inoltre con una multa da cinquecento lire a cinquemila»* [↑](#footnote-ref-4)
5. Art. 390 del Codice penale per gli Stati di S.M. il re di Sardegna: *«La pena del carcere sarà di due mesi a due anni, e la multa di lire mille a diecimila, se tali maneggi sieno stati praticati rispetto ai grani, granaglie, sostanze farinacee, pane o vino».* [↑](#footnote-ref-5)
6. Art. 484 del Codice penale per gli Stati di Parma, Piacenza, ecc. ecc. ecc.: *«Tutti coloro che, o spargendo a bella posta fatti falsi nel pubblico, o facendo offerte maggiori del prezzo richiesto dà venditori stessi, o concertandosi co’ principali possessori d’una medesima merce o derrata perché non sia venduta, o venduta sia ad un determinato prezzo, o per qualsivoglia altro mezzo doloso avranno prodotto l’alzamento o l’abbassamento del prezzo di derrate, carte, mercanzie, carte o biglietti pubblici al disopra o al disotto di quello che sarebbe stato determinato dalla naturale e libera concorrenza de’ commercianti, saranno puniti con prigionia d’un mese almeno e d’un anno al più, e con multa da 500 lire a 1000».* [↑](#footnote-ref-6)
7. CARMIGNANI, *Juris criminalis elementa*, 5a ed., 1834, §1209; § 1211. [↑](#footnote-ref-7)
8. Il codice Zanardelli sostituì nel 1889 il codice penale sardo, la cui applicazione venne estesa a tutto il Regno con l’unificazione d’Italia ma con l’importante eccezione della Toscana, in cui continuò ad applicarsi il codice penale toscano. [↑](#footnote-ref-8)
9. *Relazione della Commissione della Camera dei deputati sul Progetto del Codice penale*, n. CXCIII. [↑](#footnote-ref-9)
10. Sandulli, *Aggiotaggio*, in Giust. Pen., 1936, II, 265. [↑](#footnote-ref-10)
11. Trib. Milano, 11 setembre 1893, Bernacchi, in *Riv. pen.*, 38, 463. [↑](#footnote-ref-11)
12. App. Brescia, 9 novembre 1893, Franzini, in *Foro it.*, 1894, II, 33 (in nota), la quale ammettendo che l’incetta sia *«una speculazione riprovevole»*, precisa che con essa *«si fa un pessimo uso della libertà di commercio, ma non si compie alcun atto ingannatorio verso alcuno»*. [↑](#footnote-ref-12)
13. Pedrazzi, *Problemi del delitto di aggiotaggio*, cit., 75 e ss. [↑](#footnote-ref-13)
14. Cass. 25 novembre 1893, Vaccher, in *Riv. pen*., 39, 73; Cass. 18 dicembre 1893, Eminente, in *Foro it.*, 1894, II, 156; Cass. 10 aprile 1894, Lattes, in *Foro it*., 1894, II, 341 nota 1; ma vedi *contra* Cass. 22 febbraio 1894, Conti, in *Foro it.,* 1894, II, 341; Cass. 9 luglio 1894, Bernacchi, in *Foro it.*, 1894, II, 341. [↑](#footnote-ref-14)
15. Per tutti Escobedo, *L’aggiotaggio*, in *Giust. pen.*, 1933, II, 849. [↑](#footnote-ref-15)
16. In tal senso, Manzini, *Trattato di diritto penale italiano*, Vol. VI, Torino, 1915, 281 e ss., il quale argomenta come la fraudolenza del mezzi debba essere vista in relazione *«allo scopo per cui vengono messi in opera e alle peculiarità della psicologia collettiva»*. Prosegue l’Autore evidenziando come la frode vada considerata *«in rapporto alla psicologia collettiva, e non alla psicologia individuale»*, in quanto gli stessi atti ingannatori hanno effetti differenti a seconda del contesto in cui sono posti in essere. Così, argomenta ancora l’Autore, una frode che sarebbe stata grossolana se rivolta nei confronti del singolo diventa ingannatoria quando attuata nell’ambiente del pubblico mercato. Cfr. anche Zampa, *L’art. 293 e le operazioni di borsa*, in *Suppl. riv. pen.*, X, 1902, 8 e ss.; Pafundi, *L’aggiotaggio nel codice penale e nel Progetto del nuovo cod. pen.*, in *Rassegna pen.*, 1929, 891. [↑](#footnote-ref-16)
17. Trib. Milano, 25 giugno 1931, in *Riv. pen.* 1932, 520. [↑](#footnote-ref-17)
18. App. Milano, 26 novembre 1931 (inedita). [↑](#footnote-ref-18)
19. Cass. 7 giugno 1933, Brusadelli e altri, in *Giust. pen.,* 1933, II, 880. [↑](#footnote-ref-19)
20. Molinaro, voce *Aggiotaggio e manipolazione di mercato*, in *Enciclopedia giuridica Treccani*, Roma, 2009. A tal proposito cfr. anche Pedrazzi, *Problemi del delitto di aggiotaggio*, cit., 34 e ss. [↑](#footnote-ref-20)
21. La giurisprudenza e la dottrina maggioritarie sotto il codice Zanardelli escludevano il tentativo nel delitto di aggiotaggio (Zampa, *L’art. 293 e le operazioni di borsa,* cit., 38 e s.), mentre in senso contrario Manzini, *Trattato di diritto penale italiano*, Vol. VI, cit., 288. [↑](#footnote-ref-21)
22. L’aggiotaggio annonario fu sostituito da alcune aggravanti ad effetto speciale, riportate nel terzo comma dello stesso articolo. [↑](#footnote-ref-22)
23. *2: Relazione sui Libri 2. e 3. del Progetto*,Roma, 1929, 284 e s. [↑](#footnote-ref-23)
24. Il riferimento è all’articolo 5 r.d.l. 30 ottobre 1930, n. 1459, convertito, con modificazioni, nella l. 4 giugno 1931, n. 660, sostituito successivamente dall’articolo 2628 c.c. nella sua formulazione originaria, all’articolo 1 della l. 28 luglio 1939 n. 1097 e. Inoltre si rileva che il r.d.l. 12 marzo 1936, n. 375, convertito in legge dalla l. 7 marzo 1938, prevedeva la ulteriore fattispecie di aggiotaggio di tipo bancario. [↑](#footnote-ref-24)
25. In particolare secondo Manzini l’artificio doveva essere comunque supportato da circostanze obiettive, oltre che dallo scopo dell’agente. Cfr. anche Antolisei, *Manuale di diritto penale. Parte speciale*, II, 1954, 529; Bellavista, *La tutela penale dell’economia corporativa*, Roma, 1936, 172. [↑](#footnote-ref-25)
26. Ci si riferisce all’articolo 98 del r.d.l. 12 marzo 1936, n. 375 e all’articolo 5 del r.d.l. 30 ottobre 1930, n. 1459. [↑](#footnote-ref-26)
27. Cfr. Pedrazzi, *Turbativa dei mercati*, in *Diritto penale, vol. IV Scritti di diritto penale dell’economia*, Milano, 2003, 125; ma ancora oggi *contra* Cass. pen. Sez. V, 20-01-2009, n. 2063. [↑](#footnote-ref-27)
28. Pedrazzi, *Turbativa dei mercati*, in *Diritto penale, vol. IV Scritti di diritto penale dell’economia*, cit, 117. [↑](#footnote-ref-28)
29. Su tali punti vedi Sinibaldi-Jannitti-Piromallo, *Esposizione critica della giurisprudenza sul Codice penale nel primo decennio della sua attuazione*, Milano, 1942, 485 e s., in nota. [↑](#footnote-ref-29)
30. Pedrazzi, *Turbativa dei mercati*, in *Diritto penale, vol. IV Scritti di diritto penale dell’economia*, cit., 119. [↑](#footnote-ref-30)
31. Già con riferimento a tale periodo Magro, *Art. 501,* in *Trattato di diritto penale,* Cadoppi-Canestrari-Manna-Papa (a cura di), vol. V, Torino, 2010, 680, ne denuncia la scarsa applicazione e dunque la natura meramente simbolica legata alla sua evanescenza ed onnicomprensività, tanto da essere una *«tigre di carta»*. [↑](#footnote-ref-31)
32. Per la giurisprudenza costituzionale si rimanda al secondo capitolo, dove si analizzerà puntualmente l’attuale configurazione del reato. [↑](#footnote-ref-32)
33. Vedi Cass. 5 maggio 1936, Smerdu, in *Giust. pen.*, 1937, II, 509. Ci sembra significativo riportare i passaggi della pronuncia in cui si analizza la condotta del nuovo 501 c.p., anche in relazione con l'art. 295 del Codice Zanardelli: *«L’art. 501 ha una complessa formulazione, che raccoglie più ipotesi di una vastissima attività, che è enunciata nella sintesi del rialzo e del ribasso fraudolento dei prezzi sul pubblico mercato e nelle borse di commercio. Nella sua nozione fondamentale, enunciata nella prima parte, è reato di pericolo, quindi è indicato un turbamento che si estrinseca nelle due forme prevedute: pubblicazione e divulgazione di notizie false, esagerate e tendenziose, ed altri artifici atti a cagionare, per restringere l’indagine al caso, aumento o diminuzione del prezzo delle merci. Questa è la materia del reato, che s’integra in una manifestazione di cause dirette a produrre un effetto senza che occorra che questo sia raggiunto. Lo spirito è, da un lato, elemento della responsabilità per dolo, la coscienza e la volontà nel fatto delle notizie (l’artificio, la cui potenzialità a produrre l’evento dannoso è ritenuta dalla legge e non ha bisogno di essere dimostrata) od in un altro fatto, che deve avere in sé come un fermento, la forza di nuocere, da provare caso per caso; dall’altro, è un di più che consiste nella spinta, il movente. Quindi prima ricerca è quella dell’espresso fine di turbare il mercato interno delle merci. Materia e spirito, entrambi, nel rapporto di casualità, sono retti dal principio, in questa indagine sensibilissimo, del concorso delle cause; queste, siano esse preesistenti o simultanee od infine sopravvenute, anche se indipendenti dall’azione od omissione del colpevole, non escludono quel rapporto, art. 41 c.p. Se in verità, nella prima elaborazione, si finì per togliere dalla progettata pima formulazione l’inciso «anche in concorso di altre cause», col quale si intendeva risolvere un punto essenziale contro l’indirizzo della giurisprudenza, che interpretava l’art. 295 codice abrogato escludendo il reato quando il preveduto fenomeno del fittizio rialzo o ribasso dei prezzi fosse derivato dalle cause diverse, e cioè le particolari condizioni storiche o gli infiniti elementi che influiscono sul mercato, si spiegò, però ,che, pur non essendosi voluta creare un figura eccezionale di responsabilità oggettiva, come l’inciso avrebbe potuto far pensare, ed in deroga alla esclusione di tale rapporto, quando cause sopravvenute siano da sole sufficienti a determinare l’evento, doveva bastare il principio generale sul concorso, che qui aveva il maggior rilievo, per assicurare la pratica efficacia della disposizione riguardante la speciale figura del delitto del titolo ottavo. Il mercato, sia dei valori sia delle merci, è dei traffici la vita squisitamente sensibile, tutta esposta ad essere impressionata, quindi risente con i suoi moti vibratori tutte le apprensioni, tutti i turbamenti della collettività di una nazione, da considerare non soltanto in questa vasta unitaria concezione, ma in ognuno dei nuclei diversi che la compongono, di guisa che, come un fatto turbativo in esso si determina, il moto si propaga da minore a più vasto cerchio, e sorge per infinite gradazioni di pericolo, che la legge perciò vuole sia apprezzato, in concreto, con un criterio di relatività che si misura da condizioni contingenti*. [↑](#footnote-ref-33)
34. A tale impostazione aderisce pure, successivamente ed in un caso del tutto simile, Cass., sez. VI, 28 settembre 1979, Pazzola, in *Foro it.*, 1980, II, 313, con nota adesiva di Mazzacuva. [↑](#footnote-ref-34)
35. Antolisei, *Manuale di diritto penale. Parte speciale*, II, Milano, 1982, 651. [↑](#footnote-ref-35)
36. Cfr. sempre Cass. 5 maggio 1936, Smerdu, cit. [↑](#footnote-ref-36)
37. Cass. 21 dicembre 1938, Manca, in *Giust. pen.*, 1938, II, 412. [↑](#footnote-ref-37)
38. Vedi però Cass. pen., 9 luglio 1980, Crivellaro, in *Giust. pen*, 1981, II, 259. [↑](#footnote-ref-38)
39. In tal senso Vinciguerra, *Problemi attuali del diritto penale dell’economia*, in *Rass. Giur. Enel,* 1982, 433 e ss. [↑](#footnote-ref-39)
40. Cass., sez. VI, 13 novembre 1980, Costa, in *Giust. pen.,* 1981, II, 129. [↑](#footnote-ref-40)
41. Assise Roma, 19 dicembre 1962, Polimeni, in *Giust. pen.,* 1964, II, 822. [↑](#footnote-ref-41)
42. Cfr. Sinibaldi-Jannitti-Piromallo, *Esposizione critica della giurisprudenza sul Codice penale nel primo decennio della sua attuazione*, cit., 486, in nota. [↑](#footnote-ref-42)
43. Mazzacuva, *Sull’elemento oggettivo del delitto di aggiotaggio*, in *Foro it.*, 1980, II, 313 e ss. [↑](#footnote-ref-43)
44. La Cute, *Aggiotaggio immobiliare*, in *Giur. merito,* 1979, II, 938 e ss. [↑](#footnote-ref-44)
45. Antolisei, *Manuale di diritto penale. Parte speciale*, II, cit., 649. [↑](#footnote-ref-45)
46. App. Genova, 2 luglio 1965, Gualco e altro, in *Giur. it.*, 1966, II, 20. [↑](#footnote-ref-46)
47. Cass., sez. VI, 10 maggio 1976, Salamone, in *Cass. pen. Mass. ann.*, 1977, 1147. [↑](#footnote-ref-47)
48. Pret. Roma, 13 aprile 1989, Danesi, in *Giust. civ.*, 1989, 1461 [↑](#footnote-ref-48)
49. Cass. 5 maggio 1936, Smerdu, cit. [↑](#footnote-ref-49)
50. Assise Roma, 19 dicembre 1962, Polimeni, cit.; a tal proposito in dottrina cfr. anche Antolisei, *Manuale di diritto penale. Parte speciale II*, Milano, 1960; Manzini, *Trattato di diritto penale italiano*, vol. VII, Torino 1963, 34, 42. [↑](#footnote-ref-50)
51. Sinibaldi-Jannitti-Piromallo, *Esposizione critica della giurisprudenza sul Codice penale nel primo decennio della sua attuazione*, cit., 486. [↑](#footnote-ref-51)
52. Corte cost. 23 marzo 1983 n. 73, in *Foro it.*, 1983, I, 1515 e s. Di particolare interesse appare il passaggio dei Giudici delle leggi che, nell'affermare che *«sul punto non risultano pronunce giurisprudenziali»*, ritengono evidentemente ininfluente la giurisprudenza anche della Suprema Corte formatasi sino all'approvazione della Costituzione e, quindi, richiamano *«autorevole dottrina»* per affermare che *«l'autore di tale reato si propone in realtà di trarre un illecito profitto mediante l'aumento o la diminuzione dei prezzi, mentre il turbamento del mercato, che secondo il dato letterale della formula legislativa dovrebbe integrare il fine del colpevole, non rappresenta altro che la necessaria conseguenza della sua condotta».*

    Pertanto la Consulta pare aderire alla corrente di pensiero dottrinario secondo cui *«l'elemento psicologico si esaurisce nel dolo generico, consistente nel volere l'aumento o la diminuzione suddetti [prezzi, ndr], sicché solo in apparenza sarebbe richiesto per l'aggiotaggio comune il dolo specifico, essendo invece sufficiente anche per esso quello generico»*. [↑](#footnote-ref-52)
53. Si riporta il testo dell’articolo: *«Gli amministratori, i direttori generali, i sindaci e i liquidatori che, per procurare a sé o ad altri un profitto con danno della società diffondendo notizie false o con altri mezzi fraudolenti producono sul pubblico mercato o sulle Borse di commercio un aumento o una diminuzione del valore delle azioni o di altri titoli ad essa appartenenti [...]»*. [↑](#footnote-ref-53)
54. Si riporta l’art. 2628 c.c. nella sua formulazione originaria: *«Gli amministratori, i direttori generali, i sindaci e i liquidatori che diffondono notizie false o adoperano altri mezzi fraudolenti atti a cagionare nel pubblico mercato o nelle borse di commercio un aumento o una diminuzione del valore delle azioni della società o di altri titoli ad essa appartenenti, sono puniti con la reclusione da uno a cinque anni e con la multa non inferiore a lire tremila».* [↑](#footnote-ref-54)
55. Si è scelto di tenere come punto di riferimento la fattispecie di aggiotaggio comune e dar conto solo parzialmente di quella di tipo societario di cui all’art. 2628 c.c. per ragioni di sintesi espositiva. La scelta è caduta sulla fattispecie di aggiotaggio comune, poiché la fattispecie di aggiotaggio societario era prevista come reato proprio degli esponenti della società e non se ne sarebbe potuta dare una lettura generale. [↑](#footnote-ref-55)
56. Anche se il modello adottato per la formulazione del reato è all’evidenza quello dell’aggiotaggio dell’articolo 501 c.p., sembra tendere in tal senso Mirto, *Il diritto penale delle società*, Milano, 1954, 248 e s., secondo il quale l’incriminazione è rivolta *«a quelle persone che, essendo a conoscenza della situazione patrimoniale della società per la carica che rivestono, tradiscono la fiducia che la legge prima, e la società poi ripone in essi»*. [↑](#footnote-ref-56)
57. Per tali ragionamenti cfr. Pedrazzi, *Turbativa dei mercati*, in *Diritto penale, vol. IV Scritti di diritto penale dell’economia*, cit., 125. [↑](#footnote-ref-57)
58. In tal senso abbiamo già citato a tal proposito Pedrazzi, *Turbativa dei mercati*, in *Diritto penale, vol. IV Scritti di diritto penale dell’economia*, cit., 125. [↑](#footnote-ref-58)
59. Mirto, *Il diritto penale delle società*, cit., 249 e s. [↑](#footnote-ref-59)
60. Il delitto di truffa differisce da quello di aggiotaggio, secondo Magro, in Magro, *Art. 501,* in *Trattato di diritto penale,* a cura di Cadoppi-Canestrari-Manna-Papa, vol. V, Torino, 2010, 684, in quanto l’aggiotaggio è una “frode collettiva” di cui è vittima un pubblico indeterminato di persone. [↑](#footnote-ref-60)
61. Vedi sempre Mirto, *Il diritto penale delle società*, cit., 250. [↑](#footnote-ref-61)
62. App. Genova, 2 luglio 1965, Gualco e altro, cit.; in tal senso anche Pedrazzi, *Turbativa dei mercati*, in *Diritto penale, vol. IV Scritti di diritto penale dell’economia*, cit., 125 e s. [↑](#footnote-ref-62)
63. Art. 501 bis del c.p.: *«Fuori dei casi previsti dall'articolo precedente, chiunque, nell'esercizio di qualsiasi attività produttiva o commerciale, compie manovre speculative ovvero occulta, accaparra od incetta materie prime, generi alimentari di largo consumo o prodotti di prima necessità, in modo atto a determinarne la rarefazione o il rincaro sul mercato interno, è punito con la reclusione da sei mesi a tre anni e con la multa da euro 516 a euro 25.822.*

    *Alla stessa pena soggiace chiunque, in presenza di fenomeni di rarefazione o rincaro sul mercato interno delle merci indicate nella prima parte del presente articolo e nell'esercizio delle medesime attività, ne sottrae all'utilizzazione o al consumo rilevanti quantità.*

    *L'autorità giudiziaria competente e, in caso di flagranza, anche gli ufficiali e agenti di polizia giudiziaria procedono al sequestro delle merci, osservando le norme sull'istruzione formale. L'autorità giudiziaria competente dispone la vendita coattiva immediata delle merci stesse nelle forme di cui all'articolo 625 del codice di procedura penale.*

    *La condanna importa l'interdizione dall'esercizio di attività commerciali o industriali per le quali sia richiesto uno speciale permesso o una speciale abilitazione, autorizzazione o licenza da parte dell'autorità e la pubblicazione della sentenza»*. [↑](#footnote-ref-63)
64. Pedrazzi, *Turbativa dei mercati*, in *Diritto penale, vol. IV Scritti di diritto penale dell’economia*, cit., 123, ma vedi in senso opposto Vassalli, *Repressione dell’accaparramento di merci di largo consumo ed altre manovre speculative*, in *Legislazione economica*, Milano, 1978, 266. [↑](#footnote-ref-64)
65. Si riporta il testo integrale dell’articolo 5 della l. 157/1991: *«Chiunque divulga notizie false, esagerate o tendenziose ovvero pone in essere operazioni simulate od altri artifizi, idonei ad influenzare sensibilmente il prezzo di valori mobiliari, è punito con la reclusione fino a sei mesi e con la multa da lire un milione a lire trenta milioni.*

    *Se il fatto di cui al comma 1 è commesso al fine di provocare una sensibile alterazione del prezzo di valori mobiliari ovvero l'apparenza di un mercato attivo su tali valori mobiliari, si applicano le pene di cui all'articolo 501 del codice penale.*

    *Nei casi di cui ai commi 1 e 2, se si verifica la sensibile alterazione del prezzo di valori mobiliari ovvero l'apparenza di un mercato attivo di detti valori, le pene ivi previste sono aumentate. Si applicano le pene accessorie di cui agli articoli 28, 30, 32- bis, primo comma, e 32- ter del codice penale per una durata non inferiore a sei mesi e non superiore a due anni.*

    *Si applica il terzo comma dell'articolo 501 del codice penale.*

    *La pena è raddoppiata se i reati di cui ai commi 1 e 2 sono commessi dagli azionisti che anche di fatto esercitano il controllo della società, ai sensi dell'articolo 2359 del codice civile, dagli amministratori, dai liquidatori, dai direttori generali, dai dirigenti, dai sindaci e dai revisori dei conti di società o enti emittenti valori mobiliari di società che svolgono attività di intermediazioni di valori mobiliari o da agenti di cambio, o da membri o dipendenti della Commissione nazionale per le società e la borsa, ovvero dagli organi locali di borsa, ovvero se il reato è commesso a mezzo stampa o con altri mezzi di comunicazione di massa».* [↑](#footnote-ref-65)
66. Per tali considerazioni si veda Pedrazzi, *Turbativa dei mercati*, in *Diritto penale, vol. IV Scritti di diritto penale dell’economia*, cit., 128. [↑](#footnote-ref-66)
67. Palombi-Pica, *Diritto penale dell’economia e dell’impresa*, Torino, 1996, 1247. [↑](#footnote-ref-67)
68. Pedrazzi, *Turbativa dei mercati*, in *Diritto penale, vol. IV Scritti di diritto penale dell’economia*, cit., 129. [↑](#footnote-ref-68)
69. Il passaggio da reato comune a reato proprio avviene solo nel caso in cui la manipolazione abbia ad oggetto i titoli in relazione a cui l’agente possieda la particolare qualificazione soggettiva in esame, cfr Palombi-Pica, *Diritto penale dell’economia e dell’impresa*, cit., 1246. [↑](#footnote-ref-69)
70. Appare singolare l’inclusione degli agenti di cambio nell’elenco e non del personale delle Società di investimento mobiliare, introdotte con la precedente l. 2 gennaio 1991, n. 1 e destinate a sostituire gli stessi agenti di cambio. L’omissione deve attribuirsi ad un errore del legislatore; cfr. Palombi-Pica, *Diritto penale dell’economia e dell’impresa*, cit., 1246. [↑](#footnote-ref-70)
71. Art. 181 del d.lgs. 58 del 1998: *«Chiunque divulga notizie false, esagerate o tendenziose, ovvero pone in essere operazioni simulate o altri artifici idonei a provocare una sensibile alterazione del prezzo di strumenti finanziari o l'apparenza di un mercato attivo dei medesimi, è punito con la reclusione fino a tre anni e con la multa da uno a cinquanta milioni di lire.*

    *Se si verifica la sensibile alterazione del prezzo o l'apparenza di un mercato attivo, le pene sono aumentate.*

    *Le pene sono raddoppiate:*

    *a) nei casi previsti dal terzo comma dell'articolo 501 del codice penale;*

    *b) se il fatto è connesso dagli azionisti che esercitano il controllo a norma dell'articolo 93, dagli amministratori, dai liquidatori, dai direttori generali, dai dirigenti, dai sindaci e dai revisori dei conti di imprese di investimento o di banche che esercitano servizi di investimento, ovvero da agenti di cambio o da componenti o dipendenti della CONSOB;*

    *c) se il fatto è commesso a mezzo della stampa o mediante altri mezzi di comunicazione di massa»*. [↑](#footnote-ref-71)
72. Cottino, *La legge Draghi e le società quotate in borsa*, Torino, 1999, 416 e s. [↑](#footnote-ref-72)
73. Cfr. Pedrazzi, *Turbativa dei mercati*, in *Diritto penale, vol. IV Scritti di diritto penale dell’economia*, cit., 130 e s. [↑](#footnote-ref-73)
74. Tale modifica è stata criticata da Pedrazzi in Pedrazzi, *Turbativa dei mercati*, in *Diritto penale, vol. IV Scritti di diritto penale dell’economia*, cit., 130 e s., secondo il quale l’aggravante puniva il maggior disvalore del fatto commesso dagli esponenti della società emittente, il quale disvalore giustificava anche la previsione della forma di aggiotaggio societario contenuta nell’originario art. 2628 c.c. [↑](#footnote-ref-74)
75. Si riporta il testo di tale articolo: *«Chiunque divulghi, in qualunque forma, notizie false, esagerate o tendenziose circa aziende esercenti il credito, atte a turbare il mercato dei titoli e dei valori, o a indurre il panico nei depositanti, o comunque a menomare la fiducia del pubblico, è punito con le pene stabilite dall'art. 501 del codice penale»*. [↑](#footnote-ref-75)
76. Si riporta il testo di tale articolo: *«Chiunque divulga, in qualunque forma, notizie false, esagerate o tendenziose riguardanti banche o gruppi bancari, atte a turbare i mercati finanziari o a indurre il panico nei depositanti, o comunque a menomare la fiducia del pubblico, è punito con le pene stabilite dall'art. 501 del codice penale. Restano fermi l'art. 501 del codice penale, l'art. 2628 del codice civile e l'art. 5 della legge 17 maggio 1991, n. 157»*. [↑](#footnote-ref-76)
77. Nel testo originario del 1942. [↑](#footnote-ref-77)
78. Sulla successione di tali norme penali del tempo, con applicazione dell’art. 15 delle preleggi, vedi Palombi-Pica, *Diritto penale dell’economia e dell’impresa*, cit., 1243 e ss. [↑](#footnote-ref-78)
79. Cfr. Pedrazzi, *Turbativa dei mercati*, in *Diritto penale, vol. IV Scritti di diritto penale dell’economia*, cit., 136 (in nota). [↑](#footnote-ref-79)
80. Molinaro, voce *Aggiotaggio e manipolazione di mercato*, in *Enciclopedia giuridica Treccani*, cit., 3 e s.; Bondi, *Problematiche dell’aggiotaggio. Questioni interpretative e necessità di riforma*, Torino, 2000. [↑](#footnote-ref-80)
81. Art. 2637 del c.c., come riformulato ad opera del d.lgs. 11 aprile 2002, n. 61: *«Chiunque diffonde notizie false, ovvero pone in essere operazioni simulate o altri artifici concretamente idonei a provocare una sensibile alterazione del prezzo di strumenti finanziari, quotati o non quotati, ovvero ad incidere in modo significativo sull'affidamento che il pubblico ripone nella stabilità patrimoniale di banche o di gruppi bancari, è punito con la pena della reclusione da uno a cinque anni».* [↑](#footnote-ref-81)
82. Seminara, *L’aggiotaggio (art. 2637)*, in Giarda-Seminara (a cura di), *I nuovi reati societari: diritto e processo*, Padova, 2002, 544 e ss. [↑](#footnote-ref-82)
83. Su tale punto vedi Seminara, *L’aggiotaggio (art. 2637)*, in Giarda-Seminara (a cura di), *I nuovi reati societari: diritto e processo*, cit., 545; Melchionda, *Aggiotaggio e manipolazione di mercato*, in Lanzi-Cadoppi (a cura di), *I reati societari*, Padova, 2007. [↑](#footnote-ref-83)
84. Seminara, *L’aggiotaggio (art. 2637)*, in Giarda-Seminara (a cura di), *I nuovi reati societari: diritto e processo*, cit., 570, anche in considerazione della pronuncia della Corte cost., 23 marzo 1983, n. 73, che ha svuotato il significato del dolo specifico dell’articolo 501 c.p. in quanto ogni condotta di aggiotaggio è finalizzata al lucro e questo è insito nel dolo dell’agente. [↑](#footnote-ref-84)
85. Tale tesi è sostenuta da Mucciarelli, *Aggiotaggio*, in Alessandri (a cura di), *Il nuovo diritto penale delle società*, Milano 2002. [↑](#footnote-ref-85)
86. A tal proposito sempre Seminara, *L’aggiotaggio (art. 2637)*, in Giarda-Seminara (a cura di), *I nuovi reati societari: diritto e processo*, cit., 546. [↑](#footnote-ref-86)
87. Come emerge dalla stessa relazione al d.lgs. n. 61 del 2002, *«nella descrizione del fatto punibile la norma ha subito, in conformità con i principii della legge delega, una notevole semplificazione ed un affinamento sul piano della concreta lesività del fatto»*. [↑](#footnote-ref-87)
88. Cfr. Corte cost., 14 dicembre 1972, n. 199, secondo cui le notizie false, esagerate o tendenziose rappresentano *«una sorta di endiadi con la quale veniva indicata ogni specie di notizie che, in qualche modo, rappresentino la realtà in modo alterato»*. [↑](#footnote-ref-88)
89. Cfr. Seminara, *L’aggiotaggio (art. 2637)*, in Giarda-Seminara (a cura di), *I nuovi reati societari: diritto e processo*, cit., 557. [↑](#footnote-ref-89)
90. Si riporta il testo del secondo comma dell’art. 49 c.p.: *«La punibilità è altresì esclusa quando, per la inidoneità dell'azione o per l'inesistenza dell'oggetto di essa, è impossibile l'evento dannoso o pericoloso».* [↑](#footnote-ref-90)
91. Cfr. Seminara, *L’aggiotaggio (art. 2637)*, in Giarda-Seminara (a cura di), *I nuovi reati societari: diritto e processo*, cit., 556. [↑](#footnote-ref-91)
92. Per tale definizione si veda Consulich, *La giustizia e il mercato. Miti e realtà della tutela penale dell’investimento mobiliare*, Milano, 2010, 183. [↑](#footnote-ref-92)
93. Consulich, *La giustizia e il mercato. Miti e realtà della tutela penale dell’investimento mobiliare*, cit., 241 e ss. [↑](#footnote-ref-93)
94. Si riporta il testo in nota della section 10(b) del Security and Exchange Act: *«It shall be unlawful for any person, directly or indirectly,[…]*

    *(b) To use or employ, in connection with the purchase or sale of any security registered on a national securities exchange or any security not so registered, or any securities-based swap agreement any manipulative or deceptive device or contrivance in contravention of such rules and regulations as the Commission may prescribe as necessary or appropriate in the public interest or for the protection of investors».* [↑](#footnote-ref-94)
95. Per tale analisi cfr. Consulich, *La giustizia e il mercato. Miti e realtà della tutela penale dell’investimento mobiliare*, cit., 244 e ss. [↑](#footnote-ref-95)
96. Si fa qui riferimento alla sintesi dell’applicazione giurisprudenziale della fattispecie operata in Ferrarini, *La nuova disciplina europea dell’abuso di mercato*, in *Rivista delle società*, 2004, 59 e s. [↑](#footnote-ref-96)
97. Per le critiche qui riportate cfr. Consulich, *La giustizia e il mercato. Miti e realtà della tutela penale dell’investimento mobiliare*, cit., 245 e ss. [↑](#footnote-ref-97)
98. Cfr. Secondo Considerando della Direttiva 2003/6/CE. [↑](#footnote-ref-98)
99. Vedi il quarto e quinto Considerando della Direttiva appena citata, descritto peraltro accuratamente da Preziosi, *La manipolazione di mercato nella cornice dell’ordinamento comunitario e del diritto penale italiano*, Bari, 2008, 24 e ss.. [↑](#footnote-ref-99)
100. Il Comitato europeo dei valori mobiliari (European securities committee - ESC) è presieduto da un membro della Commissione e composto da rappresentanti degli Stati Membri. Ha funzioni sia consultive sia di coadiuvazione della Commissione nell’esercizio delle sue funzioni di regolamentazione di secondo livello. [↑](#footnote-ref-100)
101. Inizialmente le competenze erano attribuite al Comitato delle autorità europee di regolamentazione dei valori mobiliari (*European securities regulators committee* - CESR), la quale aveva solo funzioni consultive di natura tecnica a garanzia della trasparenza dei processi decisionali rispetto agli operatori professionali del mercato. A seguito del Regolamento 1095/2010, il CESR è stato sostituito dall’Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (*European securities and markets autority* - ESMA), a cui sono stati attribuiti poteri sostanzialmente regolatori per le questioni di natura esclusivamente tecnica, oltre a poteri di vigilanza e, in casi eccezionali, anche di intervento diretto. Per approfondire la riforma dell’autorità europea di settore vedi Troiano, *Le competenze dell’European securities and markets autority*, in Bilancia, *La regolazione dei mercati di settore tra autorità indipendenti nazionali e organismi europei*, Milano, 2012, 19 e ss. [↑](#footnote-ref-101)
102. La procedura di regolamentazione è stata disciplinata in via generale dall’art. 5 della Decisione 1999/468/CE [↑](#footnote-ref-102)
103. Tale procedura è stata utilizzata per adottare le Direttive 2003/124/CE e 2003/125/CE, il Regolamento CE 2273/2003 e la Direttiva 2000/72/CE. [↑](#footnote-ref-103)
104. A tal proposito cfr. Preziosi, *La manipolazione di mercato nella cornice dell’ordinamento comunitario e del diritto penale italiano*, cit., 49 e ss., secondo il quale tale complesso meccanismo di consultazione garantisce la democraticità al sistema necessaria in particolar modo nel diritto penale e che si estrinseca tradizionalmente, ma non limita, al principio di legalità. [↑](#footnote-ref-104)
105. Dunque al terzo livello vengono attuati dalle autorità nazionali gli impegni che i loro rappresentanti hanno precedentemente preso. [↑](#footnote-ref-105)
106. Consulich, *La giustizia e il mercato. Miti e realtà della tutela penale dell’investimento mobiliare*, cit., 164. [↑](#footnote-ref-106)
107. Si riporta la nuova formulazione dell’art. 2637 c.c., tutt’ora vigente: *«Chiunque diffonde notizie false, ovvero pone in essere operazioni simulate o altri artifici concretamente idonei a provocare una sensibile alterazione del prezzo di strumenti finanziari non quotati o per i quali non è stata presentata una richiesta di ammissione alle negoziazioni in un mercato regolamentato, ovvero ad incidere in modo significativo sull'affidamento che il pubblico ripone nella stabilità patrimoniale di banche o di gruppi bancari, è punito con la pena della reclusione da uno a cinque anni».* [↑](#footnote-ref-107)
108. D’Alessandro, *L’aggiotaggio e la manipolazione di mercato*, in Canzio-Cerqua-Lupária (a cura di), *Diritto penale delle società – Tomo primo*, Assago, 2014, 824. [↑](#footnote-ref-108)
109. Per il testo dell’art. 185, come modificato dalla legge comunitaria per il 2005, si rinvia al secondo capitolo. [↑](#footnote-ref-109)
110. Un quadro completo delle sanzioni previste per il reato di cui all’art. 185 del T.U.F. è offerto da D’Alessandro, *L’aggiotaggio e la manipolazione di mercato*, in Canzio-Cerqua-Lupária (a cura di), *Diritto penale delle società – Tomo primo*, cit., 827 e ss. [↑](#footnote-ref-110)
111. Caratteristica peculiare del sistema di illeciti amministrativi per responsabilità degli enti derivante da reato, introdotto con il d.lgs. 231/2001, è quello di aver introdotto un sistema sanzionatorio avente, come sanzione principale, una sanzione pecuniaria calcolabile in quote in relazione al grado di disvalore del fatto. Per approfondire cfr. Paolozzi, *Vademecum degli enti sotto processo*, Torino, 2006. [↑](#footnote-ref-111)
112. Per il testo dell’art. 187 ter, come modificato dalla legge comunitaria per il 2005, si rinvia al secondo capitolo. [↑](#footnote-ref-112)
113. Per tali considerazioni cfr. Masucci, *Abusi di mercato*, in Fiorella, *Questioni fondamentali della parte speciale del diritto penale*, Torino, 2013, 271 e ss. [↑](#footnote-ref-113)
114. Mezzetti, *I reati finanziari*, in Ambrosetti-Mezzetti-Ronco, *Diritto penale dell’impresa*, Torino, 2012, 240. [↑](#footnote-ref-114)
115. Fondaroli, *L’illecito amministrativo di manipolazione di mercato*, in Sgubbi–Fondaroli–Tripodi, *Diritto penale del mercato finanziario*, Padova, 2008, 111 e ss.. [↑](#footnote-ref-115)
116. Mezzetti, *I reati finanziari*, in Ambrosetti-Mezzetti-Ronco, *Diritto penale dell’impresa*, cit., 257. [↑](#footnote-ref-116)
117. Mezzetti, *I reati finanziari*, in Ambrosetti-Mezzetti-Ronco, *Diritto penale dell’impresa*, cit., 257. [↑](#footnote-ref-117)
118. Fondaroli, *L’illecito amministrativo di manipolazione di mercato*, in Sgubbi–Fondaroli–Tripodi, *Diritto penale del mercato finanziario*, cit., 119. [↑](#footnote-ref-118)
119. A tal proposito cfr. anche Preziosi, *La manipolazione di mercato nella cornice dell’ordinamento comunitario e del diritto penale italiano*, cit., 59 e ss. [↑](#footnote-ref-119)
120. Per un’analisi di tali tendenze, anche da un punto di vista giuridico-sociologico, cfr. Mezzetti, *I reati finanziari*, in Ambrosetti-Mezzetti-Ronco, *Diritto penale dell’impresa*, cit., 231 e ss.. [↑](#footnote-ref-120)
121. Si riporta interamente il comma due *bis* dell’art. 182: *«Nel caso di operazioni relative agli strumenti finanziari di cui all'articolo 180, comma 1, lettera a), numero 2), la sanzione penale è quella dell'ammenda fino a euro centotremila e duecentonovantuno e dell'arresto fino a tre anni».* [↑](#footnote-ref-121)
122. Si riporta il testo del secondo comma dell’art. 83 del T.F.U.E.: *«Allorché il ravvicinamento delle disposizioni legislative e regolamentari degli Stati membri in materia penale si rivela indispensabile per garantire l'attuazione efficace di una politica dell'Unione in un settore che è stato oggetto di misure di armonizzazione, norme minime relative alla definizione dei reati e delle sanzioni nel settore in questione possono essere stabilite tramite direttive. Tali direttive sono adottate secondo la stessa procedura legislativa ordinaria o speciale utilizzata per l'adozione delle misure di armonizzazione in questione, fatto salvo l'articolo 76».* [↑](#footnote-ref-122)
123. Per i riferimenti a tale Direttiva cfr. anche Castellaneta, *Con la direttiva Ue il diritto interno fa rotta sul penale*, in *Iusletter. Informazione e aggiornamento giuridico*, http://iusletter.com/con-la-direttiva-ue-il-diritto-interno-fa-rotta-sul-penale/ (consultato il 17 agosto 2014) [↑](#footnote-ref-123)
124. Per i riferimenti a tale Regolamento cfr. anche Tocci, *Abusi di mercato: norme UE comuni per prevenire e sanzionare*, in *Unindustria*, http://www.un-industria.it/prj/Hom.asp?gsAppLanCur=IT&gsPagTyp=21&gsMnuNav=01M:100,01L:24,01C:4,02M:200,02L:27,02C:9,&fInfCod=32279&fPagTypOri=2 (consultato il 17 agosto 2014) [↑](#footnote-ref-124)