

Enforcement penale e mercati finanziari nell'era della digitalizzazione.

di **Eugenio Fusco** e **Marco Pacini**¹

Il massiccio impiego della tecnologia nella finanza e i cambiamenti in atto nella gestione dei mercati impongono una riflessione prospettica sull'*enforcement* che l'Autorità giudiziaria sarà in grado di esercitare: l'aggiotaggio, nelle sue due distinte forme (manipolativo e informativo) rischia, nell'era della digitalizzazione e della riallocazione dei mercati borsistici, la non applicazione se non (addirittura) l'inapplicabilità.

Va in breve ricordato il quadro normativo di riferimento.

Già nel Codice Rocco è previsto e punito il «*Rialzo e ribasso fraudolento di prezzi sul pubblico mercato o nelle borse di commercio*» (art. 501 c.p.), che è l'archetipo dell'aggiotaggio su strumenti finanziari, introdotto, nell'ordinamento, unitamente all'*insider trading*, dalla legge 157 del 1991, con la quale è stata recepita la Direttiva del Consiglio 89/592 CEE. Entrambe le fattispecie incriminatrici sono confluite nel Testo Unico della Finanza (T.U.F.) del 1998; ma, trascorsi solo pochi anni, con il D.Lgs. 61 del 2002 (che ha riformato il diritto societario), l'«*Aggiotaggio su strumenti finanziari*» (art. 181 T.U.F.) è stato riunito, all'interno dell'art. 2637 c.c. (rubricato «*Aggiotaggio*»), alle «*Manovre fraudolente su titoli della società*» (art. 2628 c.c.) e all'«*Aggiotaggio bancario*» (art. 138 Testo Unico Bancario). Con la legge 62 del 2005 (Legge comunitaria 2004), l'aggiotaggio su strumenti finanziari quotati è stato riportato nel T.U.F., che all'art. 185 – sotto la nuova rubrica di «*Manipolazione del mercato*» – punisce, con la reclusione da uno a sei anni e la multa da euro 20.000 a cinque milioni di euro, il fatto di chi diffonde notizie false o pone in essere operazioni simulate o altri artifici concretamente idonei a provocare una sensibile alterazione del prezzo di strumenti finanziari. La legge 262 del 2005 ("legge sul risparmio"), emanata a ridosso dei crack finanziari di Cirio e Parmalat, che avevano mostrato tutta l'inadeguatezza e la fragilità del sistema di controllo sugli abusi di mercato, modificando il Testo Unico della Finanza in vari aspetti, ha anche raddoppiato la pena editale prevista per l'*insider trading* e la manipolazione del mercato.

Il legislatore europeo, che ha ispirato sin dalle origini la normativa in materia, è ancora e da ultimo intervenuto con la Direttiva 2014/57/UE e il

¹ Dirigente della Banca d'Italia – Servizio Ispettorato Vigilanza. Le opinioni sono espresse a titolo personale e non impegnano in alcun modo l'Autorità di appartenenza.

Regolamento UE 596/2014 (*Market Abuse Regulation*), entrambi finalizzati a rendere più efficace la deterrenza del sistema. Con riferimento a questo specifico aspetto, va rilevato che la Direttiva si esprime nel senso di accordare netta preminenza alle sanzioni penali, relegando quelle amministrative a un ruolo residuale: si prevedono obblighi di incriminazione in relazione ai fatti più gravi di abusi di mercato commessi con dolo e definiti dagli articoli 3-6 della direttiva².

Inizialmente l'aggiotaggio finanziario ha avuto scarsa applicazione, a fronte di una letteratura copiosa, alimentata da una vasta e assai qualificata cerchia di penalisti. Solo a notevole distanza di tempo dalla sua introduzione, la fattispecie incriminatrice è stata scoperta e applicata dalla magistratura inquirente, dapprima in una serie di casi minori – all'epoca di competenza pretorile – subito dopo nei grandi scandali finanziari di inizio secolo, tra i quali il crac PARMALAT, le scalate bancarie dell'estate 2005, lo *swap* IFIL-EXOR, e, più recentemente, nella nota vicenda MPS e in quella che ha coinvolto le banche venete.

In questi casi, l'aggiotaggio informativo è stato un "grimaldello normativo" per entrare nelle opacità societarie ed esercitare un'efficace azione di *enforcement* a tutela della trasparenza e del corretto ed equo funzionamento dei mercati finanziari. Tale azione si è rivelata, in concreto, ben più incisiva e duttile di quella consentita dalle fattispecie incriminatrici del diritto penale societario, *in primis* quella di false comunicazioni sociali, la cui applicabilità era (ed è) limitata dalla stessa struttura del reato, complessa anche dopo la riforma del 2015.

Particolarmente significativa è l'esperienza maturata nella materia del *market abuse* presso la Procura di Milano, anche per l'affermarsi dell'orientamento giurisprudenziale che fa coincidere la consumazione della manipolazione informativa del mercato con l'immissione della notizia falsa nel server del "Network Information System - NIS" – il sistema che mette a disposizione degli operatori finanziari e dei risparmiatori la notizia – collocato presso la sede della Borsa Valori a Milano. Con la conseguenza che il reato di aggiotaggio informativo è, nella stragrande maggioranza dei casi, di competenza del Tribunale di Milano, a meno che non sia connesso ad altri più gravi delitti.

² Vd. Considerando (5) Dir. 57/2014: «l'adozione di sanzioni amministrative da parte degli Stati membri si è finora rivelata insufficiente a garantire il rispetto delle norme intese a prevenire gli abusi di mercato»; Considerando (7): «L'assenza di un regime comune di sanzioni penali nell'Unione offre l'opportunità agli autori di abusi di mercato di approfittare dei regimi meno rigorosi in alcuni Stati membri. L'irrogazione di sanzioni penali per gli abusi di mercato avrà un effetto dissuasivo maggiore sui potenziali contravventori».



La concentrazione delle indagini e dei processi a Milano, oltre ad accumulare una significativa esperienza, sia da parte dei pubblici ministeri che dei giudici, ha anche favorito lo sviluppo di una sempre più stretta collaborazione tra l'Autorità giudiziaria e la Consob, che si coordinano tanto in fase di accertamento degli illeciti quanto nella gestione dei procedimenti di rispettiva competenza. I termini di questa collaborazione, oggi puntualmente disciplinati nel TUF, sono, a ben vedere, la "cristallizzazione", nel dettato normativo, delle buone prassi intercorse tra la Procura di Milano e l'Autorità di Vigilanza; esse si sono formate a partire da quei "casi minori", ai quali si è fatto testé riferimento, in cui più fluido è stato lo scambio di informazioni, sin dalla fase delle indagini preliminari; la costituzione di parte civile della Consob in giudizio ha poi enormemente agevolato l'accertamento delle violazioni penali nella dialettica processuale.

Dal 2012 è in vigore un Protocollo di intesa tra la Procura di Milano e l'Autorità di Vigilanza.

Procura e Consob sono ottimamente supportate dalla Guardia di Finanza (Nucleo Speciale di Polizia Valutaria e Nucleo PEF di Milano), che, negli anni, ha, a sua volta, maturato grande esperienza e professionalità nella repressione degli abusi di mercato, anche sotto il profilo della responsabilità da reato dell'ente ai sensi dell'art. 25 *sexies* del D.Lgs. 231/2001.

Questo capitale di *expertise* e relazioni funzionali che sta alla base dell'*enforcement* penale rischia di andare disperso in ragione dei radicali mutamenti tecnologici, operativi e regolamentari che hanno interessato la materia negli ultimi anni.

Almeno tre sono le criticità.

In primo luogo, la frammentazione dei mercati crea incertezze con riferimento all'ambito di applicazione della disciplina degli abusi di mercato: attualmente, in Italia operano sei mercati regolamentati e tredici sistemi multilaterali di negoziazione, gestiti da tre soggetti: Borsa Italiana Spa e HI-MTF SIM Spa, con sede a Milano, e MTS Spa, con sede a Roma.

In secondo luogo, gli strumenti finanziari tipicamente oggetto di potenziale aggio sono, oggi, affiancati dalle quote di emissione (la cui sede di negoziazione europea, denominata *European Energy Exchange*, ha sede a Lipsia) e, in prospettiva, anche dai *token* digitali e dalle criptoattività.

In terzo luogo, l'orientamento giurisprudenziale, che individua nel Tribunale di Milano il foro competente per l'aggio informativo, entra in crisi poiché le informazioni regolamentate relative a strumenti finanziari devono essere diffuse tra il pubblico secondo modalità del tutto nuove. In particolare, la diffusione è effettuata dagli emittenti autonomamente o tramite i "Sistemi di diffusione delle informazioni regolamentate" (SDIR). Questi ultimi sono soggetti autorizzati dalla Consob con il compito di collegare i propri utilizzatori (emittenti, SGR, Consob, Borsa Italiana, ecc.) con i media. A tal fine, essi ricevono i comunicati dagli emittenti, li mettono immediatamente a

disposizione della Consob e di Borsa Italiana (per i mercati gestiti da quest'ultima), li trattengono (se del caso) per consentire di svolgere i necessari controlli e, salvo diversa indicazione, li diffondono al pubblico tramite i media. Nel rinnovato contesto comunicativo delle informazioni *price sensitive*, evitare il c.d. forum shopping dovrà essere una priorità.

Ma non è questo il primo dei problemi: il mutato quadro di riferimento nel quale oggi si colloca la disciplina del *market abuse* mette in discussione la stessa possibilità di esercitare l'*enforcement* che compete al magistrato penale.

Riteniamo sia giunta l'ora di correre ai ripari.

Al Legislatore – il cui intervento si rende sempre più urgente – è richiesto, per la complessità della materia, un *surplus* di competenza e lungimiranza: indispensabile è la comprensione dei "fenomeni" in atto.

Alla magistratura che si occuperà di questo specifico e delicato settore, è richiesto, in uno scenario profondamente mutato, un "salto" in termini di professionalità, anche se è auspicabile che le esperienze maturate in passato non siano definitivamente disperse.

L'auspicio degli scriventi è, però, che il massiccio impiego della tecnologia nella finanza, i cambiamenti strutturali nei mercati, la loro sempre più accentuata internazionalizzazione ed interconnessione, le novità nelle modalità di comunicazione delle notizie *price sensitive* suggeriscano forme più moderne, anche di tipo organizzativo, nel contrasto agli abusi: uno "sforzo di fantasia" magari del genere che ha consentito di concepire e realizzare l'EPPO.