



CAMMINO DIRITTO

Rivista di informazione giuridica



ACQUISTI DI TITOLI CON SÉ STESSO E MANIPOLAZIONI DI MERCATO

Con la sentenza n. 54300 del 14 settembre 2017, la sez. V della Suprema Corte prende posizione in merito al reato di manipolazione del mercato di cui all'art. 185 TUF, evidenziando l'importanza della prova del nesso di causalità tra la condotta dell'imputato e il danno verificatosi.

Francesco Rizzello (redattore Emmanuel Luciano)
PENALE - PENALE SOCIETARIO
Articolo divulgativo - ISSN 2421-7123

Publicato, Martedì 13 Febbraio 2018

Sommario: 1. L'art. 185 TUF e la tutela del mercato; 2. Sent. Cass. N. 54300/2017.

1. L'art. 185 TUF e la tutela del mercato

Prima di esaminare il reato di cui all'art. 185 del T.U. dell'intermediazione finanziaria (d.lgs. n.58/1998), è utile premettere alcune nozioni generali alla base del citato Testo Unico, le quali costituiscono il fondamento della normativa in materia finanziaria.

L'art. 5 del TUF, rubricato "Finalità e destinatari della vigilanza", dispone che: "La vigilanza ... ha per obiettivi: a) la salvaguardia della *fiducia* nel sistema finanziario; b) la *tutela degli investitori*; c) la *stabilità* e il buon funzionamento del sistema finanziario; d) la competitività del sistema finanziario; e) l'osservanza delle disposizioni in materia finanziaria". Tale norma va letta congiuntamente all'art. 21 del medesimo Testo Unico, ove si legge: "Nella prestazione dei servizi e delle attività di investimento e accessori i soggetti abilitati devono: a) comportarsi con diligenza, correttezza e *trasparenza*, per servire al meglio l'interesse dei clienti e per l'integrità dei mercati; b) acquisire le informazioni necessarie dai clienti e operare in modo che essi siano sempre *adeguatamente informati*; c) utilizzare comunicazioni pubblicitarie e promozionali corrette, chiare e *non fuorvianti*; d) disporre di risorse e procedure, anche di controllo interno, idonee ad assicurare l'efficiente svolgimento dei servizi e delle attività". Alla base di tali clausole generali che regolano l'intera materia finanziaria vi è la considerazione per cui l'efficienza del mercato mobiliare si identifica in gran parte con la correttezza dell'informazione che perviene agli operatori del mercato, con il corollario della assoluta centralità della corretta formazione del prezzo. Le informazioni relative agli emittenti e agli strumenti finanziari devono necessariamente essere corrette e attendibili in quanto idonee a fondare il giudizio dell'investitore che le recepisce. Si ricordi a proposito, che la stessa istituzione della Consob ha risposto, in primo luogo, all'esigenza di introdurre uno specifico regime di controlli proprio sull'informazione diffusa al pubblico da parte degli emittenti quotati.

Alla base della normativa in materia di abuso di informazioni privilegiate e manipolazione del mercato vi è la nozione di "**Informazione privilegiata**", recata all'art.

181 TUF.

Per informazione privilegiata si intende “*un’informazione di carattere preciso, che non è stata resa pubblica, concernente, direttamente o indirettamente, uno o più emittenti strumenti finanziari o uno o più strumenti finanziari, che, se resa pubblica, potrebbe influire in modo sensibile sui prezzi di tali strumenti finanziari*”.

Un’informazione si ritiene di carattere preciso se: a) si riferisce ad un complesso di circostanze esistente o che si possa ragionevolmente prevedere che verrà ad esistenza o ad un evento verificatosi o che si possa ragionevolmente prevedere che si verificherà; b) è sufficientemente specifica da consentire di trarre conclusioni sul possibile effetto del complesso di circostanze o dell’evento sui prezzi degli strumenti finanziari. In tale ottica, è pertanto da escludere la rilevanza delle semplici voci, vaghe e incontrollate e delle mere congetture non fondate su conoscenze approfondite.

Si evidenzia l’importanza del nesso che deve sussistere tra l’informazione e la possibilità di trarre conclusioni sugli effetti in merito alla formazione o alterazione dei prezzi degli strumenti finanziari. Il giudizio in merito all’influenza che può esercitare l’informazione sull’investitore è da valutare in un’ottica *ex ante*, la quale può tuttavia tener conto delle risultanze *ex post*. L’informazione, ovviamente, non deve essere resa pubblica. Non si intende in questo caso il pubblico dei risparmiatori, ma una cerchia indeterminabile di persone ovvero un ambito esteso, caratterizzato da una sua ulteriore potenziale estensione. Al comma quarto la norma indica l’elemento in essa contenuto che riveste la maggiore importanza, ossia la valenza da assegnare alla capacità dell’informazione di influire in modo sensibile sui prezzi di strumenti finanziari, chiarendo che l’informazione dev’essere tale per cui un investitore ragionevole utilizzerebbe l’informazione come uno degli elementi su cui fondare le proprie decisioni di investimento. La norma è problematica in quanto la “ragionevolezza” dell’investitore può variare notevolmente a seconda del tipo di investimento.

L’investitore professionale che intende effettuare un investimento in derivati finanziari non potrà essere valutato secondo i medesimi parametri in base ai quali dev’essere valutata la ragionevolezza di chi investe in titoli obbligazionari. L’inquadramento avviene mediante l’espedito logico di origine anglosassone del *regular user test*, spostando la valutazione della *price sensitivity* da un piano oggettivo di risultato a un piano soggettivo di azione. In definitiva, l’investitore “ragionevole” è semplicemente l’investitore non irragionevole, che compie le scelte d’investimento con la dovuta

diligenza.

Passando all'art. 185 TUF, esso prevede che: "Chiunque diffonde notizie false o pone in essere operazioni simulate o altri artifici concretamente idonei a provocare una sensibile alterazione del prezzo di strumenti finanziari, è punito con la reclusione da uno a sei anni e con la multa da euro ventimila a euro cinque milioni". Dalla norma si evince che siamo in presenza di un reato comune, in quanto "chiunque" può porre in essere le condotte previste dalla norma, ossia la diffusione di notizie false o il compimento di operazioni simulate o di altri artifici. Le condotte poste in essere devono essere concretamente idonee a provocare una sensibile alterazione del prezzo, il che qualifica il reato come reato di pericolo concreto. Il legislatore non punisce le condotte di manipolazione del mercato in quanto tali, ossia non qualifica la fattispecie come reato di pericolo astratto, bensì richiede la valutazione, ad opera del giudice, della concreta idoneità della condotta a costituire una potenziale offesa al bene giuridico tutelato dalla norma, il quale, alla luce delle premesse di cui sopra, non può che essere individuato nella tutela della corretta e completa informazione al mercato, nell'ottica della trasparenza e per il buon funzionamento dei mercati e per una migliore allocazione del risparmio affidato agli operatori. Si noti, inoltre, che nel caso del reato di cui all'art. 185 TUF l'oggetto della condotta è costituito dall'informazione pubblica e non veridica, laddove nel reato di abuso di informazioni privilegiate di cui all'art. 184 TUF l'oggetto è costituito dall'informazione veridica e non pubblica. Ricordiamo ancora che un mezzo in sé non illecito può integrare l'idoneità a provocare una sensibile alterazione del prezzo di strumenti finanziari, qualora sia obiettivamente artificioso, ossia posto in essere con modalità dell'azione tali da alterare il normale gioco della domanda e dell'offerta.

L'alterazione dev'essere sensibile. Ciò vale ad escludere variazioni di tipo marginale. Il reato richiede, per quanto riguarda l'elemento soggettivo, il dolo generico, anche nella forma più lieve del dolo eventuale.

2. Sent. Cass. N. 54300/2017

In fatto

La sentenza della Corte d'Appello di Milano riformava la pronuncia assolutoria di primo grado del Tribunale di Milano emessa in data 5.7.2013, dichiarando l'imputato

responsabile agli effetti civili del reato di abuso del mercato ex art. 185 TUF, per aver posto in essere una serie di condotte, tra settembre 2007 e luglio 2008, in continuazione tra loro, consistite in artifici e simulazioni di scambi di titoli azionari, attraverso operazioni incrociate di segno opposto, idonee a provocare una sensibile alterazione del prezzo di strumenti finanziari quotati sul mercati telematico azionari di Milano (MTA), fungendo da richiamo per gli altri operatori sull'appetibilità dei titoli di volta in volta fittiziamente scambiati. La sentenza era stata appellata unicamente dalla parte civile CONSOB, e la riforma condannava l'imputato al risarcimento dei danni a favore dell'appellante liquidati in via equitativa in complessivi 50.000 euro, nonché alle spese di giudizio e rappresentanza della costituita parte civile per complessivi 8.000 euro.

L'imputato proponeva ricorso in cassazione, in primis, per violazione di legge e manifesta illogicità della motivazione in relazione alla dichiarazione di responsabilità dell'imputato con condanna dello stesso agli effetti civile, per l'erronea interpretazione dell'art. 185 TUF (e degli artt. 192,530,533,573 e 576 c.p.p.).

Il ricorso lamenta che la sentenza di condanna impugnata abbia superato i dubbi della pronuncia riformata sulla dimostrazione della connessione tra gli scambi ad incrocio contestati e l'incremento potenziale del prezzo dei titoli scambiati fittiziamente, elemento essenziale ad integrare il reato di cui all'art. 185 TUF. Non si sarebbe tenuto conto, inoltre, dell'incidenza delle analoghe condotte poste in essere da altri operatori o di altri fattori riconducibili al mercato. La Corte d'Appello avrebbe ritenuto erroneamente la prova, invece negata dal primo giudice, dell'esistenza di un rapporto causale tra la variazione dei volumi di affari scambiati e l'eventuale, anche solo potenziale, variazione dei prezzi dei titoli oggetto di transazione. In conclusione, il ricorso richiedeva l'annullamento della sentenza impugnata perché, secondo l'interpretazione dominante della giurisprudenza di legittimità, sarebbe inidonea ad esprimere quella forza persuasiva superiore rispetto alla sentenza di primo grado riformata, tale da far venir meno ogni ragionevole dubbio sulla colpevolezza dell'imputato.

Il secondo motivo di ricorso concerne la non risarcibilità del danno alla parte civile in base all'insussistenza del reato, in base alle medesime ragioni di cui al primo motivo.

Il terzo motivo si fonda sulla carenza ed illogicità della motivazione sia con riferimento all'individuazione delle voci di danno risarcibili a titolo di danno patrimoniale, sia in relazione alla determinazione in via equitativa del quantum. Infatti, qualora si ritenesse

legittima la decisione del giudice d'appello, in ogni caso essa sarebbe viziata dall'omessa individuazione delle voci di danno risarcibili, complessivamente motivate facendo riferimento ai costi sostenuti dalla parte civile CONSOB per l'accertamento del reato, inquadrati nell'ambito del danno patrimoniale, dovendo ritenersi illegittima anche la liquidazione di dette voci in via equitativa nella misura di 20.000 euro.

Tale liquidazione sarebbe possibile solo in via del tutto residuale, là dove sia provato che per la parte interessata sia estremamente difficile quantificare il danno nel suo preciso ammontare e qualora detta liquidazione sia supportata da adeguata motivazione, omessa dalla Corte d'Appello.

Sarebbe stata necessaria una motivazione "rinforzata" per liquidare il danno patrimoniale in tale forma garantendo il diritto di difesa sul punto dell'imputato.

Il quarto motivo di ricorso deduce violazione dell'art. 187-undecies TUF ed illogicità della motivazione con riferimento all'individuazione della quota dovuta a titolo di risarcimento del danno in favore della parte civile CONSOB quanto alla lesione all'integrità del mercato (stimata in 30.000 euro).

La citata disposizione normativa indica espressamente gli elementi oggettivi di valutazione ai quali deve rifarsi il giudice nel determinare la riparazione dei danni cagionati dal reato all'integrità del mercato (offensività del fatto, qualità personali del colpevole ed entità del prodotto o del profitto conseguito dal reato), mentre la Corte d'Appello ha erroneamente tenuto conto unicamente, per tale determinazione di risarcimento del danno, dei "proventi presumibilmente" conseguiti dall'imputato.

La memoria scritta presentata da CONSOB ribadisce la correttezza della motivazione di riforma in appello, che non si sarebbe limitata a fornire una propria, diversa valutazione dei fatti, ma avrebbe smentito le asserzioni principali della sentenza assolutoria di primo grado, indicando inoltre l'inammissibilità del ricorso dell'imputato, il quale sarebbe tutto versato in fatto. Le ulteriori ragioni contenute nella memoria contraddicono i motivi presentati dal ricorrente con riguardo soprattutto alla correttezza della liquidazione del danno patrimoniale e non patrimoniale.

In diritto

La Suprema Corte ritiene fondato il primo motivo di ricorso dell'imputato.

Anzitutto, viene richiamato il principio fondamentale in materia di riforma delle sentenze assolutorie per cui non è sufficiente una *“mera e diversa valutazione materiale probatorio già acquisito in primo grado”*, occorrendo, invece, *“una forza persuasiva superiore, tale da far venir meno ogni ragionevole dubbio”*. Il giudice è quindi tenuto ad argomentare circa la configurabilità del diverso apprezzamento come *“l'unico ricostruibile al di là di ogni ragionevole dubbio”*.

La sentenza pone inoltre in rilievo come la condanna presupponga la certezza della colpevolezza, mentre l'assoluzione non presuppone la certezza dell'innocenza, ma la mera non certezza della colpevolezza.

Tali principi valgono anche quando, come nel caso in questione, l'impugnazione sia svolta dalla sola parte civile in relazione alle sole statuizioni civilistiche.

Procede la Corte con l'esposizione di alcune considerazioni di ordine generale in merito al reato di cui all'art. 185 TUF, al fine di comprendere meglio le argomentazioni delle pronunce di primo e secondo grado (che si confrontano sul piano della maggior persuasività) e con ulteriore, specifico riguardo alla necessità, non soddisfatta da parte della sentenza d'appello, della motivazione rafforzata (il giudice di appello avrebbe dovuto delineare le linee portanti del proprio, alternativo, ragionamento probatorio e confutare specificamente i più rilevanti argomenti della motivazione della prima sentenza, dando conto della ragioni della relativa incompletezza o incoerenza, tali da giustificare la riforma del provvedimento impugnato).

Il giudice di legittimità prende poi posizione con riguardo alla qualificazione del reato operata dal giudice di primo grado, confermando il corretto inquadramento ad opera di tale giudice del reato di cui all'art. 185 TUF tra quelli di mera condotta, sottolineando la necessità che, in ogni caso, questa sia realizzata con modalità tali da rendere concreta la possibilità del verificarsi in conseguenza della stessa, di una *“sensibile”* alterazione del prezzo dei titoli, benché tale evento effettivo non sia necessario ai fini della configurabilità del reato. In particolare è da rilevare, come non sarebbe stata raggiunta la prova sufficiente della responsabilità per le condotte in questione, non essendo provata la loro idoneità concreta a determinare un'alterazione del prezzo degli strumenti finanziari *“manipolati”*, mettendo in evidenza l'insufficienza dei dati di mercato ricavabili e, soprattutto, del nesso tra i dati di mercato e l'azione dell'imputato.

A ciò si aggiunge l'incongruenza dei dati complessivamente acquisiti con riguardo all'impatto dei comportamenti professionali dell'imputato: sono stati infatti acquisiti dati che dimostrano la marginale influenza dell'imputato sulla formazione del prezzo di alcuni titoli monitorati (aumento di alcuni titoli monitorati, pur in presenza di una ridotta incidenza percentuale, e, di contro, l'invariabilità del prezzo di altri titoli in determinate giornate, pur rilevandosi una operatività elevata dell'imputato su di essi).

Il Tribunale, in primo grado, aveva pertanto ritenuto insussistente la prova dell'idoneità concreta della condotta dell'imputato a raggiungere lo scopo dell'alterazione del prezzo dei titoli (si ricorda nuovamente che non è richiesto il danno ai fini della sussistenza del reato, trattandosi non di un reato di danno, bensì di un reato di pericolo concreto). La Cassazione conferma l'esattezza di tale argomentazione, svolta dal giudice di primo grado tramite la prognosi *ex ante* di idoneità delle condotte ad alterare sensibilmente il prezzo dei titoli finanziari quotati in borsa. Ciò è infatti in linea con quanto affermato dalla giurisprudenza di legittimità che ha definito la verifica *ex post* sull'effettiva alterazione dei titoli un elemento sintomatico dell'idoneità *ex ante* della condotta a determinare la sensibile alterazione del prezzo dei titoli quotati in borsa, senza che ciò significhi negare la natura di reato di pura condotta della previsione regolatrice dell'abuso di mercato.

La Corte di cassazione annulla quindi la sentenza impugnata con rinvio al giudice civile competente per valore in grado d'appello, rimanendo assorbiti tutti gli altri motivi d'impugnazione.

Bibliografia

F. Annunziata, *La disciplina del mercato mobiliare*, VIII ed., 2015, Giappichelli
G. Marinucci, E. Dolcini, *Manuale di diritto penale*, IV ed., 2012, Giuffrè