

Abusi di mercato: la tradizione statunitense e il confronto con le “soluzioni europee” recepite dall’Italia

(Abstract)

“L’*insider trading* è un attacco al mercato [...] è un virus nella nostra cultura degli affari che deve essere sradicato”. L’*insider trading* “*may reduce market liquidity, cause a widening of spreads, and increase market volatility and also reduce the returns to outsiders since they are trading against better – informed insiders*”.

Gli Stati Uniti conoscono profondamente tale tipo di condotta, tanto da avvertire la necessità di reprimerla già nel 1934 con il *Securities Exchange Act (Rule 10-b)*. E sulla scorta dell’esperienza americana, anche il legislatore italiano, certo in ritardo sulla tabella di marcia, ha sentito l’esigenza di reprimere il fenomeno. Il reato di abuso di informazioni privilegiate, infatti, costituisce, o può costituire, lo strumento attraverso il quale manipolare il mercato, impedendo che lo stesso si autodetermini e che le negoziazioni di titoli avvengano in regime di trasparenza e senza danno per gli investitori. E se, negli Stati Uniti è più chiaro questo rapporto tra abuso di informazioni privilegiate e manipolazione del mercato, nel senso di reprimere l’uno come conseguenza dell’altro, in Italia, invece, i due fenomeni assumono connotazioni decisamente differenti, come se fossero due facce della stessa medaglia, l’abuso di mercato, represso in modo differente e connotate da caratteristiche altrettanto diverse.

In Italia l’*insider trading* è previsto e disciplinato come reato societario, sanzionato sotto un duplice profilo: penale e amministrativo. L’Italia, nel panorama internazionale,

rappresenta un'eccezione nella repressione del fenomeno, nel senso di dare, rispetto alla Direttiva Europea, alla condotta disciplina principalmente penalistica e amministrativa, senza prevedere altrettanti rimedi di diritto civile a protezione degli investitori. Questo perché l'Italia ha cercato di uniformarsi il più possibile al dettato europeo, che, nel 2003, per fermare il fenomeno, ha scelto la disciplina penale perché ritenuta un miglior deterrente alla commissione di tali condotte. La, tentata, armonizzazione comunitaria, però, presenta ancora una serie di problemi soprattutto per ciò che concerne il diritto penale.

Il Testo unico in materia finanziaria (tuf) disciplina, oggi, il reato di abuso di informazioni privilegiate affiancandovi la condotta di manipolazione del mercato e non prende in considerazione, come accennato, rimedi di carattere civilistico, non considerando che gli abusi di mercato hanno non solo rilevanza penale, bensì anche rilevanza civile. Un esempio è proprio il sistema statunitense, il quale prevede una tutela civilistica contro la condotta sanzionata, attraverso l'azione civile, così come avviene nel sistema anglosassone, che lascia ampi poteri alle Corti di emettere atti ingiuntivi nei confronti di colui il quale abbia abusato di informazioni privilegiate in virtù della posizione ricoperta. I sistemi di common law non sono gli unici che forniscono l'esempio di una rilevanza non solo penale dell'*insider trading*. La Francia, per esempio, prevede una serie di rimedi di tipo amministrativo, come la possibilità per l'AMF (Autorité des Marchés Financiers) di impedire all'*insider* di svolgere la professione precedentemente svolta o di irrogare allo stesso una sanzione pecuniaria.

L'Europa ha sentito l'esigenza di emanare, nel 2003, una nuova direttiva comunitaria con lo scopo di uniformare nell'Eurozona la disciplina e la repressione del fenomeno, introducendo la nozione di abuso di mercato.

In Italia i numeri mostrano che nei sei anni precedenti al recepimento della direttiva (2000 – 2005) l'autorità giudiziaria, a fronte di ottantasei casi individuati dalla Consob, aveva condannato complessivamente sette persone (e aveva emesso sentenze di patteggiamento nei confronti di altre sei).

Nei sei anni successivi (2006 – 2011), a fronte di cinquantacinque casi individuati, la Consob ha comminato sanzioni amministrative nei confronti di settantacinque soggetti (nello stesso periodo l'autorità giudiziaria ha condannato nove persone ed ha emesso sentenze di patteggiamento nei confronti di altre tredici). L'ammontare complessivo delle sanzioni amministrative pecuniarie applicate e dei provvedimenti di confisca adottati dalla Consob è stato pari, rispettivamente, a € 53mln e € 69mln.

Nel giugno del 2011 è stato, poi, presentato un regolamento che avrebbe lo scopo di integrare la direttiva del 2003 a seguito dei nuovi casi di *insider trading* e manipolazione che hanno interessato i Paesi dell'Unione.

La valutazione della Consob sul testo proposto dalla Commissione Europea è, nel complesso, favorevole sia perché l'impianto è coerente con quello attualmente in vigore sia perché le finalità della revisione sono condivisibili.

In un mondo come quello odierno, dove la globalizzazione e i mercati "la fanno da padrone", non reprimere la condotta di chi cerca di manipolare il mercato e abusarne, impedendo allo stesso di autoregolarsi o di essere regolato dalla legge, è quanto meno irresponsabile. Il mondo finanziario ha bisogno di certezze, gli investitori ne hanno bisogno. È innegabile, infatti, che i criminali aziendali, come sono stati definiti i colpevoli di *insider trading*, e degli abusi di mercato in genere, siano percepiti come una minaccia dalla società. La tutela giuridica può soltanto mirare a contenere il fenomeno, cercando di imporre regole di comportamento atte a tracciare questa linea di demarcazione molto sottile, quasi come un

complesso di regole etiche rivolte a tutti gli operatori del mercato. Il bene tutelato è, dunque, il corretto funzionamento del mercato, l'integrità del mercato.

Oggi, si ha la chiara impressione che ci si stia rassegnando al fenomeno, come se fosse inevitabile impedire ad un essere umano di arricchirsi a danno degli altri. Durante il mio periodo di studio negli Stati Uniti, parlando con un consulente della SEC mi è stato proprio detto: "è naturale...le persone vogliono arricchirsi e se possono si arricchiscono. Non è tanto un problema etico, è la natura umana e questo prescinde dall'etica. Dobbiamo prenderne atto e cercare di impedire a questi soggetti di perpetrare nella condotta".

Forse, dunque, l'etica non c'entra nulla. Non è più un problema etico, non si tratta di redarguire i gentiluomini che concludono affari, che muovono denaro, che consentono all'economia di svilupparsi.

Il problema è molto più ampio, l'abuso di mercato è diventato la nuova piaga della società, il nuovo mostro da combattere, la nuova condotta da punire per evitare che sia strumento di manipolazione e mezzo di squilibrio tra speculazione ed efficienza del mercato. "Un mercato finanziario integrato ed efficiente non può esistere senza che se ne tuteli l'integrità. Il regolare funzionamento dei mercati mobiliari e la fiducia nel pubblico dei mercati costituiscono fattori essenziali di crescita e di benessere economico. Gli abusi di mercato ledono l'integrità dei mercati finanziari e compromettono la fiducia del pubblico nei valori mobiliari e negli strumenti derivati".

Oggetto della normativa anti – insider deve, allora, essere la repressione dell'abuso di una situazione di superiorità informativa, conseguita attraverso il collegamento privilegiato con la società emittente. Non solo. Si deve anche evitare che la

semplice condotta di chi diffonde notizie false o si serve di artifici per minuire la fiducia degli investitori allo scopo di trarne un vantaggio personale o a favore di terzi.

Recepimento della direttiva comunitaria del 2003, il tuf ha affinato la disciplina dei due comportamenti abusivi, cercando di riflettere la volontà del legislatore comunitario che ha inteso adottare la linea dura per scoraggiare tali comportamenti e imponendo un'armonizzazione comunitaria nei fatti non troppo riuscita. Il legislatore italiano, infatti, si è spesso limitato a riprodurre gli articoli della direttiva, senza sfruttare quel margine di potere che l'Unione ha concesso ai singoli Stati membri di intervenire per migliorare alcuni aspetti delle disposizioni in oggetto, adattandole alle singole legislazioni.

Il problema degli abusi, dunque, riguarda prima di tutto il mercato stesso, e non un qualunque mercato, bensì il mercato dei capitali, il mercato borsistico, le prassi in esso poste in essere, mercato che non è semplice conoscere senza le competenze tecniche proprie di un commercialista esperto in mercati finanziari. Alcune dinamiche che si consumano all'interno di esso sono, infatti, ignare ai più. Questo a dimostrazione del fatto che non un qualunque penalista sarebbe in grado di occuparsi della materia oggetto di studio. Senza tralasciare che il legislatore ha inserito la disciplina degli abusi sul mercato non nel codice penale, bensì nel Testo Unico in materia finanziaria. Certo, non si può non dar conto del fatto che questa tendenza potrebbe divenire prassi laddove la Comunità Europea interverrà, come ha intenzione di fare, inasprendo maggiormente le sanzioni penali, dunque non intervenendo su questioni che, al contrario, necessiterebbero di una maggiore considerazione, come ad esempio la qualificazione del danno e la sua determinazione.

Ci si è focalizzati su argomenti che maggiormente si avvicinano al lavoro che svolgo ogni giorno, cercando, e sperando di esservi riuscita, ad evidenziare le caratteristiche civilistiche del problema, tra cui, the last but not the least, il problema del risarcimento del danno alla Consob, come “custode” dell’integrità del mercato.

Leggendo libri, trattati, monografie emerge sempre lo stesso fattore: cercare un metodo efficiente che renda poco appetibile il ricorso a pratiche abusive. Questo metodo è stato rinvenuto nella sanzione penale, alternata alla sanzione amministrativa, perché considerata l’unica in grado di fungere da deterrente. Secoli e secoli di esperienza ci dicono, invece, che spesso la sanzione penale non raggiunge il risultato sperato. La sua esistenza rappresenta un conforto e un palliativo, necessario, per la società, che spesso, anche e soprattutto, per i problemi legati alla giustizia non riesce a sortire i risultati voluti. Ma il solo fatto che le sanzioni penali esistano crea nella società la sensazione di un “porto sicuro” e la speranza che determinati comportamenti non restino impuniti.

La sanzione penale, però, non basta se non è affiancata da previsioni efficaci in materia di risarcimento. Non è correttamente completata la disciplina se all’applicazione della sanzione penale non si accompagna una chiara disciplina dell’azione di danno. Senza considerare che l’armonizzazione con il diritto comunitario in campo penale è certamente più arduo che in altra materia, perché connotato da principi generali differenti e profondamente radicati in ognuno degli Stati membri.

Dalla ricerca svolta emergono diversi aspetti: i primi riguardano le motivazioni che hanno spinto gli ordinamenti a disciplinare il fenomeno degli abusi di mercato. Se si ricerca la motivazione di fondo della legislazione in materia si può

notare come l'etica, almeno in passato, sia stata uno dei motivi, se non il motivo principale, che ha portato gli ordinamenti, quello americano prima di ogni altro, a reprimere questo tipo di condotte. Ciò traspare anche dall'individuazione del bene che con tali disposizioni il sistema americano, prima, e tutti gli altri ordinamenti, poi, hanno inteso tutelare attraverso la repressione di tali condotte: l'integrità del mercato e la fiducia che in esso ripongono gli investitori, che attraverso gli abusi verrebbero minati.

Diverse sono le condotte rilevanti, sia nell'ambito della condotta di *insider trading*, dove si distingue la vera e propria condotta di trading, da quelle di *tipping* e *tayautage*, ove assume rilevanza la notizia di carattere riservato e preciso e non i semplici *rumors*, che in quanto tali mancherebbero del carattere preciso che si richiede a tale tipo di informazione, e la condotta di manipolazione del mercato, alla cui base sta la diffusione di notizie non veritiere, che si distinguono dalle operazioni simulate o dagli artifici eventualmente utilizzati per diffondere una certa informazione, che ai fini della condanna risultano essere comunque rilevanti. Si è anche sottolineato come, anche nel caso di manipolazione di mercato, la notizia falsa debba assumere la connotazione di un'informazione privilegiata, anche se intesa in accezione differente: deve trattarsi di un'informazione *price sensitivity*, ossia in grado di determinare l'alterazione dei prezzi dei titoli cui si riferisce, che sono negoziati sul mercato dei capitali.

Oltre alla sanzione, penale o amministrativa, questi soggetti sono chiamati anche a risarcire i danni cagionati attraverso la condotta posta in essere, ma oltre che nei confronti della stessa emittente o del soggetto direttamente danneggiato, se individuato, anche nei confronti della Consob, la quale, in virtù del nuovo dettato normativo (art. 187-undecies tuf) può

costituirsi parte civile in un processo per abuso di informazioni privilegiate o manipolazione del mercato. Tutto ciò in quanto, non potendo individuare in un soggetto specifico il mercato, essa è legittimata, in quanto autorità di vigilanza dello stesso, a chiedere il risarcimento per ogni danno che l'integrità del mercato subisce. Il risarcimento, qualificato dalla più autorevole dottrina e dalla giurisprudenza come sanzione di carattere privato, è incassato dalla stessa Commissione e con esso si autofinanzia. Non si comprende la ragione per la quale la Consob sia identificata con il mercato, né il motivo per il quale non si costituisca un fondo destinato nel quale convogliare tali risarcimenti, per utilizzarli a finanziare il mercato stesso. Questo è argomento destinato a lungo a essere dibattuto, crea dissensi e differenti punti di vista.

Preme, comunque, ricordare che molto spesso non è semplice individuare le condotte descritte. La prova è assai difficile, a meno che non si producano in giudizio prove schiaccianti: intercettazioni telefoniche, ambientali, strumenti utilizzati negli ultimi tempi dalla *SEC* per "smascherare" condotte illecite. Forse la più difficile delle prove riguarda proprio l'individuazione dell'informazione privilegiata, la cui definizione crea comunque incertezze: non sempre è, infatti, semplice distinguere tra una notizia vera e propria e semplici voci che ai fini della colpevolezza non rilevano. Inoltre, anche provata la condotta criminosa, risulta difficile determinare il danno, il più delle volte individuato sulla base del profitto raggiunto dal colpevole e calcolato, così, dal giudice secondo equità.