

## MANIPOLAZIONE INFORMATIVA DEL MERCATO E LUOGO DI CONSUMAZIONE DEL REATO

[Note a margine dell'ordinanza del Tribunale di Torino, Sez. IV pen., 30 gennaio 2014](#)

di Attilio Nisco

SOMMARIO: 1. Il caso e la questione. – 2. L'evoluzione giurisprudenziale. – 2.1. La distinzione tra condotta ed evento di pericolo nella giurisprudenza di merito. – 2.2. La ribadita unità di condotta e pericolo (il caso Parmalat). – 2.3. La manipolazione come reato eventualmente permanente e la “diffusione” come condotta recettizia (il caso Antonveneta). – 3. Osservazioni critiche. – 3.1. La manipolazione quale reato di mera condotta. – 3.2. Il ruolo della normativa extrapenale. – 4. La soluzione offerta dal Tribunale di Torino: la rinnovata attenzione per la condotta. – 5. Conclusioni.

### 1. Il caso e la questione

Il caso, da cui l'ordinanza in commento prende le mosse, riguarda la diffusione di notizie relative al bilancio consolidato di Fondiaria-Sai S.p.A. per l'esercizio 2010, che l'accusa asserisce esser falso, in quanto occulterebbe perdite di diverse centinaia di migliaia di euro; diffusione avvenuta – sempre secondo l'ipotesi accusatoria – nell'intento di soddisfare gli obblighi pubblicitari previsti dall'art. 154-ter d.lgs. n. 58 del 1998 (di seguito: T.U.F.), mediante invio col mezzo informativo delle notizie alla *mailing list* dell'emittente<sup>1</sup>.

Agli imputati, nei cui confronti è stato disposto il giudizio immediato ai sensi dell'art. 453, commi 1-bis e 1-ter c.p.p., si contesta il reato di false comunicazioni sociali in danno dei soci (art. 2622 c.c., con l'aggravante del grave nocumento al risparmio di cui al 4° co.), in continuazione con la manipolazione del mercato di tipo “informativo” (art. 185 T.U.F.)<sup>2</sup>; quest'ultimo reato, in quanto più grave, determina la competenza territoriale *ex artt.* 12 e 16 c.p.p.

Le difese degli imputati hanno sollevato eccezione di incompetenza territoriale del Tribunale di Torino, allo scopo di trasferire il processo nel luogo in cui si tiene il mercato borsistico, ossia a Milano. Nel respingere l'eccezione, i Giudici svolgono alcune riflessioni di grande interesse rispetto ad una problematica divenuta oggetto di acceso dibattito<sup>3</sup>.

---

<sup>1</sup> Trib. Torino, ordinanza 30 gennaio 2014, p. 2, 9.

<sup>2</sup> Decreto di giudizio immediato del 15 ottobre 2013 (inedito).

<sup>3</sup> Sul significato della disputa in materia di competenza, si rinvia a F. CONSULICH, *La giustizia e il mercato. Miti e realtà di una tutela penale dell'investimento mobiliare*, Milano, 2010, p. 334 ss.

La questione della competenza territoriale nel delitto di manipolazione è strettamente connessa al ruolo che deve essere assegnato al requisito della concreta idoneità della condotta a provocare una sensibile alterazione del prezzo di strumenti finanziari all'interno della fattispecie. Come noto, solitamente questo requisito è inteso come indice di un reato di pericolo concreto<sup>4</sup>.

In giurisprudenza, tuttavia, si è manifestata la tendenza a fare del pericolo un'entità logicamente e spazialmente distinta dalla condotta di manipolazione, con la conseguenza di situare la consumazione nel luogo in cui potrebbe verificarsi l'effetto "pericoloso", cioè l'alterazione dei prezzi, ravvisabile nella sede della Borsa Valori<sup>5</sup>. L'impostazione, che relegherebbe sistematicamente la competenza territoriale a Milano, sede della Borsa Italiana S.p.A., era stata tempestivamente criticata da autorevole dottrina<sup>6</sup> ed avversata dalla Procura Generale presso la Corte di cassazione<sup>7</sup>.

Nel frattempo, sul tema si è espressa a più riprese la Corte di cassazione, con argomentazioni – se non proprio con esiti – oscillanti e non sempre esenti da critiche<sup>8</sup>.

Conviene esporre sinteticamente i criteri elaborati dalla giurisprudenza e vagliarne la tenuta teorica, per esaminare, alla fine, le motivazioni dell'ordinanza in commento alla luce del complessivo dibattito.

## 2. L'evoluzione giurisprudenziale

Nella giurisprudenza relativa all'individuazione del *locus commissi delicti* della manipolazione informativa (reato, per ciò che qui interessa, omogeneo a quello di "aggiotaggio" previsto dall'art. 2637 c.c., applicabile *ratione temporis* ad alcuni dei fatti oggetto delle pronunce di seguito analizzate), si possono distinguere diverse fasi.

---

<sup>4</sup> Per un primo inquadramento, F. SGUBBI, *La manipolazione del mercato*, in F. SGUBBI-D. FONDAROLI-A. TRIPODI, *Diritto penale del mercato finanziario*, 2<sup>a</sup> ed., Padova, 2013, p. 94 ss. La letteratura sui reati di manipolazione del mercato e di aggiotaggio è notevolmente cresciuta negli ultimi anni. Limitandoci alle più recenti monografie, si segnalano, in ordine cronologico: S. PREZIOSI, *La manipolazione di mercato nella cornice dell'ordinamento comunitario e del diritto penale italiano*, Bari, 2008; F. CONSULICH, *La giustizia e il mercato*, cit.; E. AMATI, *Abusi di mercato e sistema penale*, Torino, 2012 (in particolare, p. 171 ss.); M.B. MAGRO, *Manipolazioni dei mercati finanziari e diritto penale*, Milano, 2012.

<sup>5</sup> *Infra*, §§ 2.1., 2.3.

<sup>6</sup> A. CRESPI, *Aggiotaggio informativo, giurisdizioni "esclusive" e altre curiosità*, in *Riv. soc.*, 2006, p. 698 ss.

<sup>7</sup> Parere reso ai sensi dell'art. 54-quater c.p.p.: v. PROCURATORE GENERALE PRESSO LA CORTE DI CASSAZIONE – Decreto 7 giugno 2006 – P.G. Ciani – Gabetti, in *Cass. pen.*, 2007, p. 2748 ss., con commento di G. MELILLO, *Note in tema di competenza territoriale per il delitto di manipolazione del mercato*, *ivi*, p. 2755 ss.

<sup>8</sup> Ci si riferisce, in particolare, alla recente Cass. sez. II pen., 8 novembre 2012 (dep. 21 marzo 2013), n. 12989 (caso Antonveneta, v. *infra* § 2.3.), pubblicata in *questa Rivista*, 7 aprile 2013, con osservazioni critiche di F. VIGANÒ, [La Cassazione chiude il caso della scalata Antonveneta \(e perde una preziosa occasione per fare un po' di chiarezza sui delitti di aggiotaggio\)](#).

## 2.1. La distinzione tra condotta ed evento di pericolo nella giurisprudenza di merito

Come anticipato, un primo filone giurisprudenziale – affermatosi essenzialmente in sede di merito – ha ravvisato nel pericolo di sortire effetti perturbativi dei prezzi un requisito logicamente scindibile dalla condotta<sup>9</sup>.

Siffatta tesi, inizialmente sostenuta dalla magistratura milanese, si regge su due elementi<sup>10</sup>: per un verso, sulla nozione di “diffusione” quale pubblicazione della notizia falsa ad opera della società di gestione del mercato, Borsa Italiana SpA, con sede a Milano, attraverso il canale *Network Information System* (NIS); per altro verso, sul fatto che, in un reato di pericolo concreto, la condotta si consumerebbe nel momento in cui si concretizza tale pericolo, ossia la possibilità di verifica della sensibile alterazione del prezzo degli strumenti finanziari nella sede della Borsa Valori a Milano<sup>11</sup>.

---

<sup>9</sup> Cfr. L. FOFFANI, voce *Borsa*, in F. Palazzo - C.E. Paliero (a cura di), *Commentario breve alle leggi penali complementari*, 2<sup>a</sup> ed., Padova, 2007, p. 727-728; F. D’ALESSANDRO, *L’aggiotaggio e la manipolazione del mercato*, in L.D. Cerqua (a cura di), *Diritto penale delle società. Profili sostanziali e processuali*, tomo primo, Padova, 2009, p. 954.

<sup>10</sup> Si vedano i provvedimenti richiamati (e criticati) da A. CRESPI, *op. cit.*, p. 699 ss.

<sup>11</sup> In questo senso, Trib. Milano, G.i.p., 26 febbraio 2007, in *Foro ambrosiano*, 2007, p. 96; conformi, tra le altre, Trib. Milano, Ufficio G.i.p., ordinanza 23 maggio 2008, *ivi*, 2008, p. 193 ss.; Trib. Milano, sez. I, sentenza 18 dicembre 2008, *ivi*, 2009, p. 328 ss. (con nota di J. BERTOLINA), nella quale leggiamo: «si ritiene che – ove la diffusione di notizie avvenga attraverso la comunicazione delle stesse alla autorità di borsa (con contestuale invio a Consob), ai sensi dell’articolo 66, regolamento Consob 11971/99 – la divulgazione al pubblico, che consuma il reato di aggiotaggio, abbia luogo solo mediante il contributo ultimo della stessa società di gestione del mercato, dal cui server (Network Information System - NIS) il comunicato viene posto a disposizione della generalità indistinta degli investitori. A tal proposito, si deve tenere presente la condotta costituente il delitto di aggiotaggio consta dalla propalazione, ad un numero indefinito di soggetti, di notizie concretamente idonee a realizzare il pericolo di alterazione del prezzo degli strumenti finanziari. Dunque, pare idonea a consumare il reato solo una condotta che possieda dette caratteristiche; condizione che non sembra potersi dire soddisfatta dal mero invio – da qualunque luogo avvenga – di un comunicato, da parte della società emittente, ai soggetti indicati dal detto articolo 66. Ed infatti, l’inoltro della comunicazione alla Borsa Italiana non innesca una serie automatica e senza controllo, che esita sempre e comunque nella esternalizzazione del contenuto informativo trasmesso, ma rappresenta solo l’avvio di una serie procedimentale, nel corso della quale possono operare interventi (ad es. articolo 2.7.1 del Regolamento dei Mercati Organizzati e Gestiti da Borsa Italiana S.p.a.) che conducono alla posticipazione, ovvero al blocco della comunicazione per ragioni di vigilanza. Tanto è vero che il citato articolo 2.7.1, comma 3, recita che l’emittente può considerare pubblico il comunicato “non appena abbia ricevuto, attraverso il NIS, della sua avvenuta ricezione da parte di almeno due agenzie di stampa”. Allo stesso modo, ove per una qualsiasi ragione il comunicato, pur inviato a Borsa Italiana, non dovesse poi essere portato a conoscenza del pubblico, giammai potrebbe dirsi integrato il reato di aggiotaggio, mancando la condotta stessa di divulgazione. Dunque, parrebbe veramente singolare ancorare la competenza territoriale ad un comportamento che non integra ancora la condotta criminosa, che potrebbe non integrarla mai e che non è tale da consentire alla società emittente di considerare pubblico, ad ogni effetto di legge, il comunicato in questione». In precedenza, Trib. Monza, Ufficio G.i.p., sent. 24 aprile 2006, sempre in *Foro ambrosiano*, 2007, p. 81 ss. (che invoca, tra l’altro, il paragone con la diffamazione a mezzo stampa, che però è in genere considerata reato d’evento). *Contra*, Trib. Milano, sez. I, 3 dicembre 2007 (dep. 7 gennaio 2008), *ivi*, 2008, p. 189, che tuttavia si occupa di manipolazione operativa. Ulteriori richiami in M. SCOLETTA, *Aggiotaggio operativo e competenza territoriale*, in *Le Società*, 3/2013, p. 350 ss.

L'approdo più avanzato della tendenza a scomporre la condotta e il pericolo – senza però investire direttamente la questione della competenza – si deve alla sentenza del Tribunale di Torino sulla vicenda nota come “caso IFIL-FIAT”, relativa ad una manipolazione informativa attribuita ad alcuni amministratori e consulenti operanti nell'ambito del gruppo FIAT<sup>12</sup>.

Sulla base della originale distinzione generale tra pericolo astratto e concreto, alla luce della quale la sola idoneità non sarebbe sufficiente a connotare i reati di pericolo concreto, e della differenza tra illecito penale ed amministrativo di manipolazione, la sentenza citata giungeva ad intendere il pericolo di alterazione dei prezzi come «autonomo elemento essenziale del reato, indispensabile per la sua consumazione che, dunque, si aggiunge alla condotta». La situazione ingenerata dalla condotta sarebbe, con ciò, «un vero e proprio evento naturalistico», suscettibile di verifica processuale sulla base di un accertamento *ex post*, guidato dalla concreta reazione dei mercati<sup>13</sup>.

Ai nostri fini, va solo evidenziato che, come rilevato da alcuni commenti<sup>14</sup>, se tale ricostruzione del Tribunale fosse stata corretta, la competenza avrebbe dovuto coerentemente esser fissata nel luogo di verificazione del presunto evento naturalistico (cioè nella sede degli scambi). La pronuncia, comunque, è stata annullata con rinvio dalla Corte di cassazione<sup>15</sup>, che ha ripreso l'orientamento nel frattempo affermatosi nel caso Parmalat.

## 2.2. La ribadita unità di condotta e pericolo (il caso Parmalat)

La sentenza della Cassazione relativa al filone milanese del caso Parmalat segna, difatti, una svolta<sup>16</sup>.

Il luogo di consumazione delle condotte incriminate, consistenti nella periodica diffusione di notizie false, tramite comunicati stampa e conferenze al mercato, era stato fissato, dai Giudici del merito, in Milano, poiché, posta la natura di reato di mera condotta, «la divulgazione al pubblico, che consuma il reato di aggio, [ha] luogo solo mediante il contributo ultimo della stessa società di gestione del mercato, dal cui *server* (Network Information System - NIS) il comunicato viene posto a disposizione

---

<sup>12</sup> Trib. Torino, ud. 21 dicembre 2010 (dep. 18 marzo 2011), in *Cass. pen.*, 2011, p. 3565 ss., con commento di E. MOLINARO, *Il pericolo concreto della fattispecie di manipolazione del mercato al banco di prova del processo penale*, *ivi*, p. 3584 ss.; in *questa Rivista*, 3 giugno 2011, con commento di D. FALCINELLI, [Il giudice, L'antifrasa e una "Fata morgana": se il tipo del pericolo concreto esprime un'offesa di danno \(di un bene astratto\)](#); in *Giur. comm.*, 2012, con nota di S. PREZIOSI, *Il pericolo come evento e l'abbandono dello schema di accertamento prognostico nei reati di pericolo concreto*, *ivi*, p. 379/II ss.

<sup>13</sup> Trib. Torino, 21 dicembre 2010, *cit.*, p. 3576 ss.

<sup>14</sup> D. FALCINELLI, *op. cit.*, p. 9.

<sup>15</sup> Cass, sez. V, ud. 20 giugno 2012 (dep. 15 ottobre 2012), n. 40393, in *Cass. pen.*, 2013, p. 4623 ss., con osservazioni di V. NOTARGIACOMO.

<sup>16</sup> Per un'analisi complessiva, v. E. AMATI, *Abusi di mercato*, *cit.*, p. 265 ss.

della generalità indistinta degli investitori»<sup>17</sup>. Soluzione in sé non nuova, il cui supporto argomentativo, però, è affinato in sede di legittimità, pur nella consapevolezza che, nel caso concreto, non sarebbe stato comunque possibile stabilire una competenza diversa da Milano.

Infatti, la Corte di cassazione, nel confermare la competenza della sede milanese, specifica che «l'illecito si consuma nel momento stesso in cui la notizia, foriera di scompenso valutativo del titolo, viene comunicata e diffusa e, cioè, esce dalla sfera del soggetto attivo»<sup>18</sup>. Non sarebbe corretto, invece, a parere della Corte, distinguere «il momento dell'invio della notizia rispetto a quello della possibilità della rilevante alterazione del corso dei valori», prendendo in considerazione «un successivo tempo della condotta illecita». Tale soluzione discende dalla struttura del reato in oggetto: di mera condotta, unisussistente, senza evento naturalistico (in specie senza produzione necessaria di un "inganno" nei confronti dei destinatari), bensì fondato sull'«evento giuridico [...] costituito dalla distorsione del gioco della domanda e dell'offerta sul mercato mobiliare, dipendente da situazione volutamente incidente sul corretto processo di formazione dei prezzi», accertabile in base ad una prognosi postuma.

Il criterio individuato si affida all'interpretazione del termine "diffondere": la fuoriuscita della notizia dalla sfera del soggetto attivo in direzione di un numero indeterminato di persone («la platea dei risparmiatori»), con esclusione delle comunicazioni a pochi destinatari o a persone tenute ad obblighi di riservatezza<sup>19</sup>. L'interpretazione è fedele alla struttura della fattispecie come reato di mera condotta.

Va ricordato, del resto, come, nell'annullare con rinvio la sentenza del Tribunale di Torino sul caso IFIL-FIAT<sup>20</sup>, della quale s'è detto in precedenza, la Suprema Corte abbia ripreso la stessa impostazione della sentenza Parmalat, ribadendo che «il delitto di cui alla L. n. 58 del 1998, art. 185 è reato di mera condotta, che si consuma nel momento in cui ha luogo la diffusione della notizia»; di conseguenza, il suo accertamento «richiede che la verifica del requisito di "idoneità" della falsa notizia a produrre gli effetti distorsivi sul mercato finanziario sia attuata, bensì, in termini di concretezza come impone la norma (il che comporta un'analisi della situazione complessiva del mercato), ma abbia comunque il suo riferimento cronologico al momento terminale del comportamento commissivo *sub iudice*: con la

---

<sup>17</sup> [Trib. Milano, 18 dicembre 2008](#), p. 33-34, in *questa Rivista*. Per la decisione di secondo grado, [App. Milano, sez. II, 26 maggio 2010 \(dep. 14 luglio 2010\), n. 4535](#), in *questa Rivista* nonché in *Riv. trim. pen. ec.*, 2010, con nota di P. D'ANELLO, *Torna in scena l'aggiotaggio: il caso Parmalat*, p. 895 ss.

<sup>18</sup> Cass., sez. V, 20 luglio 2011 (ud. 4 maggio 2011), n. 28932, in *Dir. pen. proc.*, 9/2011, p. 1096 ss., con commento adesivo di F. MUCCIARELLI, *Manipolazione informativa: la condotta pericolosa e il luogo di consumazione nella lucida lettura della Cassazione*, *ivi*, p. 1101 ss. Per ulteriori commenti, B. MAGRO, in *Le Società*, 10/2012, p. 1058 ss.; F.M. FRACHETTI, in *Cass. pen.*, 2013, p. 4594 ss.

<sup>19</sup> Per ulteriori delucidazioni, v. F. MUCCIARELLI, *op. ult. cit.*, p. 1102-1103.

<sup>20</sup> La Corte d'Appello di Torino, quale giudice del rinvio, ha poi affermato la responsabilità degli imputati ([App. Torino, 21 febbraio 2013](#), in *questa Rivista*, 24 settembre 2013, con commento di F. MODUGNO - G. SASSAROLI - T. TRINCHERA)

conseguenza per cui l'unico criterio utilmente applicabile è quello della prognosi postuma»<sup>21</sup>.

### 2.3. La manipolazione come reato eventualmente permanente e la "diffusione" come condotta recettizia (il caso Antonveneta)

Con una nuova, importante decisione, resa in occasione del c.d. "caso Antonveneta" (i cui fatti si riferivano ad ipotesi di manipolazione operativa e informativa)<sup>22</sup>, la Suprema Corte è tornata sulla struttura del reato di manipolazione e sulla nozione di "diffusione", rilanciando, di fatto, l'ipotesi di una tendenziale "esclusività" del Foro milanese.

La decisione premette che le plurime condotte manipolative oggetto d'imputazione non si configurino come reato continuato, bensì come «reato eventualmente permanente»<sup>23</sup>, e quindi come unico illecito, nel quale «l'offesa al bene giuridico è fatta durare, in concreto, nel tempo, dall'agente»<sup>24</sup>. Il ricorso a questa categoria dovrebbe far salva la qualificazione della manipolazione come reato di pericolo e, ad un tempo, giustificare, anche qui, un distacco tra condotta e situazione di pericolo.

Tant'è che la stessa sentenza, in un passaggio successivo, si riferisce alla perdurante offesa in termini di «evento di pericolo», alimentato da più condotte, che può durare ed aggravarsi nel tempo. Il risultato consiste, comunque, nel situare la consumazione «nel tempo e nel luogo in cui si concretizza, quale conseguenza della condotta, la rilevante possibilità di verifica della sensibile alterazione del prezzo dello strumento finanziario»<sup>25</sup>, facendo coincidere il luogo con il mercato e con la sede della società che lo gestisce.

Stando a questo criterio, la manipolazione mediante altri artifici si consuma nel «luogo in cui avviene l'abbinamento automatico delle proposte di negoziazione in acquisto e vendita degli strumenti finanziari», coincidente col sistema informatico di Borsa Italiana SpA<sup>26</sup>. Sono al contempo respinti sia il criterio del luogo di invio

---

<sup>21</sup> Cass, 20 giugno 2012, n. 40393, cit.

<sup>22</sup> Per una ricostruzione del caso, partendo dalla decisione di secondo grado, si rinvia a E. AMATI, *Aggiotaggio operativo e scalate bancarie "occulte". Il caso Antonveneta*, in *Le Società*, 12/2012, p. 1341 ss.

<sup>23</sup> In precedenza, la categoria era stata evocata da Cass., sez. I, 15 aprile 2011, n. 26829, in *DeJure*, sul conflitto di competenze nel caso UNIPOL.

<sup>24</sup> Cass. sez. II pen., dep. 21 marzo 2013, n. 12989, cit., p. 85-86.

<sup>25</sup> «[...] non vi è dubbio che l'aggiotaggio si presta ad essere realizzato – come avvenuto nella specie – con plurime attività complessivamente e unitariamente idonee a produrre uno stesso evento di pericolo e questo può perdurare e aggravarsi nel tempo ed assumere così le connotazioni di reato eventualmente permanente.» (*ibidem*, p. 86).

<sup>26</sup> *Ibidem*, p. 90. Si veda anche Cass., sez. V, 8 novembre 2011, n. 4324, in *DeJure*; Cass., sez. V, 4 luglio 2013, n. 51897, sempre in *DeJure* (caso S.S. Lazio). Per una diffusa disamina dei criteri di determinazione della competenza nel caso di manipolazione operativa, si rinvia a E. AMATI, *Abusi*, cit., p. 273 ss.

dell'ordine, fatto proprio da alcune pronunce di merito<sup>27</sup>, sia quello del luogo in cui avviene l'annotazione dell'acquisto sul dossier titoli dell'acquirente da parte dell'intermediario autorizzato, che invece è stato adottato per il reato di abuso di informazioni privilegiate (art. 184 T.U.F.)<sup>28</sup>. Per contro, si assegna rilievo al momento nel quale l'operazione è manifestata al mercato, cogliendo in ciò un'analogia tra manipolazione informativa e operativa, entrambe incentrate sulla necessità che la condotta giunga a conoscenza del mercato, affinché se ne determinino le potenzialità lesive<sup>29</sup>.

Con più specifico riferimento alla manipolazione informativa, la sentenza Antonveneta ne qualifica la condotta come «atto per sua natura recettizio», intendendo, cioè, l'informazione giuridicamente rilevante, solo nella misura in cui sia portata a conoscenza di un destinatario. Ne segue la necessità «che la notizia che si vuol diffondere venga a conoscenza del suo primo destinatario, Borsa Italiana, perché possa parlarsi di diffusione. Diversamente si finisce con l'anticipare il momento della consumazione del reato a quello del compimento di un'attività unilaterale priva di qualsiasi rilievo anche materiale. Non basta, in altre parole, che il comunicato stampa esca dalla sfera di controllo dell'emittente; esso deve, per essere un "comunicato", giungere, cioè, a destinazione». La consumazione, di conseguenza, cade «nel luogo di successiva diffusione al pubblico delle informazioni in grado di incidere nel mercato dei titoli», cioè la sede della Borsa Valori in Milano<sup>30</sup>.

Non può non percepirsi la differenza rispetto all'orientamento espresso nel caso Parmalat: non è sufficiente l'invio della notizia (cioè, nei termini della sentenza Parmalat, l'"uscita dalla sfera del soggetto" che la emette), ma occorre la ricezione da parte della società di gestione, la quale "media" tra invio della notizia e sua comunicazione al pubblico.

### 3. Osservazioni critiche

L'orientamento che tende ad ancorare sistematicamente la consumazione alla sede della Borsa è stato criticato, in dottrina, da almeno due punti di vista: *a)* con riferimento all'interpretazione della norma penale (art. 185 T.U.F.); *b)* con riferimento all'interpretazione della normativa extrapenale richiamata (T.U.F. e regolamenti Consob).

---

<sup>27</sup> V. Trib. Milano, sez. I, 3 dicembre 2007, cit.

<sup>28</sup> Cass, sez. V., 21 gennaio 2009, n. 7769, in *Dir. pen. proc.*, 2/2010, p. 215 (solo massima), con commento di E. RAGNI, *Abuso di informazioni privilegiate, momento consumativo e competenza territoriale*.

<sup>29</sup> Esplicitamente, sul punto, già Cass., sez. V, 8 novembre 2011, n. 4324, cit.: «l'offensività diviene concreta nel momento in cui la condotta si manifesta nel mercato, venendo a conoscenza degli operatori; passaggio fattuale, questo, ineludibile perché il fatto assuma rilevanza penale, risultando effettivamente produttivo di effetti distorsivi sulla valutazione dei titoli (in questo senso, nel caso per questi aspetti analogo dell'aggrottaggio commesso mediante diffusione di notizie false, v. Sez. 5, n. 28932 del 04/05/2011, Tanzi)».

<sup>30</sup> Cass. sez. II pen., dep. 21 marzo 2013, n. 12989, cit., p. 97-98.

### 3.1. La manipolazione quale reato di mera condotta

Rispetto all'interpretazione del reato di manipolazione, qualunque tentativo di ipostatizzare il pericolo come "evento di pericolo" o, in ogni caso, come entità scindibile dalla condotta va incontro ad un ostacolo insuperabile: l'art. 185 T.U.F. configura un reato di mera condotta. In tal senso depone non soltanto la difficoltà teorica, di carattere generale, nel ricostruire un "evento" (in senso naturalistico) nei reati di pericolo (anche se concreto)<sup>31</sup>, ma anche il testo della disposizione incriminatrice, che non contempla riferimenti ad eventi intermedi o finali, ed anzi si avvale di una dizione ("idoneità") che altrove, nel nostro ordinamento, designa senz'altro un attributo della condotta (art. 56 c.p.)<sup>32</sup>.

Si consideri, inoltre, che il potenziale risultato lesivo della condotta, ovvero l'alterazione dei prezzi, non è disapprovato come tale (posto che un mutamento dei prezzi è conseguenza naturale degli scambi), ma solo perché connesso ad una condotta decettiva: sì che, come evidenziato da illustre dottrina, «quello che si presenta come evento (di pericolo) si rivela in realtà come uno pseudo-evento, mera amplificazione verbale della sola condotta, che nella condotta si dissolve»<sup>33</sup>. Per di più, il carattere illecito della condotta non è dato soltanto da un confronto con la realtà, ma piuttosto da un'asserzione ipotetica, inerente alla probabilità che l'informazione sia giudicata rilevante da un investitore ragionevole: probabilità che si verifica – come vuole la giurisprudenza – anche se la notizia è già nota al mercato<sup>34</sup>.

---

<sup>31</sup> Per la critica alle teorie (tedesche) che assimilano il pericolo concreto ad un evento in senso tecnico, si rinvia a F. ANGIONI, *Il pericolo concreto come elemento della fattispecie penale*, vol. I, Sassari, 1981, p. 21 ss.; ID., *op. cit.*, 2ª ed., Milano, 1994, p. 15 ss.; M. PARODI-GIUSINO, *I reati di pericolo tra dogmatica e politica criminale*, Milano, 1990, p. 178 ss.; F. D'ALESSANDRO, *Pericolo astratto e limiti soglia. Le promesse non mantenute del diritto penale*, Milano, 2012, p. 19 ss. In Germania, invece, è tuttora prevalente la tesi che considera il pericolo concreto come evento (cfr. K. ROXIN, *Strafrecht*, AT, I., 4. Aufl., München, 2006, p. 423), benché alla luce di distinte accezioni del termine "evento". Non mancano opinioni diverse, anche se isolate (degni di nota quella di H. KORIATH, *Zum Streit um die Gefährdungsdelikte*, in GA, 2001, p. 58 ss., con stimolanti considerazioni). Ben presenti sono, inoltre, i problemi di localizzazione dell'evento di pericolo (in sintesi, e con ulteriori richiami, H. SATZGER, § 9, in H. Satzger - W. Schluckebier - G. Widmaier (Hrsg.), *StGB-Kommentar*, 2. Aufl., Köln, 2014, p. 58; per i problemi relativi all'individuazione di un evento nei reati costruiti attorno al requisito dell'idoneità, v. i richiami nella nota successiva).

<sup>32</sup> Per completezza rispetto a quanto detto *supra* (nota 31), bisogna aggiungere che, anche secondo la dottrina tedesca (ed alla luce del dato positivo al quale essa lavora), la classificazione delle fattispecie nelle quali si richiede l'"idoneità" della condotta come altrettanti reati ad evento non è del tutto scontata (cfr. H. KUDLICH, *Anmerkung - BGH, Urt. v. 12.12.2000* - in StV, 2001, p. 398-399; M. BÖSE, § 9, in U. Kindhäuser - U. Neumann - H.-U. Paeffgen (Hrsg.), *Nomos Kommentar - StGB*, Band 1, 4. Aufl., Baden-Baden, 2013, p. 406).

<sup>33</sup> C.E. PALIERO, *Nuove prospettive degli abusi di mercato?*, in AA.VV., *La crisi finanziaria: banche, regolatori, sanzioni*, Atti del Convegno a cura del Centro Nazionale di Prevenzione e Difesa Sociale, Milano, 2010, p. 65-66.

<sup>34</sup> Cfr. Cass., sez. V, 20 luglio 2011, n. 28932, cit., alla quale si rinvia per ulteriori precisazioni sul parametro dell'investitore ragionevole.

A ragione, dunque, salvo una lettura che v'intravede i connotati di un evento in senso naturalistico<sup>35</sup>, la dottrina prevalente ritiene che l'idoneità ad alterare i prezzi non abbia evidenza esterna alla condotta, ma rappresenti un giudizio da effettuare sulla stessa, in concreto, cioè con riferimento a tutte le circostanze del fatto, e sulla base di una prognosi postuma<sup>36</sup>. Che poi, nella prassi, gli effetti concreti della condotta possano assurgere a parametro di correzione o controllo di detta prognosi<sup>37</sup>, dipende dall'intrinseca difficoltà epistemologica dell'accertamento: ma la struttura del tipo non può esserne intaccata<sup>38</sup>; tanto meno la selezione del foro, che tra l'altro può basarsi solo su elementi conoscibili prima di un compiuto accertamento.

Il riferimento alla presunta natura di reato eventualmente permanente dell'aggiotaggio non muta i termini della questione.

Si definisce "eventualmente permanente" quel reato la cui realizzazione non esige il perdurare dell'offesa; e tuttavia, ove in concreto si riscontrasse un'offesa durevole, quest'ultima non darebbe luogo a più reati<sup>39</sup>. La figura non gode certo del favore della dottrina più recente, se non altro perché non se ne vede l'utilità, essendo costanza e ripetitività dell'offesa contingenze prospettabili quasi per ogni ipotesi di reato<sup>40</sup>. Soprattutto, l'inquadramento della manipolazione come reato eventualmente permanente non aiuta a far chiarezza sul problema del *locus commissi delicti*.

L'art. 8 c.p.p. dà rilievo, in ogni caso (anche nel caso di reati necessariamente – ovvero autenticamente – permanenti), all'inizio della consumazione<sup>41</sup>. Seppur le si riunisse in una contingente permanenza, le plurime condotte manipolative dovrebbero esser giudicate nel luogo dove si consuma la prima di esse, e non in quello nel quale si

---

<sup>35</sup> S. PREZIOSI, *loc. ult cit.*

<sup>36</sup> In tal senso, muovendo dalla questione della competenza territoriale, E. MOLINARO, *op. cit.*, p. 3588 s.; F. VIGANÒ, *op. cit.* e, in precedenza, A. CRESPI, *op. cit.*, p. 703 ss.

<sup>37</sup> Come rilevato già da S. SEMINARA, *L'aggiotaggio (art. 2637)*, in A. Giarda - S. Seminara (a cura di), *I nuovi reati societari: diritto e processo*, Padova, 2002, p. 558. Rispetto all'art. 185 T.U.F., in luogo di molti, v. M.B. MAGRO, *Manipolazioni*, cit., p. 251 ss.

<sup>38</sup> Per alcune acute riflessioni sul punto, F. CONSULICH, *Manipolazione del mercato e disorientamenti dogmatici: tra eventi di pericolo e pericolo di eventi*, in *Le Società*, 7/2011, p. 823 ss.; D. FALCINELLI, *op. cit.*, 14 ss., la quale dà conto della terminologia impiegata dall'art. 185 T.U.F., che affianca "idoneità" e "concretezza", in questi termini: «l'idoneità della condotta (nel caso, di divulgazione) ad innescare un simile effetto distorsivo deve essere accertata in concreto ed *ex ante* al pari di quanto dedotto dal comma 1 dell'art. 56 c.p.; vero è, ancora, che la pericolosità della manipolazione del mercato – come capacità di effettiva distorsione dei prezzi di mercato – deve essere appurata in concreto ed *ex post*». Sulle discrasie che possono verificarsi tra idoneità *ex ante* ed effetti *ex post* riscontrabili sul mercato, si veda, altresì, Cass., sez. V, 27 settembre 2013, n. 4619, in *DeJure*.

<sup>39</sup> Cfr. V. MANZINI, *Trattato di diritto penale italiano*, vol. I, 5ª ed. agg. da P. Nuvolone e G.D. Pisapia, Torino, 1981, p. 703-704; F. ANTOLISEI, *Manuale di diritto penale. Parte generale*, 15ª ed. aggiornata e integrata da L. CONTI, Milano, 2000, p. 266.

<sup>40</sup> G. FIANDACA - E. MUSCO, *Diritto penale, parte generale*, 5ª ed., Bologna, 2007, F. MANTOVANI, *Diritto penale, parte generale*, 8ª ed., Padova, 2013, p. 440. Critiche all'alternativa tra reato "eventualmente" o "necessariamente" permanente, si rinvencono già in A. PECORARO-ALBANI, *Del reato permanente*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 1960 p. 419 ss.; più di recente, R. BARTOLI, *Sulla struttura del reato permanente*, *ivi*, 2001, p. 160

<sup>41</sup> Per tutti, M. DANIELE, *art. 8*, in A. Giarda - G. Spangher (a cura di), *Codice di procedura penale commentato*, Tomo I, 4ª ed., Milano, 2010, p. 268 ss.

perpetua una presunta comune offesa – *rectius*: messa in pericolo – del bene protetto, che altro non è, nell'impostazione qui criticata, se non un altro modo per separare cronologicamente le condotte dal pericolo, ingigantendo quest'ultimo sino alla dimensione di un'offesa che, siccome durevole, parrebbe trascendere ogni singolo episodio manipolativo.

### 3.2. Il ruolo della normativa extrapenale

Quanto alla normativa extrapenale, va detto che l'orientamento che considera la diffusione di informazioni atto recettizio, si è esposto alla critica di eccessiva enfattizzazione del ruolo della società di gestione nel meccanismo di diffusione delle informazioni rilevanti per il mercato. Alla società di gestione non era (e non è) attribuito alcun potere discrezionale sul contenuto delle informazioni comunicate, in virtù del quale se ne possa interrompere il flusso; semmai, ai sensi dell'art. 2.7.1. del Regolamento dei Mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana SpA (nella versione vigente all'epoca delle prime pronunce tendenti ad accentrare la competenza su Milano<sup>42</sup>, così come nella versione attuale<sup>43</sup>), la società di gestione può ritardare (non bloccare) il corso delle informazioni alla luce della situazione del mercato (non del contenuto dei comunicati)<sup>44</sup>.

Altra parte della dottrina – pur nell'ambito di una posizione critica nei confronti di una giurisdizione "esclusiva" di Milano – ritiene, invece, che l'effettiva conoscenza della notizia, da parte della società di gestione o dell'autorità di vigilanza, sia requisito di fattispecie e identifichi il momento consumativo della manipolazione informativa<sup>45</sup>.

Per vero, la questione va affrontata premettendo che la comunicazione regolamentata dal T.U.F. non è la sola modalità di realizzazione della condotta di diffusione. Inoltre, l'attuale disciplina regolamentare, che dà attuazione agli obblighi di informazioni regolamentate (art. 113-ter T.U.F.) e di comunicazione al pubblico (art. 114 T.U.F.), non autorizza alcun automatismo rispetto al momento ed al luogo della commissione del reato di manipolazione informativa. A seguito di modifiche al Regolamento emittenti, risalenti al 1° aprile 2009, tali informazioni possono essere comunicate tramite agenzia di stampa, mediante sito internet dello stesso emittente oppure avvalendosi di un sistema di diffusione elettronica delle informazioni, autorizzato dalla Consob ed amministrato da soggetti terzi rispetto all'emittente (c.d.

---

<sup>42</sup> Ad es., Trib. Milano, 18 dicembre 2008 cit. (v. lo stralcio riportato *supra*, nota 11).

<sup>43</sup> Ci si riferisce al Regolamento deliberato dal Consiglio di Amministrazione di Borsa Italiana del 9 dicembre 2013 e approvato dalla Consob con delibera n. 18764 del 22 gennaio 2014, in vigore dal 3 marzo 2014, disponibile sul sito [www.borsaitaliana.it](http://www.borsaitaliana.it).

<sup>44</sup> Così, alla luce della vecchia formulazione del regolamento, A. CRESPI, *op. cit.*, p. 700-703.

<sup>45</sup> F. CONSULICH, *La giustizia e il mercato*, cit., p. 343-348; C.E. PALIERO, *op. cit.*, p. 68.

SDIR)<sup>46</sup>. La competenza territoriale, in caso di manipolazione realizzata tramite questi canali informativi, varia quindi in ragione del mezzo mediatico prescelto<sup>47</sup>.

Come criterio generale dovrebbe valere il luogo dell'invio del comunicato<sup>48</sup>, vale a dire della messa a disposizione del pubblico dell'informazione, e non per forza il luogo in cui questa sia anche conosciuta da uno o più destinatari, anche se istituzionalmente coinvolti nella successiva pubblicazione. Nel caso affrontato dall'ordinanza torinese da cui prendono spunto le presenti riflessioni, si è applicato esattamente tale criterio, come ora diremo.

#### **4. La soluzione offerta dal Tribunale di Torino: la rinnovata attenzione per la condotta**

L'ordinanza del Tribunale di Torino si discosta in più punti dall'ultimo orientamento della Cassazione, espresso nel caso Antonveneta.

Essa muove dalla qualificazione della manipolazione informativa come reato a forma libera, dal momento che, per la sua realizzazione, non è indispensabile che la notizia sia comunicata nei modi "istituzionali" previsti dal T.U.F.; bastando ad integrare la condotta di diffusione anche l'invio con mezzo informatico alla *mailing list* della emittente, come prospettato dall'accusa nel caso in esame (pag. 2).

Quindi, l'ordinanza stabilisce che il luogo di consumazione del reato debba coincidere con il luogo del «primo momento diffusivo» della notizia, e ciò anche in presenza di plurime propalazioni ed a prescindere dallo schema entro il quale tale pluralità sia ricondotto (reato continuato o reato eventualmente permanente) (pag. 3).

Ecco che, tra le diverse soluzioni prospettate in giurisprudenza, l'ordinanza opta per quella che emancipa il luogo di commissione del reato dalla sede degli scambi: «Diversamente opinando – scrivono i Giudici – si finirebbe per conferire surrettiziamente al reato che ne occupa la natura di reato di evento intendendosi per tale non già la sensibile alterazione del prezzo degli strumenti finanziari interessati (il cui verificarsi non è pacificamente necessario) ma la realizzazione effettiva dello stato di pericolo di scoppio valutativo quale circostanza storica esterna alla condotta [...]» (pag. 4-5).

---

<sup>46</sup> Cfr. artt. 65 ss. del Regolamento Consob 11971/1999 (c.d. Regolamento emittenti, nella versione più aggiornata, consultabile in [www.consob.it](http://www.consob.it)); in particolare, per la definizione dello SDIR, v. art. 65, co. 1° lett. g.

<sup>47</sup> I potenziali effetti di questa disciplina sulla competenza territoriale sono evidenziati da F. CONSULICH, *La giustizia*, cit., p. 347; E. AMATI, *Abusi*, cit., p. 272-273.

<sup>48</sup> «Invio del comunicato e momento consumativo del reato coincidono dunque perfettamente: che è poi l'epilogo tipico dei reati di mera condotta» (A. CRESPI, *op. cit.*, p. 700). Cfr. anche F. MUCCIARELLI, *art. 185*, in M. Fratini - G. Gasparri (a cura di), *Il testo unico della finanza*, tomo III, Torino, 2012, p. 2396. Diversamente, G. MELILLO, *op. loc. cit.*

In ultimo, i Giudici si discostano dalla tesi che, ai fini della fissazione della competenza territoriale, ritiene la natura recettizia della comunicazione un requisito essenziale della condotta di diffusione.

Più che la «concreta presa di conoscenza, da parte dei terzi, della notizia incriminata», la consumazione del reato richiede, a parere dei Giudici, una «idonea “messa a disposizione” [della notizia] di una pluralità di destinatari». Sul punto, ci si rifà, da un lato, all’insegnamento della Cassazione sul caso Parmalat, che come detto esclude la penale rilevanza di comunicazioni intraorganiche o, comunque, non rivolte ad un’ampia cerchia di destinatari; dall’altro lato, al già citato Decreto del Procuratore Generale della Corte di Cassazione, nella parte in cui esso, ai fini della consumazione, valorizza il momento ed il luogo della immissione di un comunicato nel sistema telematico, mediante digitazione del relativo comando, effettuando un paragone tra manipolazione e pornografia minorile in via telematica (art. 600-ter, co. 3° c.p.)<sup>49</sup>.

Applicando tali criteri al caso in esame, il Tribunale ritiene che l’ipotizzata manipolazione si sia consumata al momento dell’invio, avvenuto a Torino, del comunicato incriminato alla *mailing list* dell’ufficio relazioni con gli investitori della società emittente. Tale invio, nella ricostruzione temporale dei fatti operata dai Giudici, sarebbe stato successivo all’immissione del comunicato incriminato nel NIS (avvenuta, per altro, in una sede societaria diversa da Torino), ma costituirebbe comunque «la prima condotta davvero idonea alla diffusione al pubblico delle notizie decettive» (pag. 10-12).

## 5. Conclusioni

Lo sforzo argomentativo profuso dai Giudici torinesi, al di là della valutazione in fatto degli elementi a disposizione del collegio – sulla quale, evidentemente, non è possibile esprimere un giudizio –, risulta apprezzabile da almeno due punti di vista. Per un verso, per il rispetto tributato dalla motivazione alla struttura della fattispecie di manipolazione informativa, e quindi al dato positivo. Per altro verso, per la difesa autonomia dell’esegesi penalistica innanzi al peso, spesso eccessivo, assegnato in questa materia alla disciplina extrapenale del mercato (che pure, inevitabilmente, può interferire col tipo), o forse, sarebbe meglio dire, ad una certa interpretazione delle norme extrapenali, anche di rango sublegislativo.

Resta un’ultima considerazione, di carattere generale, sulla problematica sin qui ricostruita.

È stato rilevato che il reato di manipolazione del mercato presenta tutti gli inconvenienti inerenti alla localizzazione di condotte commesse mediante strumenti informatici; richiamando, a riprova di ciò, la tesi, affacciata dalle difese in alcuni procedimenti per manipolazione, ma puntualmente respinta dai Giudici, che il reato in

---

<sup>49</sup> Decreto 7 giugno 2006, cit., p. 2754.

questione (nella sua variante operativa) si consumi all'estero, dal momento che la piattaforma informatica su cui opera Borsa Italiana si è trasferita a Londra<sup>50</sup>.

In realtà, la localizzazione del fatto è resa problematica da diversi fattori, che accentuano la volatilità della condotta, al di là delle concrete modalità con le quali questa è posta in essere. A cominciare dallo scenario: il mercato finanziario non è affatto un luogo fisico o l'ufficio di una società<sup>51</sup>, bensì un tipico «luogo giuridico»<sup>52</sup>, ovvero un *sistema* dotato di requisiti propri e di autonoma organizzazione giuridica<sup>53</sup>. Più che comprensibile, allora, lo smarrimento dell'interprete, e degna di attenzione la proposta di rimettere la questione della competenza nelle mani del legislatore<sup>54</sup>.

---

<sup>50</sup> Cfr. E. AMATI, *Aggiotaggio*, cit., p. 1349-1351. Da ultima, v. Cass., 4 luglio 2013, n. 51897, cit.

<sup>51</sup> Per un riferimento spaziale agli uffici della borsa valori, al cui interno si paleserebbe l'idoneità decettiva dell'informazione falsa, v., invece, Cass., 21 marzo 2013, n. 12989, cit., p. 100.

<sup>52</sup> Cfr. N. IRTI, *Il carattere politico-giuridico del mercato*, in *Riv. int. filosofia dir.*, 2004, p. 1 ss.

<sup>53</sup> Il termine "sistema" è utilizzato dalla definizione di "mercato regolamentato", fornita dall'art. 1, lett. w-ter T.U.F. in attuazione dell'art. 4 Direttiva 2004/39/CE (MIFID). Per alcune precisazioni sui requisiti di un mercato regolamentato, in rapporto all'applicazione del reato di manipolazione (nel caso in specie nell'ordinamento romeno), v. Corte di Giustizia dell'Unione Europea, 20 marzo 2012, causa C-248/11. In generale, sulla tendenza, manifestatasi nella giurisprudenza penale, a considerare il mercato un luogo fisico, cfr. F. CONSULICH, *La giustizia*, cit. p. 336 ss. Muovendo dall'astrattezza del mercato come bene giuridico, v. anche D. FALCINELLI, *op. cit.*, p. 1-2.

<sup>54</sup> Con riferimento all'aggiotaggio operativo, E. AMATI, *op. ult. cit.*, p. 1351.