amministrativ@mente

Rivista di diritto amministrativo

Pubblicata in internet all'indirizzo www.amministrativamente.com

Diretta da
Gennaro Terracciano, Piero Bontadini, Stefano Toschei,
Mauro Orefice e Domenico Mutino

Direttore Responsabile
Marco Cardilli

Coordinamento
Valerio Sarcone

FASCICOLO N. 7-8/2013

estratto

Registrata nel registro della stampa del Tribunale di Roma al n. 16/2009
ISSN 2036-7821

 ISSN 2036-7821

Comitato scientifico

Bonfiglio Salvatore, Carloni Enrico, Castiello Francesco, Cittadino Caterina, D'Alessio Gianfranco, Di Pace Ruggiero, Gagliarducci Francesca, Gardini Gianluca, Gattamelata Stefano, Greco Maurizio, Laurini Giancarlo, Liccardo Gaetano, Mari Angelo, Marini Francesco, Mastrandrea Gerardo, Matera Pierluigi, Merloni Francesco, Palamara Luca, Palma Giuseppe, Panzironi Germana, Patroni Griffi Filippo, Piazza Angelo, Pioggia Alessandra, Puliat Helene, Realfonzo Umberto, Schioppa Vincenzo, Sciascia Michel, Sestini Raffaello, Spagnoletti Leonardo, Staglianò Giuseppe, Storto Alfredo, Titomanlio Federico, Tomassetti Alessandro, Uricchio Antonio, Volpe Italo.

Comitato di redazione

Laura Albano, Sonia Albertosi, Federica Angeli, Daniela Bolognino, Caterina Bova, Silvia Carosini, Sergio Contessa, Marco Coviello, Ambrogio De Siano, Federico Dinelli, Francesca Romana Feleppa, Luigi Ferrara, Fortunato Gambardella, Flavio Genghi, Concetta Giunta, Giuliano Gruner, Laura Lamberti, Laura Letizia, Roberto Marotti, Masimo Pellingra, Benedetto Ponti, Carlo Rizzo, Francesco Rota, Stenio Salzano, Ferruccio Sbarbaro, Francesco Soluri, Marco Tartaglione, Stefania Terracciano, Manuela Veronelli, Angelo Vitale, Virginio Vitullo.

Le prassi di mercato ammesse Accepted market practices (AMPS): legittimità e sovranità popolare nella tutela penale del mercato

di Cristiana Panebianco

All'interno della fattispecie del reato di *insider trading* emerge una zona franca, esente da illiceità o, per lo più, resa tale dalla Direttiva madre in tema di manipolazione finanziaria ossia la *Directive Market Abuse* n. 2003/6/CE.

Talune operazioni ovvero ordini di compravendita che "*forniscano informazioni false o fuorvianti in relazione all'offerta, al prezzo, alla domanda di strumenti finanziari nonché le operazioni di compravendita che consentano tramite l'azione di una o più persone che agiscano in collaborazione tra di loro, la fissazione di un prezzo di mercato di uno o più strumento finanziari ad un livello anormale oppure artificiale, costituiscono la fattispecie di manipolazione di mercato, a meno che si dia prova che le suddette condotte siano realizzate sulla base di motivazioni legittime ed in conformità alle prassi di mercato ammesse sul mercato regolamentato in oggetto*."

Questa la definizione testuale dell'articolo 1 della direttiva in parola che, chiaramente, esplicita la possibilità di realizzare una area esente da antigiuridicità pur in presenza di oggettivi elementi illeciti per la prima volta, tracci un solco intorno al fenomeno insider.

Il fattore discriminante, dunque, risiederebbe nella presenza di prassi, ovvero di comportamenti atti a ripetersi nel tempo tanto da radicarsi nella realtà socioeconomica relativa.

In massima sintesi, colui che compia un ordine di compravendita, sostanzialmente idoneo a determinare una schietta manipolazione del mercato finanziario in cui quell'ordine avviene, potrebbe perchè a ciò facultato, inequivocabilmente, dalla stessa direttiva, dichiarare che le motivazioni sottese al compimento dell'operazione sono legittime perchè conformi alla prassi – meglio, al suo contenuto – ammessa in quel mercato.

La prassi ammessa ed i suoi elementi diventano, *ipso iure*, il testo "normativo" in base al quale determinare o meno l'esistenza di una manipolazione finanziaria: è instaurato, quindi, un rapporto di genus a species tra il contenuto della prassi e il comportamento dell'uomo, fraudolento solo in potenza.

Da un lato, infatti, è obbligatoria la presenza della prassi affinchè quel comportamento sia lecito ma, dall'altro lato, è necessario che quel comportamento sia azionato sulla scia di motivazioni legittime.

E' di intuitiva evidenza che il contenuto di una prassi sia agevole da cogliere: vedremo nel prosieguo come la Direttiva siasi premurata di stabilire dei factors, degli standards in merito al contenuto ma, circa la legittimità dei motivi, non abbiamo alcun riferimento.

Infatti, tale legittimità non è stata esplicitata né dalla normativa comunitaria né da fonti del diritto interno.
La normativa comunitaria in parola offre, una breve definizione di prassi ammesse e, apostrofandola come nuova, per la disciplina nazionale, la descrive come quella prassi di cui è "*ragionevole attendersi l'esistenza nei mercati*" e che viene ammessa dalle autorità competenti, in conformità alle linee guida indicate dalla Commissione europea.
Rimane compito dell'Autorità competente autoctona (in Italia la Consob, in Spagna la CNVM – *Comision Nacional del Mercado de Valores*; in Francia l'HFM – *Autorité des Marchés Financiers*; etc. …) tenere conto della specifica lista -non esaustiva- dei criteri indicati che, laddove rispettati, realizzerebbero l' "ammissibilità" della prassi.
Nel dettaglio, si tratta dei seguenti elementi:
a) "la necessità di salvaguardare il gioco di forza all'interno del Mercato e la regolare interazione tra domanda e offerta";
b) "il livello di impatto della prassi in questione sulla liquidità e sull'efficienza del mercato";
c) "il grado in cui la prassi in questione tiene conto del meccanismo di negoziazione sul mercato interessato e permette ai partecipanti di reagire prontamente e di adeguarsi alla nuova situazione creata dalla prassi stessa";
d) "il rischio inerente alla prassi in questione per l'integrità dei mercati direttamente o indirettamente connessi, regolamentata o no, su cui si è negoziato lo stesso strumento finanziario in tutta la Comunità".
Facile comprendere, dalla lettura di tali "*factors,*"come la direttiva in oggetto presenta un contenuto altamente cogente e finalizzato a realizzare, nel concreto, un controllo capillare della medesima prassi e solo se tale controllo risultasse positivo, la suddetta può dirsi ammessa.
Tuttavia, una direttiva in tematica successiva, la n. 2004/72/CE individua, segnatamente nell'articolo 3, le modalità attraverso cui ogni Stato membro, a mezzo della specifica Autorità nazionale competente, deve attenersi in fase di definizione della procedura di ammissione della prassi in oggetto.
In sostanza, una cosa è definire normativamente la prassi ammessa e, in tal modo, stabilendo il contenuto minimo e indefettibile, decretarne la nascita; altra cosa è la definizione di quella procedura, *rectius* l'iter procedurale, idonea ad ammettere la prassi, ad opera di ogni Stato membro.
In linea generale, le competenti autorità nazionale dovrebbero consultare – a seconda del caso – organismi, quali: i rappresentanti degli emittenti, i prestatori dei servizi finanziari, dei consumatori, nonché le altre autorità presenti sul mercato.
Nel nostro Paese, l'Autorità nazionale competente è la CONSOB così come evidenziato, anche nell'art. 180 lett. c), TUF.
La CONSOB definisce la prassi ammessa, oltre che in funzione della loro ragionevolezza ("*prassi di cui è ragionevole attendersi l'esistenza*"), anche in funzione del ruolo che la CONSOB medesima, nella veste di autorità regolatoria è chiamata a svolgere e, dunque, individuare la prassi ammessa in conformità delle disposizioni DMA e, ovviamente, in conformità alle disposizioni di attuazione di cui alla Direttiva 2004/72/CE.
Tale attività realizza la realizzazione di fattispecie *rectius* prassi "ad integrazione progressiva" come evidenzia, anche, l'articolo 180, lettera c) del Testo Unico.
Possiamo dire che la decisione sull'ammissibilità della prassi ovvero sulle sue liceità, è rimessa alla discrezionalità dell'autorità nazionale che decide di riconoscerla, dipendentemente dalle caratteristiche specifiche del mercato nazionale considerato.
Senza tale "ratifica" la prassi è nulla, totalmente inefficace nel dispiegare i suoi effetti.
Essa deve essere resa pubblica, deve essere, compiutamente, descritta e inviata al CESR che ha l'obbligo di pubblicarla sul proprio sito web,

secondo il formato prestabilito e pubblicato nel *FIRST SET OF CESR*.
La pubblicazione della decisione deve contenere la descrizione degli elementi che hanno condotto all'ammissione di quella prassi giacchè laddove quella medesima prassi non fosse stata ammessa negli altri Stati membri UE, verrebbe a determinarsi una forte discrasia.
Che sia l'Autorità competente a decidere le vicende della prassi di mercato e non il giudice nazionale, è di facile comprensione: addentrarsi in tale materia poteva essere compito soltanto di un organo "vicino" alla materia anche se ciò può sembrare uno scardinamento delle competenze dettate in conseguenza dell'interpretazione dell'articolo 11 della Carta Costituzionale.
Dobbiamo rilevare l'esistenza di numerosi casi di tali disomogeneità, dunque di una differente "legiferazione" di ciascun Stato membro con la conseguenza che i mercati finanziari europei risultano esposti ad una forte vulnerabilità proprio a causa di queste marcate differenze al loro interno.
Infatti, nonostante la dichiarata finalità di uniformare e ravvicinare gli ordinamenti dei Paesi membri – scopo che, lo ricordiamo, riflette l'intero impianto delle DMA 2003/6/CE, il meccanismo di riconoscimento delle prassi appare poco oleato e mostra, incontrovertibilmente, un livello debole di cooperazione tra i regolatori nazionali.
L'esigenza di armonizzazione è forte ma, all'oggi, non sembra affidata a strumenti specifici ed efficaci.
Problema non da poco conto se consideriamo che l'articolo 182, primo comma, TUF, conformemente all'articolo 10, DMA, stabilisce che i reati e gli illeciti amministrativi previsti dal titolo 1-bis ovvero l'abuso di informazioni privilegiate e la manipolazione sono punibili dalla legge italiana anche se commessi all'estero qualora abbiano ad oggetto strumenti finanziari ammessi o, per i quali sia stata richiesta l'ammissione, alla negoziazione in un mercato regolamentato italiano.
Il tema delle *AMPS* appare della massima importanza perché attraverso di essa, non soltanto riusciamo ad individuare e così, ad enucleare il contenuto definito delle cause di esenzione da responsabilità, ma anche possiamo osservare, in virtù dei riverberi straordinariamente importanti delle medesime, la struttura della fattispecie illecita con maggiore accuratezza.
Ricapitolando: se esaminiamo i requisiti dettati dalla normativa comunitaria in afferenza alle prassi ammesse, possiamo, agevolmente, scorgerne il nucleo fondamentale così sintetizzabile: trasparenza, garanzia dell'interazione tra domanda e offerta, attenzione alla risposta fisiologica del mercato in questione alla prassi in fieri, considerazione delle caratteristiche strutturali ivi compreso il carattere regolamentato e non.
Il legislatore comunitario, dunque, non individua tipologie di operazione ma stabilisce requisiti irrinunciabili, quelle che appaiono idonei a garantire l'efficienza e l'integrità del mercato finanziario.
Quindi, se in linea generale, è da considerarsi ammessa quella prassi di cui è ragionevole attendersi l'esistenza, è, d'intuitiva evidenza che, quella ragionevolezza sarà vagliata in funzione dei criteri dettati dalla Direttiva.
Osservando il criterio della ragionevolezza come canone di non arbitrarietà, come "metodo generale di congruenza degli strumenti legislativi rispetto alla finalità da perseguire"[1], in tal guisa la ragionevolezza della prassi, finanche evidenziata nell'art. 180, lett. c, TUF, implica un giudizio di relazione fra le caratteristiche del mercato, ivi comprese le sue fisiologiche debolezze di struttura e le condizioni che devono essere assicurate.
In tale chiave, i criteri indicati nella normativa comunitaria e italiana più volte richiamati, perdono il loro carattere primario e diventano il

www.amministrativamente.com ISSN 2036-7821

secondo termine di relazione essendo il primo, evidentemente, rappresentato dalle caratteristiche del mercato interessato dal cui ruolo, dinamiche e caratteristiche, non si può prescindere.
Sarebbe, infatti, un approccio miope negare il ruolo giocato – per sua naturale vocazione – del mercato finanziario nella formazione della prassi ammessa e, a nostro avviso, finanche nel realizzarsi della condotta fraudolenta.
Non esiste un mercato sviluppato che sia privo di un certo tasso di artifizio. Non esiste un libero gioco della domanda e dell'offerta in assoluto ma esistono una domanda e un'offerta compatibili con determinati standards e il loro grado di compatibilità può essere migliorato anche attraverso operazioni "artificiali".
Si pensi a quelle operazioni volte a costituire una soglia minima al corso dei prezzo (*creation of a floor in the price pattern*): a ben vedere, operazioni di questo tipo sono inquadrabili nello schema della manipolazione– senza dubbio – ma, in presenza di altri fattori specifici, come quelli idonei a contrastare possibili fenomeni speculativi, diventano non solo lecite ma necessarie.
L'osservazione analitica del mercato permetterà, quindi, di distinguere la circostanza fraudolenta da quella fisiologica o parafisiologica, in guisa da realizzare una valutazione obiettiva della realtà economica.
Per qualificare una prassi come lecita, è necessario che la medesima si accrediti come giustificata in virtù di un'esigenza che, a valle, può farsi risalire ad una specifica ragione economica evidente, non manifestamente illecita.
Ragione che può estrinsecarsi, anche, nell'esigenza di favorire l'ingresso di imprese di piccole e medie dimensioni - nel mercato regolamentato e non, al fine d'incrementarne la rispettiva capitalizzazione ovvero, ancora, nell'esigenza riferibile a carenze strutturali.
In conclusione, la tematica delle prassi ammesse appare assai significativa poiché schiude notevoli spunti di ragionamento.
Innanzitutto, è bene sottolineare un aspetto non di poco conto: non parrebbe lineare ricondurre, *de plano*, la categoria delle prassi ammesse, intesa come eccezionale ipotesi di esenzione dell'antigiuridicità di un fatto, alla categoria delle cause di liceità di franca matrice penalistica.
Per una ovvia ragione: l'esimente non riesce a separarsi dal complesso di una pluralità di beni o interessi giuridicamente rilevanti ovvero afferisce ad una platea indefinita di soggetti e situazioni, non racchiudibili nemmeno in via astratta.
La prassi ammessa, invece, si applica a quel caso e solo a quello, svolge, per così dire, una funzione singola rispetto ad un bene o interesse prevalente e si connota al negativo al fine di realizzare la fattispecie autorizzatoria.
Non può parlarsi, dunque, di tipicità delle ipotesi di manipolazione di mercato bensì di una monca o, addirittura, dell'assenza di una tipicità perchè laddove una norma non può rivolgersi ad una serie infinita di destinatari, non è assistita dalla pregnante caratteristica della tipicità ma spezza l'unità del tipo legale.
Invero, il problema è a valle: la mancanza di una omogenea legislazione, in tutti gli Stati membri, nel segno della manipolazione di mercato, determina ricadute a cascata sia sul piano più strettamente normativo che su quello sanzionatorio.
Tale falla, a ben vedere, riguarda tutta la dinamica attraverso cui si atteggia il fenomeno-reato, insider.
Sfuggente da rinvenire, di difficile duttilità probatoria, l'insider trading sconta e palesa la dimensione di un'altra realtà: l'assenza macroscopica di un'autorità regolatoria europea, un vuoto legislativo in tema di manipolazione di mercato.
La globalizzazione finanziaria, l'apertura dei mercati pretendono una regolamentazione che sia davvero globale.
L'esigenza di armonizzazione delle normative degli Stati membri è forte specie nella grave cri-

si finanziaria che si attraversa: studiare un modello di coordinamento tra le diverse normative antitrust, abusi di mercato, concorrenza ma, soprattutto, realizzare il raccordo tra le diverse discipline del diritto societario, rappresenta una sfida a cui l'Europa non può sottrarsi.
Diversamente, sarà difficile attuare vere riforme legislative in materia finanziaria, realmente aderenti al mercato a cui afferiscono, realmente efficaci nella risposta sanzionatoria ma, ancor prima, nella funzione preventiva.
Con una avvertenza.
Una delle modalità di formazione del diritto costituzionale europeo sono i principi generali del diritto.
Questi principi operano come catalizzatore dei processi di unificazione nelle diverse culture giuridiche e sono rinvenibili nei contesti più disparati. La carriera dei principi generali del diritto a livello europeo si deve alla giurisprudenza della Corte di giustizia europea che li ha costruiti come una categoria di diritto comune all'interno del Trattato di Maastricht.
L'Unione Europea, nelle sue declinazioni politiche e legislative, rappresenta il condensato dei principi fondamentali delle nazioni civili.
Ebbene, l'esigenza di armonizzazione non può prescindere da tutto ciò e, insieme, dovrebbe diventare anche esigenza di partecipazione ossia un sistema di regolamentazione che afferisca a materia sensibile - i principi fondamentali dell'individuo- non può fare a meno della garanzia implementata da modelli inclusivi nelle vicende decisionali sia di tipo politico che legislativo, in Europa.
Soprattutto la materia penale non può eliminare l'approccio della partecipazione sociale.