

GLI ACCORDI DI RISTRUTTURAZIONE CON “INTERMEDIARI FINANZIARI” E LE CONVENZIONI DI MORATORIA(*)

ALESSANDRO NIGRO

SOMMARIO: 1. Premessa. – 2. Gli accordi di ristrutturazione con “intermediari finanziari”. – 3. Segue - 4. Le convenzioni di moratoria. – 5. Segue. - 6. Clausola di salvaguardia; profili penalistici. – 7. Conclusioni.

1. Premessa.

Fra le numerose novità recate, in materia di disciplina delle crisi delle imprese, dal d. l. n. 83/2015, una delle più rilevanti è costituita dall'introduzione di due peculiari ed “inedite” per il nostro ordinamento figure: i c.d. «*accordi di ristrutturazione con intermediari finanziari*» e le c.d. «*convenzioni di moratoria*», entrambe regolate dal nuovo art. 182-*septies*.

Si tratta di figure che hanno in comune molti tratti. Entrambe, infatti:

- vedono come controparti del debitore banche e altri intermediari finanziari;
- hanno o possono avere, a certe condizioni, un particolare effetto “esterno”, nei confronti di soggetti terzi non aderenti agli accordi o convenzioni..

Entrambe, poi, da un lato, appaiono un ulteriore frutto della tendenza a dettare, in materia concorsuale, regolamentazioni speciali per le banche e le operazioni bancarie, una tendenza emersa fin dalla riforma del 2005; e, dall'altro, costituiscono espressione di una delle linee portanti della “miniriforma” di quest'anno, la linea volta alla limitazione, nei meccanismi di soluzione concertata delle crisi, degli spazi spettanti all'autonomia privata (soprattutto, come è ovvio, all'autonomia del debitore, ma anche, come in questo caso, all'autonomia dei creditori).

Le due figure si differenziano in ciò che:

- gli accordi con intermediari finanziari costituiscono una porzione degli accordi ex art. 182-*bis* mentre le convenzioni di moratoria costituiscono intese autonome;
- gli accordi con intermediari finanziari possono contenere qualunque meccanismo di ristrutturazione dei debiti, mentre le convenzioni hanno un contenuto fisso costituito dalla dilazione dei pagamenti.

Debbo fin d'ora precisare, per completezza, che non è affatto sicuro che le due figure non si differenzino anche sotto il profilo del presupposto soggettivo dal lato del debitore, dal momento che, mentre per gli accordi di ristrutturazione vale il presupposto soggettivo indicato dall'art. 182-*bis*, l'essere cioè «*un imprenditore in crisi*», espressione a sua volta intesa come equivalente a quella usata dall'art. 1 l. fall., il co. 5 dell'art. 182-*septies*, a proposito della convenzione di moratoria parla genericamente di «*impresa debitrice*». Personalmente, sarei del

* Testo della relazione al Convegno di Reggio Emilia (23 ottobre 2015) su «Le nuove procedure di composizione della crisi d'impresa».

parere di assimilare, sotto il profilo considerato, le due figure, palesemente riguardate dal legislatore come contigue: ma il punto è obiettivamente incerto. Mi limito ad aggiungere che l'essenza delle due figure sta in un meccanismo di coazione nei confronti di una parte dei creditori: e questo impone che l'individuazione dei presupposti di applicabilità di tale meccanismo sia condotta con criteri di interpretazione stretta, senza la possibilità di letture "espansive".

2. *Gli accordi di ristrutturazione con "intermediari finanziari".*

Fatta questa doverosa premessa, vengo alla prima delle due figure, quella degli accordi di ristrutturazione con intermediari finanziari.

A. Conviene cominciare con il delineare sinteticamente i contorni di tale figura e le regole destinate a governarla.

a. Dal punto di vista della fattispecie, si tratta – diversamente da quanto sembrerebbe suggerire il preambolo del d.l. dove si menzionano «nuove tipologie di accordo di ristrutturazione del debito» - non già di un nuovo "tipo" o "sottotipo" dell'accordo di cui all'art. 182-*bis*, bensì – come ho già anticipato - di una semplice "componente" di quell'accordo, di cui è destinata a costituire porzione, come inequivocabilmente attesta, fra l'altro, l'inciso finale del primo co. dell'art. 182-*septies* per il quale, nel caso in cui la nuova disciplina entri in gioco, «Restano fermi i diritti dei creditori diversi da banche e intermediari finanziari»; e come attestava l'inciso finale originariamente contenuto nel secondo co. dello stesso art. 182-*septies*, per il quale i creditori ai quali l'accordo venga esteso avrebbero dovuto essere calcolati nel 60% richiesto dall'art. 182-*bis* (inciso soppresso – per chissà quale ragione – in sede di conversione). Una componente o porzione dell'accordo diciamo "generale" *ex art.* 182-*bis*, la quale si connota – rispetto alle altre componenti di quell'accordo - unicamente in relazione alla qualità soggettiva delle controparti del debitore, che sono appunto banche e intermediari finanziari (d'ora in avanti, in breve, "creditori finanziari"), essendo allora destinata, in relazione a ciò, ad essere governata, in principio, dalle stesse regole che quell'accordo in generale reggono.

Naturalmente, tutto questo non impedisce che l'accordo "generale" *ex art.* 182-*bis* possa trovarsi, in concreto, a consistere proprio e solo in un accordo (o fascio di accordi) fra debitore e creditori finanziari, che vi possa cioè essere coincidenza fra la figura generale e quella particolare. In questo caso, però, l'accordo particolare deve rispondere esso, prima di tutto, alle condizioni poste dalla disposizione generale dell'art. 182-*bis*: Quindi, non potrà bastare che l'indebitamento verso creditori finanziari, ai sensi del primo comma dell'art. 182-*septies*, rappresenti più del 50% dell'indebitamento complessivo; ma occorrerà anche (e prima) che all'accordo (o fascio di accordi) comunque aderiscano creditori finanziari rappresentanti almeno il 60% dell'indebitamento complessivo, ai sensi del primo comma dell'art. 182-*bis* (nel quale 60%, alla luce di quanto si è detto prima, non potranno oggi essere computati i creditori destinatari della richiesta di estensione).

b. Una disciplina *ad hoc* per la “componente” di cui stiamo parlando – integrativa, ripeto, della disciplina comune - scatta solo quando, per un verso e lo si è già detto, l’impresa abbia debiti nei confronti dei creditori finanziari in misura non inferiore alla metà dell’indebitamento complessivo e, per altro verso, l’accordo *ex art. 182-bis* individui una o più “categorie” tra i creditori finanziari che abbiano fra loro posizione giuridica ed interessi economici omogenei. In questo caso infatti il debitore, con il ricorso presentato per l’omologazione dell’accordo generale, può chiedere che il trattamento concordato con i creditori finanziari rientranti in una specifica categoria venga, sussistendo talune condizioni il cui accertamento compete al tribunale, coattivamente esteso anche ai creditori finanziari non aderenti appartenenti alla medesima categoria. Creditori finanziari non aderenti che debbono essere stati informati dell’avvio delle trattative ed essere stati messi in condizione di parteciparvi, ai quali deve essere specificamente notificato il ricorso e la documentazione di cui al primo comma dell’art. 182-*bis*, e che possono proporre opposizione entro 30 giorni (non dalla pubblicazione dell’accordo nel registro delle imprese, ma) dalla suddetta notifica.

c. Appare subito chiara l’ambiguità della figura di cui ci stiamo occupando, la quale, rispetto all’accordo generale in cui si inserisce, presenta contemporaneamente tratti di dipendenza sul piano strutturale e tratti di autonomia sul piano dell’efficacia. Una ambiguità destinata ad accentuarsi ove si consideri che, in realtà, la fattispecie rilevante si completa solo quando e se vi sia la richiesta del debitore di estensione degli effetti dell’accordo a certi creditori non aderenti. In mancanza di una siffatta richiesta, infatti, la (porzione di) accordo con i creditori finanziari non è idonea ad avere effetti ulteriori e diversi rispetto a quelli propri e tipici dell’accordo *ex art. 182-bis*.

Verrebbe da chiedersi, a questo punto, perchè il legislatore del 2015 non abbia ritenuto di seguire la strada – battuta da altri legislatori – di un accordo con i soli creditori finanziari autonomo ed autosufficiente rispetto all’accordo *ex art. 182-bis*, prevedendo poi eventualmente meccanismi di collegamento nell’ipotesi di compresenza dei due tipi di accordo. Il che avrebbe semplificato radicalmente il quadro, consentendo anche di superare alcune delle perplessità di cui si dirà appresso.

3. *Segue.*

B) Alla luce di quanto fin qui visto i profili qualificanti della figura appaiono essere i seguenti:

- il costituire, appunto, l’”accordo con gli intermediari finanziari” una porzione dell’accordo di cui all’art. 182-*bis*, di cui condivide natura, struttura ed effetti, potendo però, a certe condizioni, avere un’efficacia particolare, ulteriore e diversa rispetto a quella propria dell’accordo generale;

- la necessaria classificazione dei creditori finanziari, nell’ambito dell’accordo generale, in “categorie” in base a posizioni giuridiche e interessi economici omogenei;

- l'estensione degli effetti di quella porzione ai creditori finanziari non aderenti ma appartenenti alla stessa categoria degli aderenti, su richiesta del debitore e decisione del tribunale;

- la subordinazione della decisione positiva del tribunale sulla richiesta del debitore ad una serie di condizioni (da un lato, la rilevanza quantitativa dei debiti finanziari e il rappresentare gli aderenti il 75% dei crediti della categoria; dall'altro, che tutti i creditori della categoria siano stati informati dell'avvio delle trattative e siano stati messi in condizioni di parteciparvi in buona fede; dall'altro ancora, che i creditori non aderenti destinatari possano risultare soddisfatti in base all'accordo in misura non inferiore rispetto alle alternative concretamente praticabili);

- il potere dei creditori destinatari della richiesta di estensione di proporre opposizione.

Ciascuno di questi profili prospetta nodi problematici non sempre di agevole soluzione. Non ho, ovviamente, la possibilità di trattare qui analiticamente di tutti questi nodi. Mi limiterò ad accennare ai più rilevanti.

a. Quanto al primo profilo.

- L'identità di natura e di struttura fra l'accordo specifico e l'accordo generale porta direttamente a ritenere che valgano, per il primo, esattamente le stesse regole generali che governano il secondo, in termini, specificamente, di non necessità del rispetto né della *par condicio* né del principio del soddisfacimento integrale dei creditori privilegiati.

- La intima connessione del c.d. "accordo con gli intermediari finanziari" con la restante parte dell'accordo generale in cui si inserisce spiega, poi, perché la richiesta di estensione debba essere presentata insieme con il ricorso per l'omologazione dell'accordo generale e perché l'accertamento da parte del tribunale della sussistenza delle condizioni per l'estensione sia configurata dalla legge (art. 182-*septies*, co. 4) come condizione per l'omologazione. Questo implicherebbe che il tribunale non possa respingere la richiesta di estensione e omologare ugualmente l'accordo. Il che avrebbe un senso, perché l'esservi o non esservi l'estensione rileva direttamente sul piano dell'attuabilità dell'accordo generale e specificamente della sua idoneità ad assicurare l'integrale pagamento dei creditori estranei.

Riterrei però possibile un'interpretazione meno rigida: nel senso di consentire al tribunale di omologare l'accordo anche nel caso in cui non sussistano le condizioni per l'estensione ove, in concreto, risulti possibile l'integrale pagamento dei creditori estranei pur includendo fra i medesimi anche i creditori finanziari ai quali si riferiva la richiesta di estensione non accolta.

b. Quanto al secondo profilo.

La suddivisione dei creditori finanziari in categorie – indispensabile ove si voglia chiedere l'estensione dell'accordo ai non aderenti – riecheggia la suddivisione dei creditori in classi prevista dall'art. 160 per il concordato preventivo e pacificamente ritenuta possibile anche negli accordi di ristrutturazione *ex art. 182-bis*: il parametro alla cui luce procedervi è del resto letteralmente lo stesso nei due casi, quello della omogeneità di posizione giuridica e di interessi economici. Questo significa che sono destinati a riproporsi anche con

riguardo alla suddivisione in categorie tutti i dubbi e tutte le incertezze che si sono posti con riferimento alla suddivisione in classi.

Ma anche altri nodi problematici particolari possono prospettarsi.

Così. La formulazione della legge, là dove precisa che l'accordo può individuare fra i creditori finanziari una o più categorie e, ancora, che un creditore finanziario può essere titolare di crediti inseriti in più di una categoria, sembrerebbe implicare la necessità di adottare, nella valutazione dell'omogeneità, criteri più stringenti di quelli utilizzabili con riferimento alla suddivisione in classi nel concordato preventivo. Talchè, per esempio, mentre a quest'ultimo fine sembrerebbe possibile ritenere omogenei e collocare in un'unica classe tutti i creditori finanziari chirografari, ai fini della suddivisione in categorie non sembrerebbe possibile ritenere omogenei, per esempio, crediti da mutui, crediti da anticipazioni su fatture e crediti da scoperti di conto.

Ed ancora. La legge nulla dice espressamente in punto di controllo del tribunale sulla correttezza intrinseca dei criteri adottati dal debitore per la suddivisione dei creditori finanziari in categorie. Data la rilevanza centrale che, nel sistema, assumono sia la suddivisione in quanto tale sia la verifica della omogeneità, in concreto, fra la posizione e gli interessi dei creditori aderenti e la posizione e gli interessi dei creditori non aderenti non mi parrebbe dubbio che a tale controllo il tribunale debba comunque procedere.

c. Quanto al terzo profilo.

L'intero meccanismo - "scorporo" dei creditori finanziari e della porzione di accordo che li concerne; suddivisione di questi creditori in categorie - è funzionale, come è evidente, all'estensione coattiva della ristrutturazione concordata con la maggioranza dei creditori della singola categoria ai creditori della medesima non aderenti: nel che sta poi - e lo si è già rilevato - l'essenza stessa e la ragion d'essere della nuova figura.

C'è da osservare subito che una tale innovazione rispetto alle regole generali che governano gli accordi *ex art. 182-bis* solleva molte perplessità e di non scarsa consistenza. Non c'è dubbio che la legge possa - lo chiarisce l'art. 1372 c.c. - derogare alla regola generale della intangibilità della sfera giuridica del terzo estraneo al contratto; ma non vi è dubbio anche che una simile deroga, quando - come nel nostro caso - incida negativamente su quella sfera giuridica, debba trovare una sua precisa giustificazione. Tale giustificazione, nel caso che qui ne occupa, non è facile da cogliere: nella (fumosa sul punto) relazione al disegno di legge di conversione del decreto si adduce in particolare la necessità di superare l'ostruzionismo dei creditori finanziari minori; ma la possibilità dell'ostruzionismo dei creditori minori è, si potrebbe dire, nella logica stessa degli accordi di ristrutturazione, che proprio nella loro elasticità ed adattabilità alle singole relazioni debitore-creditore senza il vincolo del rispetto della *par condicio* trovano (trovavano?) il loro maggiore pregio. D'altra parte, una volta scelta la strada dell'estensione coattiva ai creditori dissenzienti non si vede perché limitarla ai soli creditori finanziari. Dal che i dubbi, anche, di incostituzionalità sotto il profilo sia dell'irragionevolezza sia della disparità di trattamento.

E, ancora, non si comprende perché l'estensione coattiva non sia automatica (come nelle convenzioni di moratoria) ma sia rimessa ad una scelta del debitore: il che accentua la irragionevolezza e la portata distorsiva dell'innovazione.

Indipendentemente da questi rilievi e venendo ai nodi problematici.

Il primo e più importante di questi nodi concerne l'ambito di "manovrabilità" dello strumento dell'estensione da parte del debitore in ordine all'individuazione sia dei creditori rispetto ai quali far operare tale strumento sia del trattamento da estendere. Sotto il primo aspetto, ci si deve domandare se il debitore sia tenuto a chiedere l'estensione a tutti i creditori della categoria non aderenti o possa scegliere di chiedere l'estensione solo nei confronti di alcuni. La risposta sembrerebbe dover essere senz'altro nel primo senso: il meccanismo dell'estensione costituisce forma di attuazione della *par condicio* ed è destinato quindi ad operare o per tutti (i non aderenti) o per nessuno.

Secondo una analogia logica va affrontato l'altro aspetto. Si è già rilevato che, in generale, gli accordi di ristrutturazione sono svincolati dal rispetto della *par condicio*: il che dovrebbe comportare la possibilità, per il debitore, di concordare con i creditori finanziari, anche ricadenti in una stessa categoria, trattamenti diversi. *Quid* però, in questo caso, per l'estensione? Di quale dei diversi trattamenti il debitore potrebbe chiedere l'estensione: di quello più favorevole al creditore non aderente o di quello scelto dallo stesso debitore da solo o d'accordo con i creditori aderenti? La soluzione – ragionevole – verso la quale la dottrina si va orientando è che, pur nel silenzio della legge, l'estensione presupponga inderogabilmente l'unicità del trattamento concordato con i creditori finanziari ricadenti in una stessa categoria. In sostanza, la stessa *par condicio* di cui si chiede l'attuazione nei confronti dei non aderenti deve preesistere all'origine nei confronti degli aderenti.

d. Quanto al quarto profilo.

Molti nodi problematici si addensano naturalmente in ordine alle condizioni che la legge pone per l'estensione, fra le quali un ruolo relevantissimo compete all'informazione, ed al controllo delle medesime da parte del tribunale. Di alcuni di questi nodi si è già detto (così in ordine alla verifica, da parte del tribunale, della correttezza dei criteri adottati dal debitore per la formazione delle categorie dei creditori finanziari). Un altro nodo è sicuramente rappresentato dalla verifica della convenienza che il tribunale d'ufficio deve effettuare: qual è il termine di raffronto da utilizzare per tale verifica? Come è stato giustamente rilevato, è chiaro che tale termine non potrebbe essere costituito né dall'accordo stesso "depurato" dall'estensione (se così fosse l'applicazione dell'art. 182- *septies* risulterebbe sempre non conveniente per i non aderenti), né da un ipotetico concordato preventivo, stante la natura volontaria di tale procedura. Il termine di raffronto è dato allora, inevitabilmente, dalla liquidazione e specificamente dalla liquidazione fallimentare.

Sempre a proposito delle condizioni, la legge prevede che il tribunale provveda all'accertamento delle medesime «*avvalendosi ove occorra di un ausiliario*». Non si capisce perché non si sia seguito il criterio adottato per la distinta, ma contigua figura della convenzione di moratoria disciplinata nello stesso art. 182-*septies*, ove è contemplato l'intervento del

professionista che deve attestare specificamente l'omogeneità della posizione giuridica e degli interessi economici dei creditori interessati dalla moratoria. E ciò appare tanto più irragionevole ove si consideri che, nell'ipotesi in cui l'accordo *ex art. 182-bis* includa anche l'accordo con i creditori finanziari, il professionista che dovrà attestare l'attuabilità dell'accordo generale non potrà non tener conto dell'eventuale richiesta di estensione e verificare la plausibilità della stessa sotto il profilo della effettiva esistenza delle relative condizioni.

e. Quanto all'ultimo profilo.

L'opposizione che i creditori non aderenti sono legittimati a proporre è esplicitamente ricondotta dalla legge all'opposizione di cui all'art. 182-*bis*. co. 4 ed è quindi propriamente da qualificare come opposizione all'omologazione. Questo comporta che quell'opposizione può essere fondata non solo sulla mancanza delle specifiche condizioni richieste per l'estensione ma anche sulla mancanza delle condizioni richieste in generale per l'omologazione degli accordi di ristrutturazione (e quindi, per esempio, il mancato raggiungimento della soglia del 60%).

4. *Le convenzioni di moratoria.*

Passiamo alle convenzioni di moratoria.

A. Anche qui conviene iniziare con il delineare i contorni della figura e le regole destinate a governarla.

a. Dal punto di vista della fattispecie, si tratta di un accordo, del tutto autonomo ed autosufficiente, che si caratterizza, come abbiamo già detto,

- per la qualità soggettiva delle controparti del debitore, che debbono essere, anche qui, creditori finanziari;

- per il contenuto, che deve consistere in una «*moratoria temporanea dei crediti nei confronti*» di quei creditori.

In sostanza, dal punto di vista strutturale si tratta puramente e semplicemente di uno dei più antichi e noti strumenti di composizione extragiudiziale delle crisi, i c.d. *pacta de non petendo ad tempus*.

b. Sul piano della disciplina, questo accordo è e resta governato, in generale, dalle regole del diritto comune. Analogamente a quanto si è visto per gli accordi di ristrutturazione di cui si è detto prima, una disciplina particolare “scatta” al verificarsi di certe condizioni, che sono quelle che già conosciamo: maggioranza qualificata degli aderenti, omogeneità di posizione giuridica e di interessi economici fra creditori aderenti e creditori non aderenti, ecc.

Con riferimento proprio a queste condizioni, si prospetta immediatamente un problema: se anche nel contesto che stiamo considerando sia necessaria la classificazione dei creditori in categorie. I commi 5 e 6 dell'art. 182-*septies* non contengono alcun riferimento alle categorie. Da un lato, questo silenzio della legge (ma non della relazione governativa, che contiene un riferimento incidentale alle “classi” di creditori) e, dall'altro, la previsione

secondo cui il professionista deve attestare «*l'omogeneità della posizione giuridica e degli interessi economici fra i creditori interessati alla moratoria*» inducono – a mio avviso – a ritenere che nel pensiero del legislatore, affinché scatti la disciplina particolare, il gruppo dei creditori “coinvolti” dalla moratoria (quelli che la legge definisce come “interessati” alla moratoria) e dalla relativa negoziazione debba in partenza essere composto da creditori omogenei, come, appunto, il professionista dovrà specificamente attestare ai fini dell'estensione. Ed è rispetto a questo gruppo che andrà ovviamente calcolata la maggioranza del 75%.

Naturalmente tutto ciò non impedisce che possano essere stipulate diverse convenzioni di moratoria per distinti gruppi di creditori o, anche, che possa essere stipulata una convenzione di moratoria unica con la distinzione dei creditori in categorie: la maggioranza qualificata dovrà allora essere calcolata separatamente per ciascuna convenzione o per ciascuna categoria e analogamente dovrà procedere il professionista attestatore.

5. *Segue.*

B) Alla luce di quanto precede i profili qualificanti della figura paiono essere:

- il costituire la convenzione moratoria un accordo negoziale di puro diritto privato, che può, a certe condizioni, avere un'efficacia particolare, ulteriore e diversa rispetto a quella propria di quel tipo di accordi;

- l'estensione automatica degli effetti della convenzione ai creditori finanziari non aderenti aventi posizione giuridica ed interessi economici omogenei a quelli dei creditori aderenti;

- la subordinazione della estensione ad una serie di condizioni (il rappresentare gli aderenti il 75% dei crediti complessivamente coinvolti; l'attestazione di un esperto in ordine alla omogeneità di posizione giuridica e di interessi economici dei creditori destinatari dell'estensione rispetto ai creditori aderenti; la circostanza che tutti i creditori coinvolti siano stati informati dell'avvio delle trattative e siano stati messi in condizioni di parteciparvi in buona fede);

- il potere dei creditori non aderenti di proporre opposizione avanti il tribunale per ottenere che la convenzione non produca effetti nei loro confronti.

Al solito, ciascuno di questi profili prospetta nodi problematici, in molta parte comuni a quelli già visti parlando degli accordi di ristrutturazione. Mi limiterò, anche qui, ad accennare ai più rilevanti.

a. Quanto al profilo dell'estensione.

- L'estensione opera, come si è già sottolineato, automaticamente, senza necessità dell'intervento del giudice (il quale intervento può aversi successivamente, se viene proposta opposizione) e tale automaticità si traduce concretamente in ciò che i creditori finanziari non aderenti possono, una volta scaduti i loro crediti, vedersi opporre dal debitore la moratoria da altri concordata. Si pone però il dubbio se l'efficacia dell'estensione sia condizionata dalla comunicazione ai creditori non aderenti della

convenzione e della relazione dell'esperto prevista dal co. 6 dell'art. 182-*septies* e dalla quale decorre il termine per l'opposizione. Sarei propenso a rispondere affermativamente.

- Anche qui, l'intero meccanismo è funzionale all'estensione coattiva, nella quale, anche qui, sta l'essenza e la ragion d'essere della figura. Ovviamente, si ripropongono nei confronti delle convenzioni di moratoria i dubbi di costituzionalità prospettati con riguardo all'altra figura.

- Oltre a ciò, si ripropone la questione se condizione implicita della estensione debba ritenersi anche qui l'unicità del trattamento concordato con i creditori aderenti. La risposta, anche qui, dovrebbe essere affermativa. Anzi, dovrebbe ritenersi *a fortiori* affermativa, vista l'automaticità dell'estensione.

Questa stessa automaticità elimina ogni dubbio in ordine all'ambito soggettivo dell'estensione: essa è destinata ad operare nei confronti di tutti i creditori finanziari coinvolti nella vicenda.

b. Quanto alle condizioni per l'estensione.

- Punto al solito delicato è quello della valutazione o verifica dell'omogeneità di posizione giuridica e di interessi economici fra creditori aderenti e creditori destinatari dell'estensione coattiva. Qui il problema centrale è, ancora una volta, quello dei criteri da seguire in materia: credo che valga anche per le convenzioni quello che ho già detto per gli accordi di ristrutturazione, cioè che si debbano adottare criteri più stringenti di quelli utilizzabili con riguardo alle classi nel concordato preventivo.

- Nel caso delle convenzioni di moratoria, la valutazione – che negli accordi di ristrutturazione è rimessa al tribunale in sede di decisione sulla richiesta di estensione – è, come già sappiamo, attribuita dalla legge all'esperto attestatore. Ma questo, ovviamente, non preclude il successivo controllo del tribunale su questo aspetto in sede di eventuale opposizione. Del resto, il co. 6 dell'art. 182-*septies*, nel disciplinare l'opposizione, precisa che il tribunale decide «*verificando la sussistenza delle condizioni di cui al comma quarto, terzo periodo*» e fra le suddette condizioni vi è proprio quella dell'omogeneità.

c. Ultimo profilo.

Ho appena detto che, proposta l'opposizione, il tribunale deve verificare la sussistenza delle stesse condizioni richieste per l'estensione degli accordi di ristrutturazione.

Si ripropone allora anche con riguardo all'istituto che stiamo considerando il problema del termine di riferimento per la valutazione di convenienza che il tribunale, in quel contesto, deve effettuare. Problema da risolvere, anche qui, nel senso che il termine di raffronto è dato, inevitabilmente, dalla liquidazione e specificamente dalla liquidazione fallimentare.

6. Clausola di salvaguardia; profili penalistici.

La regolamentazione delle due figure che stiamo considerando è completata da alcune disposizioni che le riguardano entrambe; e precisamente:

- dall'ultimo co. del medesimo art. 182-*septies* per il quale in nessun caso, per effetto degli accordi e delle convenzioni di cui abbiamo detto, «*ai creditori non aderenti possono essere imposti l'esecuzione di nuove prestazioni, la concessione di affidamenti, il mantenimento della possibilità di utilizzare affidamenti esistenti o l'erogazione di nuovi finanziamenti*»;

- dagli art. 236 e 236-*bis* che sono stati riformulati, il primo estendendo la tutela penale originariamente prevista per il solo concordato preventivo (e per l'amministrazione controllata) anche alle due figure e, il secondo, estendendo il reato di falso in attestazioni e relazioni anche all'attestazione di cui all'art. 182-*septies*, co. 5.

Molto vi sarebbe da dire in ordine a queste disposizioni. Mi limito ad osservare, quanto all'ultimo comma dell'art. 182-*septies*, che non è ben chiaro perché quella sorta di clausola di salvaguardia, senz'altro opportuna e forse doverosa nel caso degli accordi, sia stata estesa anche alle convenzioni di moratoria, le quali, potendo avere ad oggetto solo una dilazione temporanea dei pagamenti, risultano strutturalmente inidonee a contenere la previsione di nuove prestazioni, di nuovi affidamenti, ecc. E, quanto alle disposizioni penali, che l'assimilazione delle nostre due figure al concordato preventivo sembrerebbe dover poggiare – come è stato giustamente rilevato in dottrina – più che su una (inesistente) natura concorsuale dei due istituti (inconcepibile, oltretutto, per le convenzioni), sul comune utilizzo della regola maggioritaria: ed in questo senso va inteso il brano della già citata relazione al disegno di legge di conversione, dove si giustifica l'estensione della tutela penale agli accordi con «*l'effetto parzialmente concordatario*» di tali accordi.

7. Conclusioni.

E' arrivato il momento di concludere e lo faccio con tre considerazioni finali.

La prima considerazione. Ad una valutazione complessiva ho l'impressione che l'efficacia dei due nuovi strumenti vada apprezzata non tanto sul piano delle conseguenze che la loro applicazione potrà in concreto determinare quanto piuttosto sul piano dell'effetto di deterrenza che la loro presenza nel sistema potrà produrre. Nel senso che i creditori finanziari recalcitranti o riottosi ad una soluzione compositiva extragiudiziale potranno, da oggi in poi, essere indotti a preferire la strada di continuare a negoziare con il debitore per cercare di ottenere il trattamento individualmente più vantaggioso anziché correre il rischio di vedersi imporre coattivamente un trattamento negoziato da altri. E non escludo affatto che proprio questo abbia costituito l'*arrière pensée* del nostro legislatore.

La seconda considerazione. L'introduzione della nuova figura degli accordi di ristrutturazione con i creditori finanziari – con la valorizzazione del principio di maggioranza e della *par condicio* come fondamento del vincolo per i dissenzienti – ha ovviamente rafforzato le tendenze favorevoli a ricondurre gli accordi di ristrutturazione *ex art. 182-bis* nell'alveo delle procedure concorsuali, “sradicandoli” dal campo delle relazioni puramente contrattuali. Personalmente, sono sempre stato e resto tuttora convinto della inaccogliabilità di quelle tendenze, nonostante l'indubbio processo di avvicinamento della disciplina degli accordi a quella del concordato preventivo (processo del quale la normativa

di cui abbiamo parlato costituisce una ulteriore e non irrilevante tappa, essendosi arrivati, come si è visto, al punto di assimilare formalmente, sul piano penalistico, gli accordi di ristrutturazione con creditori finanziari ai concordati preventivi). Ne resto convinto perché tuttora mancano negli accordi, anche negli accordi che comprendano la particolare “porzione” di cui abbiamo fin qui trattato, i connotati tipici e propri delle procedure concorsuali, quali:

- la regolamentazione coattiva della generalità dei rapporti debitore-creditori;
- l'imposizione di vincoli sull'intero patrimonio del primo;
- la costituzione di un particolare centro di competenza che subentri al debitore o ad esso si affianchi.

La terza considerazione. Continuo ad essere persuaso che gli accordi di ristrutturazione rappresentino, per la elasticità che li contraddistingue, uno strumento particolarmente utile proprio nei periodi di crisi economica generale quale quello che stiamo attraversando. L'efficacia dello strumento – come ho detto altra volta - dipende però anche dalla *qualità* della sua regolamentazione giuridica, che le ultime innovazioni non hanno certo elevato. Sta sempre più a noi, allora, aiutare a migliorare tale qualità, contribuendo a dissipare dubbi, a sciogliere i nodi critici, e così via. Mi auguro di essere riuscito a fornire un contributo sia pur minimo su questo piano.

APPUNTI IN TEMA DI DERIVATI*

CARLO ANGELICI

SOMMARIO: 1. Premessa. – 2. Il problema dell'unità. – 3. L'isolamento del rischio. – 4. La quotazione del rischio. – 5. L'effetto leva. – 6. Il problema dell'«astrattezza». – 7. La prospettiva della «scommessa autorizzata». – 8. Copertura, speculazione... – 9. ...e razionalità.

1. *Premessa.*

Le pagine che seguono, redatte nella preparazione di un intervento a un convegno e destinate agli studi in onore di *Joachim Bonell*, corrispondono a una fase ancora del tutto provvisoria di una ricerca *in itinere*: una fase assolutamente intermedia la quale può al più valere come esplicitazione delle sensazioni cui il tema considerato mi sta inducendo e, semmai, delle direzioni da seguire per il suo approfondimento.

Con esse si vuole in definitiva, e senza alcuna pretesa di originalità, segnalare alcuni aspetti problematici, non certo soluzioni, che a paiono a chi scrive dover essere affrontati nell'esame di un'area tematica certamente complessa e per molti aspetti sfuggente.

2. *Il problema dell'unità.*

Fra tali aspetti problematici vorrei porre al primo posto la questione, tante volte affrontata, ma non sempre forse adeguatamente approfondita, se abbia un senso impostare l'indagine in termini *unitari* e tentare con essa di comprendere la multiforme fenomenologia cui parlando di «derivati» ci si riferisce. Una questione il cui porsi, debbo riconoscerlo, deriva indubbiamente da mie deprecabili e deprecate tendenze alla teoria generale, ma che penso possa trovare una qualche giustificazione in esigenze metodologiche che a me sembrano imprescindibili.

Penso cioè che il giurista teorico opera necessariamente costruendo classi di casi e che tale costruzione, poiché in definitiva finalizzata alla soluzione di concrete questioni applicative, debba avvenire riconoscendo *un problema* che unitariamente li caratterizza (il che, ovviamente, non esclude che dal punto di vista di altri problemi sia invece necessario distinguerli).

Vorrei perciò chiedermi se sia possibile, riguardo alla varia e multiforme fenomenologia per cui discorriamo di «derivati», riconoscere un qualche profilo problematico comune e allora, quando esso rileva, l'opportunità (se non addirittura l'esigenza) di una trattazione unitaria.

Il che pone l'interrogativo se e in che termini sia possibile andare oltre la constatazione che tale fenomenologia si compone di ipotesi estremamente differenziate sia per

* Intervento svolto al convegno tenutosi il 6 marzo 2015 presso l'Università di Roma³ e destinato agli studi in onore di Michael Joachim Bonell.

quanto riguarda il «sottostante» da cui viene «derivato» il valore, che può riguardare vicende di mercato oppure eventi concernenti un debitore o ancora fatti fisici come gli andamenti climatici ovvero scelte politiche, sia per quanto concerne il contesto in cui l'operazione si pone, che può essere quello di un mercato in vario modo istituzionalizzato oppure di un rapporto bilaterale, sia con riferimento alle finalità dell'operazione medesima, come si dice di «copertura» ovvero di «speculazione».

Pare certo perciò, già a una prima impressione, che non possono essere le caratteristiche del «sottostante» o del mercato o ancora delle finalità perseguite a segnalare *un* problema unitario in grado di giustificare la costruzione di una categoria come quella del «derivato». Essa, se ci si limita a questi aspetti, non è comunque in grado di rappresentare un «tipo» utilizzabile per l'analisi giuridica.

D'altra parte, e mi sembra banale segnalarlo, pur con tutte queste significative differenze è in ogni ipotesi riconoscibile la considerazione di un *rischio*, che viene trattato come oggetto di scambio e per il quale viene così formato o presupposto un *mercato*.

Il punto è, non vi è bisogno di ribadirlo, assolutamente banale. Se però lo si approfondisce, ne possono derivare, a mio parere, alcune implicazioni non del tutto prive di interesse e forse utili anche per l'analisi giuridica.

3. *L'isolamento del rischio.*

Mi riferisco in primo luogo alla circostanza che un rischio può essere negoziato solo in quanto oggettivamente definito e allora *isolato* rispetto ad altri.

Si tratta, da questo punto di vista, di una prospettiva tutt'altro che nuova e che si presenta con particolare evidenza con riferimento all'attività imprenditoriale e alle operazioni per cui si svolge. Sia l'una sia le altre si svolgono, in certo modo per definizione, in un ambiente di rischio e incertezza e per entrambe i singoli fattori da cui il rischio e l'incertezza risultano si presentano come elementi di costo. Sicché, quando viene compiuta un'operazione economica, si pone il problema del modo in cui distribuirli fra le parti, l'esigenza allora di isolarli l'uno rispetto all'altro e così poterli analiticamente trattare.

Perciò, se mi è concesso ricordare miei lontani studi, è adeguato alla disciplina della vendita, in particolare se in un contesto imprenditoriale, affrontare i molteplici problemi che possono presentarsi nel corso del suo svolgimento considerandone il significato di elementi di costo dell'operazione e alla luce del problema che pongono alle parti, quello di rappresentare singoli aspetti dal cui combinarsi risulta il complessivo equilibrio economico dell'operazione medesima: con la conseguenza che essi richiedono di essere appunto analiticamente valutati e che, allora, non ci si può rivolgere a soluzioni onnicomprensive le quali, come quella del «trasferimento della proprietà», pretenderebbero di considerarli unitariamente e indifferenziatamente. Il tema, come noto, che *Karl Llewellyn* evocava con la formula *lump concept v. narrow issues*.

Ed è pure interessante segnalare che questa esigenza di isolare uno specifico rischio può essere soddisfatta solo tramite un processo di sua *formalizzazione*: nel senso che esso

richiede di venire enucleato, possiamo dire «astratto», dal più ampio contesto nel quale si pone, dagli altri rischi cioè che globalmente possono riguardare l'operazione economica per cui il problema si pone.

Così si spiega a mio parere, per limitarmi a un facile esempio, il «formalismo» dei crediti documentari: che è appunto funzionale all'esigenza di isolare uno specifico rischio finanziario, quello conseguente all'impossibilità che le prestazioni siano eseguite contestualmente, e assegnarlo a un operatore come quello bancario che è specializzato per la sua assunzione, con la necessità allora che esso sia separato e in definitiva reso estraneo rispetto agli altri rischi che possono verificarsi nello svolgimento dell'operazione commerciale.

E osserverei, a conforto della sensazione che questi sommari e grossolani spunti non sono mere divagazioni rispetto al nostro tema, che non mancano profili di analogia fra quanto appena accennato e questioni applicative che si sono poste in punto di derivati.

Mi limito a ricordare un solo caso, del resto notissimo, quello che coinvolse la *Aon* e la *Société Générale*. L'ipotesi era quella, esprimendomi in termini estremamente stilizzati, in cui la prima aveva concluso con un operatore economico un *credit default swap* inteso a fornirgli copertura per un suo rischio di credito e poi, al fine di coprirsi a sua volta, aveva stipulato essa stessa un altro *credit default swap* con la seconda. *Aon* allora, avendo dovuto pagare sulla base del proprio obbligo di copertura, aveva agito nei confronti di *Société Générale* chiedendo che pur essa adempisse il suo obbligo: domanda che però, ed è questo il punto qui da segnalare, è stata respinta sulla base del rilievo che diversa era la definizione del *credit event*, nel primo caso una *failure to pay* e nel secondo un *sovereign risk*.

Potrebbe essere in effetti evidente l'assonanza al vertice fra questa soluzione e quella che, rigorosamente riferendosi al formalismo dei crediti documentari, rende indipendenti le indicazioni fornite dall'ordinante alla banca (quelle poi in grado di giustificare la rivalsa della seconda nei confronti del primo) rispetto alle altre che la banca dà al beneficiario (e su cui si fonda la pretesa di questo nei confronti di quella).

4. La quotazione del rischio.

Ma, direi ovviamente, non può essere soltanto questo profilo dell'«isolamento» di uno specifico rischio a fornire la ricercata caratterizzazione della nostra fenomenologia: se non altro in quanto è comune anche ad altre, come per fare un solo altro esempio quella del contratto autonomo di garanzia.

Necessario è perciò, ritengo, segnalare un altro aspetto che potrebbe ulteriormente specificare la vicenda: che quell'isolamento di un rischio avviene in un contesto per il quale assume rilievo la prospettiva del *mercato*, nel senso, esprimendoci per ora genericamente, che s'intende poterlo direttamente negoziare in un mercato oppure (ma per lo più anche) che il rischio medesimo concerne vicende di mercato.

La prima ipotesi è di assoluta evidenza, e non vi è forse neppure bisogno di fare esempi come quelli dei *futures* o *options*, che per definizione si collocano nel contesto di mer-

cati regolamentati. Ma credo anche agevole cogliere la seconda prospettiva in ipotesi di negoziazioni, come ora si dice, *over-the-counter*, quali per esempio gli *interest rate swaps* e i *credit default swaps*: i primi nei quali espressamente il «sottostante» è individuato con riferimento a esiti di mercato (l'andamento in esso dei tassi d'interesse), e i secondi i quali mi sembra vogliono caratterizzarsi in quanto il *credit event* non viene considerato per le sue concrete conseguenze rispetto al patrimonio di chi con essi vuole «coprirsi», bensì come indice della posizione dell'ente debitore nel mercato del credito.

Se questi spunti possono condividersi, ne deriva a mio modo di vedere un'ulteriore e più specifica caratteristica del modo in cui il rischio viene considerato: esso non soltanto, come in altre ipotesi, viene «isolato», ma poiché posto a confronto con un mercato, che per definizione è impersonale, viene pur esso «spersonalizzato», nel senso che gli si assegna rilievo a prescindere dalle sue implicazioni per le sfere personali di singoli.

Il punto credo meriti di essere approfondito e vorrei perciò, in termini inevitabilmente provvisori e approssimativi, dedicargli qualche considerazione.

A tal fine può essere utile un sommario confronto, del resto spesso proposto, con un'altra tecnica disponibile nella pratica per la gestione dei rischi, ovviamente quella assicurativa. E può essere utile richiamare in proposito il frequente rilievo secondo cui, se in entrambi i casi si presuppone e richiede una «quotazione» del rischio, la soluzione assicurativa vi procede sulla base della tecnica statistica fornita dalla legge dei grandi numeri, mentre quella dei derivati si avvale delle leggi di mercato, in primo luogo quella risultante dal confronto fra domanda e offerta.

Si tratta, evidentemente, di una descrizione stilizzata: la quale non può oscurare la constatazione che anche per la quotazione assicurativa possono essere presenti elementi soggettivi (come del resto potrebbe ritenersi avvenire, già in sede generale, per la nozione stessa di «probabilità»), e che anche per essa, quindi, l'operatore tiene in concreto conto del modo in cui il mercato si orienta; mentre per converso, con riferimento invece ai derivati, non sono certo estranei calcoli probabilistici. Mi sembra però che, pur in questi termini stilizzati e astratti, la prospettiva segnalata conservi una sua non trascurabile significatività per il discorso giuridico: un invito, per esso, a tener conto della circostanza che la considerazione e valutazione del rischio viene per così dire «mediata» dal mercato.

E del resto non credo vi sia bisogno di soffermarsi a sottolineare come il successo della tecnica dei derivati trovi la sua spiegazione politico-ideologica anche e soprattutto in un'esasperata fiducia per l'efficienza del mercato: il convincimento che instaurando quelli che sono stati chiamati *prediction markets* i comportamenti degli operatori, considerati in forma aggregata con l'incontro fra domanda e offerta, sia in grado di far emergere informazioni individuali e consentire così previsioni più accurate rispetto a quelle possibili con le tecniche attuariali (fino al punto che era stato avanzato il progetto, poi abbandonato, di crearne uno per i cc.dd. *terrorism futures*, ritenendo che la loro quotazione avrebbe potuto costituire un indice utilizzabile da coloro cui compete la prevenzione degli atti terroristici). Mentre mi pare evidente che una distinzione fra la soluzione assicurativa e quella dei derivati riguardo agli

eventi climatici sia possibile soltanto sottolineando il ruolo che per la seconda svolge l'andamento del mercato.

Ciò consente di osservare, proseguendo nei miei rilievi banali, che nell'assicurazione il rischio richiede di essere il più possibile individuato e specificato per le sue caratteristiche concrete, poiché solo così può verificarsi la sua reale omogeneità con gli altri nella cui massa viene inserito; mentre, seguendo la logica dello scambio e del mercato propria dei derivati, si pone l'esigenza che esso sia il più possibile oggettivo: ho prima osservato, con formula che riconosco poco più che impressionistica, «personalizzato».

Il rischio assume così una dimensione tutt'affatto particolare: esso non è considerato nella prospettiva del pregiudizio che può derivare da un evento, bensì con riferimento all'evento in quanto tale. Con le due conseguenze, evidentemente fra loro connesse, che ne diviene possibile una standardizzazione in termini discreti e che il flusso di pagamenti conseguente all'evento richiede di essere determinato o determinabile *ex ante*, non invece, come avviene con l'assicurazione, definito *ex post*.

5. *L'effetto leva.*

Mi sembra cioè che meriti di essere sottolineato, anche e forse soprattutto ai fini teorici e costruttivi che mi propongo, che la tecnica dei derivati, poiché vuole caratterizzarsi per la prospettiva del mercato, non si limita a isolare uno specifico rischio rispetto ad altri, ma lo considera e valuta in via soltanto oggettiva, a prescindere dal suo significato per individuate economie individuali: non vi è soltanto il riferimento a un «sottostante», come letteralmente l'espressione di «derivato» già implica, ma si prescinde dal suo significato per la situazione patrimoniale delle parti dell'operazione.

Qui del resto si spiega una delle caratteristiche dei derivati dalla quale conseguono i principali problemi per il suo utilizzo, quella che in termini economicistici viene definita come possibile *effetto leva*.

Con essi infatti diviene possibile, almeno in astratto, operare e speculare nel mercato a prescindere dalle reali dimensioni quantitative del dato assunto come «sottostante» e a prescindere dai limiti, in molti casi sia economici sia fisici, che potrebbero derivare dall'esigenza di una sua riferibilità ai singoli operatori.

Con la conseguenza da un lato che ne risulta l'eventualità, di sicura verifica in concreto, del formarsi di aggregati di domanda e di offerta tali da rappresentare un multiplo di quelli concernenti il «sottostante» medesimo.

E con la conseguenza, da un altro lato, che il singolo può trovarsi ad assumere un rischio non più proporzionale alla propria situazione economica, e che potrebbe allora rivelarsi insostenibile.

Dal che derivano due problemi risalenti e, ben può dirsi, tradizionali: per il primo aspetto se l'ampliamento in certo modo artificiale della domanda e dell'offerta che ne consegue del «sottostante» non sia tale da alterare il mercato del medesimo e, in particolare, da

pregiudicare la sua efficienza; per il secondo aspetto se l'eventualità di un'esposizione al rischio priva di proporzioni con la situazione patrimoniale della parte non richieda un intervento protettivo dell'ordinamento.

Né vi è forse bisogno di soffermarsi particolarmente per evidenziare quanto questi temi appartengano alla storia del problema.

Può essere sufficiente, con riferimento al primo, ricordare che in un contesto nel quale la preoccupazione politica si volgeva soprattutto al mercato dei titoli del debito pubblico la monarchia francese sentì l'esigenza di intervenire con provvedimenti come i decreti reali del 1724 (non a caso immediatamente successivi alla crisi del «*sistema di Lam*») e poi, in una nota situazione di crisi finanziaria, del 1785 e 1786: normative che la giurisprudenza continuò a utilizzare fino alla seconda metà dell'ottocento. Significativo è pure che in un momento storicamente fondativo come quello della formazione del *Börsengesetz* del 1896 si svolse un ampio dibattito in punto di *Termingeschäften*, specie quando nella forma di *Differenzgeschäften*, e in esso un ruolo rilevante ebbe la preoccupazione dei produttori agricoli che con tali operazioni si alterasse artificialmente la quotazione dei loro prodotti. Mentre nello stesso periodo si assisteva a un rilevante conflitto politico-giudiziario fra la borsa merci di Chicago e i *bucket shops*: la pretesa della prima, poi risultata vincente, di affermare un proprio monopolio come luogo per il compimento di operazioni le quali, dal punto di vista individuale degli operatori, presentavano caratteristiche strutturali e funzionali del tutto analoghe a quelle compiute nei secondi, potendo allora essere distinte soltanto dal punto di vista appunto del mercato in cui si svolgevano.

Ne risulta, e dovrò fra breve tornare sul punto, una specifica rilevanza del *contesto*, quello fornito dal mercato, al fine di decidere sull'ammissibilità dell'operazione e sulla sua stessa qualificazione.

Il che evidenzia, e non vi bisogno di dilungarsi ora sul punto, l'emergere di una prospettiva che va al di là degli interessi individuali delle parti e al contesto di mercato appunto si volge.

Pure è noto, e mi fermo qui nel ricordare questi aspetti, il ruolo decisivo che per una valutazione complessiva dell'area tematica cui sto accennando svolgono i convincimenti in merito al grado di efficienza del mercato: come avviene, per riferirmi a una recente posizione critica, con i temi evocati da *Lynn Stout*, quando segnala la presenza nel mercato di situazioni di *disagreement* e l'ostacolo che esse rappresentano per la possibilità che attività speculative contribuiscano a una migliore efficienza informativa.

Ma anche è notissima la rilevanza della seconda implicazione di quell'«effetto leva»: in quanto, questa volta dal punto di vista individuale delle o di una delle parti dell'operazione, può comportare un'esposizione al rischio sproporzionata rispetto alla loro situazione patrimoniale e porre allora l'interrogativo se e in che termini ne derivi un bisogno di protezione cui l'ordinamento deve provvedere.

Anche qui, del resto, può essere sufficiente una sommarissima ricognizione di alcuni dati rilevabili nella storia del problema. E posso perciò limitarmi a ricordarne due che mi sembrano, fra gli altri, significativi.

Significativo mi pare così che, in una fase giurisprudenziale per molti aspetti decisiva nell'evoluzione del diritto tedesco, quella non a caso immediatamente precedente all'emanazione del *Börsengesetz* del 1895 e del § 764 del *BGB* (sulla cui elaborazione ha direttamente influito), il *Reichsgericht* si sia orientato, al fine di definire le condizioni di piena efficacia giuridica dell'operazione, nel senso dell'elaborazione di una c.d. *Indizienlehre*, e che fra gli indizi di maggiore rilevanza per riconoscere oppure no un bisogno di protezione abbia appunto individuato quello risultante da una sproporzione fra la dimensione dell'impegno potenzialmente assunto e la concreta situazione patrimoniale della parte che la protezione invoca (e certo non può non essere significativo che un analogo orientamento giurisprudenziale era già emerso nella giurisprudenza francese e, a ben guardare, in significative coeve decisioni nordamericane).

E forse non è azzardato, se si condivide l'esigenza che il discorso comparatistico si svolga in termini funzionali, al di là quindi dei soli dati formali e tecnici, ravvisare una qualche consonanza con un dibattito giurisprudenziale che, ben più di recente, si è svolto nell'ordinamento francese: quello con cui ci si è chiesto se l'obbligazione di *couverture*, in concreto del deposito presso l'intermediario dei «margini», svolga non soltanto una funzione di tutela sistemica del mercato, ma anche di tutela individuale della parte alla quale viene richiesto, nel senso cioè di imporgli una qualche proporzionalità fra i mezzi di cui dispone e l'impegno che assume e così, fra l'altro, segnalargli la reale portata del secondo.

Si potrebbe anche osservare che al vertice questa esigenza di proporzionalità si pone in termini non del tutto distanti da quelli per cui in tema di disciplina dell'attività degli intermediari finanziari viene discussa la c.d. *know your customer rule*.

Ancora più noto è, d'altra parte, come queste prospettive assumano anche rilievo sul piano, e a volte con esso tendono a confondersi, dell'esigenze informative: come per certi aspetti già si rivelava per l'applicazione del § 764 *BGB*, ove centrale poteva essere l'«intento» soggettivo di una parte e la sua riconoscibilità dall'altra (aspetti in entrambi i quali si manifestava in concreto il ruolo di quella *Indizienlehre*), e che poi si rivelò nella singolare prospettiva, adottata dall'ordinamento tedesco nel 1989, che si sintetizzava con la formula della *Termingeschäftsfähigkeit kraft Information*.

Del resto, è ancora più banale ricordare che, a causa in definitiva proprio di quel possibile «effetto leva», i temi informativi assumano nel nostro contesto una particolare rilevanza. E pure qui, per sommariamente descriverli, può essere sufficiente un sintetico confronto con la fenomenologia assicurativa.

Nell'assicurazione, infatti, il rischio viene considerato per le sue caratteristiche individuali e per il modo in cui può riflettersi sul patrimonio dell'assicurato: sicché è inerente alla vicenda un'asimmetria informativa a favore di chi si presenta come cliente e si pone l'esigenza, al fine di consentire un corretto inserimento del singolo rischio nella massa, che egli

adeguatamente informi l'assicuratore che tale inserimento deve effettuare. Nel nostro contesto, invece, la considerazione del rischio avviene isolandolo anche dai suoi possibili riflessi individuali, guardando allora alla sua valutazione di mercato e alla quotazione che risulta dai suoi meccanismi, con la conseguenza che l'asimmetria informativa si presenta in termini in certo modo invertiti: nel senso che è l'operatore di mercato, non il cliente, quello che gode di un vantaggio informativo, traducendosi allora il bisogno di protezione nella posizione a carico del primo di doveri appunto di informazione.

6. Il problema dell'«astrattezza».

Credo in ogni caso, proseguendo in questa mia disordinata e approssimativa esposizione, agevolmente comprensibile perché il segnalato «isolamento» di un rischio e lo stesso «effetto leva» che ne può derivare siano stati per così dire tradotti dal giurista in termini di *astrattezza* del contratto derivato: l'eventualità di attribuzioni patrimoniali non immediatamente «giustificate» alla luce dell'economie individuali delle parti, senza comunque che sia riconoscibile un'adeguata *expressio causae*.

Si tratta del resto di una prospettazione tutt'altro che nuova, ma per tanti aspetti rilevabile nella lunga storia del problema.

Si pensi per esempio a quello che è forse il primo saggio moderno sull'argomento, il lavoro monografico di *Heinrich Thöl* del 1835: ove un ampio confronto con le figure disponibili per l'inquadramento delle vicende che ci occupano, e in primo luogo evidentemente quelle del giuoco e della scommessa, si conclude con la proposta di utilizzare lo schema della *sponsio*.

Ma si pensi anche alla proposta che, volendo ricercare la «causa» di alcuni contratti derivati, la individua nello scambio di flussi di pagamenti: il che, se non m'inganno, per un verso si traduce in una risposta soltanto formale al quesito, poiché il pagamento si caratterizza come attribuzione patrimoniale la cui «giustificazione» deve ricercarsi *aliunde*, per un altro verso, in quanto tale ricerca vorrebbe precludere, perviene in definitiva a ulteriormente sottolineare quella «astrattezza».

E in effetti, dal mio punto di vista grossolano di commercialista, potrebbe essere spontaneo segnalare che ci trova di fronte a una ipotesi di «astrattezza» ancora più marcata rispetto ad altre di cui tradizionalmente discorriamo e ci interroghiamo, come per esempio quelle riconoscibili con i titoli di credito, i crediti documentari e i contratti autonomi di garanzia. Nel nostro caso, a differenza di questi, non solo si vogliono instaurare meccanismi per i quali possono realizzarsi attribuzioni patrimoniali al verificarsi di eventi dalla cui rilevanza per le parti e per il loro patrimonio si prescinde, ma si vuole anche escludere (si deve escludere affinché il meccanismo funzioni) che la verifica *ex post* di una mancanza di «giustificazione» su questo piano implichi possibilità di reazione come quelle consentite dalle *conditiones* (eventualmente, come avviene in quei casi, adattate alle caratteristiche trilaterali della vicenda).

Il problema diviene allora, e nuovamente si tratta di un rilievo del tutto banale, di verificare se e in che termini questa (che chiamerei) «aspirazione all'astrattezza» che nella fenomenologia dei derivati si esprime possa trovare riconoscimento nell'ordinamento.

Osserverei anzi, indulgendo a una mia deprecata tendenza per i parallelismi storici, che il confronto con quelle altre vicende, specie con quella dei titoli di credito, potrebbe fornire utili indicazioni almeno sul piano metodologico.

Per un verso, e mi collego così a quanto osservavo all'inizio, poiché pure nel nostro caso ci troviamo di fronte a una realtà certamente multiforme e si pone allora il problema se e in quale prospettiva essa possa venire unitariamente considerata: il che, per ciò che concerne i titoli di credito, può soltanto avvenire, volendosi orientare in tal senso, isolando il bisogno di protezione nei confronti dei rischi connessi alla negoziazione.

Per un altro verso in quanto, così ragionando, diviene inevitabile chiedersi come questo bisogno di protezione concretamente si atteggi, e allora quali siano i suoi limiti, per i derivati: la questione, in definitiva, di quali siano le condizioni sulla cui base la loro aspirazione a una forma così accentuata di «astrattezza» può essere riconosciuta dall'ordinamento. Il problema, si potrebbe dire e direi, della «causa» dell'«astrattezza».

7. *La prospettiva della «scommessa autorizzata».*

In questo senso mi sentirei di osservare che ben poco può aggiungere alla discussione, salvo il riferimento a un dato di diritto scritto come l'art. 23 del t.u.f., una qualificazione della vicenda in termini di «scommessa autorizzata»: qualificazione spesso adottata nella nostra recente dottrina e giurisprudenza e che, verrebbe da dire, riprende più o meno consapevolmente la risalente sensazione che scorge una qualche assonanza fra il «giocare» in borsa e in un *casino*.

Debbo in proposito esprimermi in maniera ancora più sommaria e apodittica. La mia sensazione è in effetti che le figure previste dall'art. 1933 cod. civ. in certo modo abbiano perso, e proprio a causa dell'omogeneo trattamento normativo cui sono sottoposte, la loro tipicità: non vi è più il problema, alle origini sicuramente rilevante, di distinguerle, di distinguere cioè il giuoco e la scommessa, ma esse si definiscono soltanto per la circostanza generica trattarsi di operazioni il cui esito giuridico consegue alla sorte e, in termini negativi, per non essere fra quelle «autorizzate» dall'ordinamento.

Tenderei a dire che il giuoco e la scommessa sono ormai divenuti, e da tempo, una endiadi e vengono così a costituire una sorta di schema generale per la categoria del contratto aleatorio: sicché la loro disciplina svolge in concreto un ruolo residuale, quello appunto di regolare le operazioni aleatorie per cui l'ordinamento non predispone una specifica normativa.

Se ciò si condivide, e mi rendo conto che sarebbe necessario un ben più ampio argomentare, discorrere nel nostro caso di «scommessa autorizzata» vale soltanto a sottolineare il significato aleatorio della vicenda, ancora non è in grado di segnalarne le specificità e, ciò che soprattutto interessa, le ragioni per un trattamento difforme rispetto a quanto previsto dall'art. 1933 cod. civ. Sarebbe un po' come dire, e mi parrebbe ugualmente esatto, che la

rendita vitalizia o l'*emptio spei* o in certo modo persino l'assicurazione sono pur esse «scommesse autorizzate» (e del resto, per quanto concerne in particolare l'ultima, è ben nota l'evoluzione storica che ha visto, con il progressivo affermarsi del principio indennitario, il suo distacco dall'operazione di pura sorte).

Mi sembra in sostanza che l'orientamento cui si accenna abbia soprattutto il pregio di segnalare quello che potrebbe considerarsi il cuore del problema: il senso cioè, e allora anche i limiti, della «autorizzazione» per cui la «scommessa» che si realizza con i derivati avrebbe il pieno riconoscimento dell'ordinamento, superandosi così il suo generale atteggiamento di «neutralità».

E potrebbe anche suggerire la necessaria rilevanza, nello specifico contesto, di interessi di ordine generale, appunto ordinamentali e sul piano di quella che classicamente si è chiamata la funzione economico-sociale. In effetti, dal punto di vista degli scopi individuali dello scommettitore non vi è alcuna differenza a seconda che si faccia riferimento ai contesti individuati dall'art. 1934 cod. civ. ovvero ad altri (e lo stesso potrebbe dirsi, come del resto confermato dalla storia, per le lotterie di cui all'art. 1935 cod. civ.): si tratta, con tutta evidenza, di una scelta politica la quale per un verso ritiene che la possibilità di scommesse pienamente efficaci sia in grado di servire allo sviluppo di attività meritevoli di essere incentivate, per un altro assume che tali contesti non meritino la parziale riprovazione altrimenti riservata a quello in cui si svolgono i giochi e le scommesse.

8. Copertura, speculazione...

E se ci si muove in questa direzione mi sembra che il discorso debba essere svolto con riferimento al «mercato», il contesto appunto che si è constatato decisivo per la caratterizzazione dei derivati, ponendo allora in confronto con esso le tre formule nelle quali mi sembra sia possibile sintetizzare la discussione che ci occupa: quelle di *copertura*, di *speculazione* e, per il profilo certamente più delicato, di *razionalità*.

Le prime due segnalano, secondo una prospettiva che ben può definirsi antica e risalente, che l'operazione economica può in concreto essere uno strumento per realizzare finalità speculative le quali, come già avvertiva *Max Weber*, si potrebbero ugualmente perseguire, ma con tecniche più complesse e almeno dal punto di vista giuridico più costose; oppure servire a una funzione di tipo assicurativo, con l'obiettivo di neutralizzare economicamente un rischio cui si è in concreto esposti.

Il che, per entrambi i profili, pone un problema che grossolanamente definirei di *tipicità*: potendosi chiedere, con riferimento al primo, se l'indubbia possibilità di conseguire risultati economicamente analoghi con altre tecniche giuridiche, in definitiva di speculare, sia ragione sufficiente per ritenere utilizzabile anche quella, allora atipica, dei derivati (i quali, se non altro, consentono un più ampio dispiegarsi di quell'«effetto leva» cui ho accennato); e potendosi chiedere, con riferimento al secondo, se e in che termini un risultato di tipo assi-

curativo possa essere perseguito con modalità giuridiche diverse da quelle previste per il contratto di assicurazione, in particolare sottraendosi alla disciplina e, soprattutto, ai controlli per esso previsti.

Sotto questi aspetti, e specialmente per quanto concerne il secondo, la mia tendenza a ricercare parallelismi sistematici potrebbe indurmi a riconoscere al fondo del tema una qualche assonanza con il dibattito che si è avuto quando ci si chiedeva se la disciplina della fideiussione fosse tale da consentire il riconoscimento nel sistema di altre forme, allora atipiche, di garanzia personale prive del carattere della «accessorietà».

Non credo, d'altra parte, che la distinzione fra finalità di «copertura» e di «speculazione» possa realmente consentire l'elaborazione di un criterio utilizzabile ai nostri fini, per distinguere cioè derivati «buoni» e «cattivi».

Ciò, ritengo, non tanto per il diffuso rilievo secondo cui tali finalità apparterrebbero all'area dei motivi individuali, in principio giuridicamente irrilevanti. In quanto, a ben guardare, è tutt'altro che estranea alla storia del nostro problema la sensazione che ai motivi possa guardarsi (e si pensi alla formulazione stessa dello storico § 764 BGB): poiché, mi sentirei di osservare, la valutazione di comportamenti di per sé «neutrali» pone l'esigenza di prospettive più ampie di quelle desumibili da una considerazione della loro sola «funzione economico-sociale». E nemmeno, pure osserverei, per il rilievo ancora più diffuso (e che al primo almeno in parte si sovrappone) secondo cui in effetti è tecnicamente necessario che, quando si ricerca una «copertura», la si trovi presso uno «speculatore»: così come, si è correttamente osservato, la funzione indennitaria del contratto di assicurazione si coglie considerando la posizione dell'assicurato, non quella dell'assicuratore.

Mi convince invece della impraticabilità di quella distinzione la considerazione che, se i precedenti cenni possono condividersi, elemento caratterizzante dei derivati è il riferimento al mercato, dovendosi allora francamente riconoscere che da esso è ineliminabile un elemento di speculazione: e mi piace del resto ricordare che il punto era già stato sottolineato, proprio nell'analisi di fenomenologie come la nostra, da *Pierre-Joseph Proudhon* nel 1853.

Osserverei d'altra parte che una funzione di «copertura» può in concreto riconoscersi solo sulla base di un confronto con la situazione patrimoniale della parte, e non è certo un caso che a tal fine siano stati a volte utilizzati strumenti valutativi come quelli desunti dalla teoria del collegamento negoziale. Il che, credo, significa in definitiva smentire, in certo modo aprioristicamente, quella «aspirazione all'astrattezza» che mi pare invece alla base della nostra fenomenologia e all'origine dei problemi che pone per il giurista.

Naturalmente, a scanso di equivoci è appena il caso di segnalarlo, senza negare l'eventualità che l'ordinamento alla distinzione fra «copertura» e «speculazione» assegni rilevanza nel dettare le condizioni per l'accesso al mercato: come avviene, pur in diverso modo, con il *Dodd-Frank Act* e con il regolamento *Emir*.

9. ... e razionalità.

Molto più delicato, ma anche più promettente, mi sembra il terzo profilo cui ho fatto cenno, quello per cui anche nella giurisprudenza si propone un'esigenza di *razionalità* dell'operazione.

Ne risulta una prospettiva che potrebbe dirsi trasversale, poiché «razionale» o per converso «irrazionale» potrebbe essere sia un'operazione di «copertura» sia un'altra di «speculazione». E una prospettiva la quale, forse a causa di una mia deformazione mentale, presenta il pregio di ricondurre il discorso a temi certamente di lunga durata.

Non vi è bisogno forse di dilungarsi per ricordare che l'affermazione ottocentesca della società borghese, la quale voleva descriversi come «razionale» (e fondata sull'etica del lavoro), valse in certo modo ad esasperare l'ancora più risalente problema ideologico di giustificare le attività speculative inevitabilmente presenti nel mercato; e neppure di ricordare che, per quanto qui ci interessa, ne risultò uno sforzo volto appunto a distinguere fra speculazione «razionale» e «irrazionale».

Un tema il quale, per tacer d'altro, si presentò nella ricordata controversia politico-giudiziaria fra la Borsa di Chicago e i *bucket-shops*; e che, nella cultura giuridica francese, ha indotto a importanti elaborazioni con cui si vuole sottolineare una differenza fra *chance* ed *hazard*.

Merita forse perciò di chiedersi, se non altro per l'utilità di confrontarsi con prospettive di così ampia portata, quale possa essere ai nostri fini il ruolo di questa esigenza di «razionalità».

Il che, mi sembra evidente, impone di andare oltre il suo significato soltanto generico e di tentare, in via ovviamente soltanto provvisoria e approssimativa, una sua considerazione analitica. Può trattarsi in effetti di una «razionalità» da verificare dal punto di vista *individuale* della parte oppure da ricercare in termini *oggettivi*.

Il primo punto di vista è quello sicuramente più noto. Esso richiama in definitiva quell'esigenza di «proporzionalità» dell'operazione rispetto alla situazione economica del soggetto e assume rilievo tecnico-giuridico per il tramite di un'applicazione della *know your customer rule*: si traduce cioè in una regola di comportamento dell'intermediario e, in principio, in una ragione di sua responsabilità.

Significativo è anche che non siano mancati esemplari di diritto scritto volti a circoscrivere gli operatori abilitati a compiere operazioni come quelle in discorso: come avveniva in modo per così dire estremo con il *Börsengesetz* del 1896, che richiedeva l'iscrizione in un apposito registro, ma è avvenuto anche con quello successivo del 1908 con il quale si faceva riferimento al generale registro di commercio, e in definitiva ancora avviene oggi con il § 37e del *Wertpapierhandelsgesetz*, quando esclude l'applicazione del § 762 *BGB* (la disposizione generale in tema di giuoco e scommessa) nell'ipotesi in cui una parte operi secondo un modello di comportamento imprenditoriale.

Il che può in definitiva significare, dal punto di vista cui ora si accenna, che in tale modello di comportamento viene individuato il ricercato indice di «razionalità».

E può anche, in termini più generali e in un discorso di vertice, indurre a ravvisare una qualche assonanza con le prospettive che a volte ravvisano la «causa» di specifiche operazioni economiche non tanto in una loro considerazione isolata, quanto per la loro partecipazione a un'attività imprenditoriale, nella dimensione cioè dell'attività e non dell'atto: come, per esempio, credo possa avvenire con riferimento al contratto autonomo di garanzia.

Più delicato, ma penso più interessante, è il tema se sia anche possibile un discorso oggettivo, volto allora a considerare l'operazione in quanto tale e a definirne così le condizioni di rilevanza nell'ordinamento. Il che, credo, potrebbe avvenire soltanto facendo riferimento a quella che chiamerei la *razionalità del mercato*.

Tento di spiegarmi in estrema sintesi. Ho in precedenza osservato che la nostra fenomenologia si caratterizza in quanto, al di là delle specifiche forme tecniche che concretamente assume, vuole riferirsi ai meccanismi di mercato e avvalersi dei loro esiti per le finalità, siano esse di «copertura» o di «speculazione», che con esse si perseguono. Se così è, potrebbe non essere azzardato osservare che la loro utilizzazione presuppone che in concreto di tali meccanismi effettivamente ci si avvalga e che sarebbe in definitiva contraddittoria una scelta la quale, a prescindere dal suo grado di consapevolezza, non facesse riferimento ai loro esiti.

Così, per facile l'esempio più facile, mi sentirei di dire che i derivati climatici sono tali solo quando vi è un mercato nel quale sono negoziati e possono essere quotati: sicché, se tale mercato non esiste o nel caso in cui siano scambiati per un corrispettivo diverso dalle sue quotazioni, la loro qualificazione potrebbe dover essere quali «mere» scommesse e, se si vuol dire, «irrazionali».

Ciò potrebbe significare, in concreto, che le scelte delle parti richiedono di essere confrontate con la razionalità del mercato e che solo se con essa oggettivamente coerenti possono produrre i loro pieni effetti.

E potrebbe significare, per un profilo di immediata rilevanza a fini applicativi, che nel nostro contesto assume rilevanza, e in termini oggettivi, un profilo che in sede generale deve ritenersi invece di per sé irrilevante. Mi riferisco alla scelta, sicuramente in principio consentita all'autonomia privata, di definire un prezzo in termini divergenti da quello di mercato: nel nostro caso, invece, poiché al mercato si fa per definizione riferimento e poiché altrimenti l'operazione risulterebbe priva della sua intrinseca «razionalità», ciò non mi pare possibile e condurrebbe a privarla, se si vuol dire, della sua «causa concreta».

Del resto, aggiungerei, il punto è almeno implicito se non altro quando si tratta di negoziazioni nei mercati regolamentati: le quali, come si dice con significativa espressione, si traducono in una (che per molti aspetti si presenta come unilaterale) «presa di posizione» nel mercato medesimo, significando la successiva negoziazione nell'assunzione di un'altra «posizione» di segno inverso. Mentre, credo, le operazioni *over-the-counter* richiedono di essere intese come quelle che, pur in un diverso contesto, tali esiti intendono simulare, in particolare per quanto concerne i rapporti con un mercato al quale non si partecipa direttamente, ma si vuol fare riferimento.

INFORMAZIONI PRIVILEGIATE: NUOVE ISTRUZIONI PER L'(AB)USO

ALDO LAUDONIO

SOMMARIO: 1. L'abuso di mercato in una capsula del tempo. — 2. Attriti tra principi e precetti. — 3. (segue) Poca chiarezza, molta oscurità ed una dose di ignavia. — 4. L'*insider* di se stesso nella nuova disciplina: il requisito dell'alterità dell'informazione rispetto al suo utilizzatore... — 5. ...ed il requisito della liceità dei propositi dell'*insider*. — 6. Troppi attori sul palco delle riforme?

Qui tutto era scabro, positivo, puritanesamente cattivo.
Giuseppe Tomasi di Lampedusa, *I gattini ciechi*

1. L'abuso di mercato in una capsula del tempo.

Non è esagerato affermare che le aspettative degli operatori e degli interpreti intorno alla riforma della normativa europea sugli abusi di mercato¹ fossero elevate e che nell'attesa

¹ Sebbene la novità dei testi non abbia ancora consentito la formazione di un'articolata riflessione al riguardo, alcune anticipazioni, spunti e prime analisi si possono rinvenire in FR. MUCCIARELLI, *La nuova disciplina eurounitaria sul market abuse: tra obblighi di criminalizzazione e ne bis in idem*, 2015, p. 1 ss., disponibile sul sito <http://www.penalecontemporaneo.it>; M. SEPE, *Abusi di mercato*, in *Manuale di diritto bancario e finanziario*, a cura di F. Capriglione, Padova, 2015, p. 771 s., 787 s., 791 ss.; M. HAENTJENS, P. DE GIOIA-CARABELLESE, *European banking and financial law*, New York, 2015, p. 42 ss.; P. SFAMENI, A. GIANNELLI, *Diritto degli intermediari e dei mercati finanziari*², Milano, 2015, p. 332; F. D'ALESSANDRO, *Regolatori del mercato, enforcement e sistema penale*, Torino, 2014, p. 78 ss.; L. FOFFANI, *Politica criminale europea e sistema finanziario: l'esempio degli abusi di mercato*, in *Dir. pen. cont.*, 2014, n. 3-4, p. 66 ss., ove anche per un panorama degli apparati sanzionatori in ambito europeo (su cui si veda anche la valutazione d'impatto delle proposte di regolamento e direttiva sugli abusi di mercato, contenuta nella Comunicazione della Commissione SEC(2011) 1217, p. 25 ss.); S. GIAVAZZI, *L'abuso di informazioni privilegiate*, in *Diritto penale delle società*, I, a cura di G. Canzio, L.D. Cerqua e L. Lupária, Padova, 2014, p. 673 ss.; M. VENTORUZZO, *Comparing insider trading in the United States and in the European Union: history and recent developments*, Law Working Paper 257/2014, p. 21 ss.; G. STRAMPELLI, *L'informazione societaria a quindici anni dal T.U.F.: profili evolutivi e problemi*, in *Riv. soc.*, 2014, p. 991 ss.; E. AMATI, *Abusi di mercato e sistema penale*, Torino, 2012, p. 55 ss., 427 ss.; A.F. TRIPODI, *Informazioni privilegiate e statuto penale del mercato finanziario*, Padova, 2012, p. 385 ss.. Ad ogni modo, attingere agli studi precedentemente realizzati è opportuno e spesso necessario, a ragione dei molteplici profili di continuità che, come si vedrà, legano gli ultimi interventi normativi europei ai loro predecessori ed a tale fine sin d'ora si segnalano, senza alcuna pretesa di completezza e con riguardo essenzialmente al panorama italiano: A.F. TRIPODI, *op. ult.*, *passim*; ID., *Commento agli artt. 180 - 187-quaterdecies t.u.f.*, in *Leggi penali complementari*, a cura di T. Padovani, Milano, 2007, p. 2515 ss.; M. MIEDICO, *Gli abusi di mercato*, in *Reati in materia economica*, a cura di A. Alessandri, Torino, 2012, p. 65 ss.; M.B. MAGRO, *Manipolazioni dei mercati finanziari e diritto penale. Una critica al modello di razionalità economica*, Milano, 2012, *passim* (in parte riprodotto anche nella voce *Manipolazioni del mercato*, in *Dig. disc. pen., agg.* *****), Torino, 2014, p. 345 ss.); C. DI NOIA, M. GARGANTINI, *Issuers at midstream: disclosure of multistage events in the current and in the proposed EU market abuse regime*, in *E.C.F.R.*, 2012, p. 485 ss.; IID., *Market abuse directive disclosure regime in practice: some margins for future actions*, in *Riv. soc.*, 2009, p. 782 ss.; FR. MUCCIARELLI, *Commento all'art. 184 t.u.f.*, in *Il testo unico della finanza*, a cura di M. Fratini e G. Gasparri, III, Torino, 2012, p. 2319 ss.; ID., *L'abuso di informazioni privilegiate: delitto e illecito amministrativo*, in *Dir. pen. e proc.*, 2005, p. 1465 ss.; ID., *L'insider trading nella nuova disciplina del d.lgs. 58/98*, in *Riv. trim. dir. pen.*

stesse subentrando una certa impazienza, considerate le svariate e crescenti problematiche legate all'esegesi ed all'applicazione dell'intricato *corpus* "multidimensionale" vigente.

Per molteplici ragioni, che nel presente scritto sarà possibile illustrare solo in relazione a taluni aspetti, le attese sono state però frustrate ed alle difficoltà tuttora irrisolte se ne

econ., 2000, I, p. 928 ss.; ID., *Speculazione mobiliare e diritto penale*, Milano, 1995, *passim*; L. FOFFANI, *Commento all'art. 184 t.u.f.*, in *Commentario t.u.f.*, a cura di F. Vella, II, Torino, 2012, p. 1775 ss.; ID., *Commento agli artt. 180 - 184 t.u.f.*, in *Comm. breve leggi pen. complementari*, a cura di F.C. Palazzo e C.E. Paliero, Padova, 2007, p. 713 ss.; ID., *La nuova disciplina penale dell'insider trading e delle frodi nel mercato mobiliare*, in *Riv. trim. dir. pen. econ.*, 1991, I, p. 911 ss.; F. CONSULICH, *La giustizia e il mercato. Miti e realtà di una tutela penale dell'investimento mobiliare*, Milano, 2010, *passim*; M. SEPE, *La repressione degli abusi di mercato*, in *L'ordinamento finanziario italiano*², a cura di F. Capriglione, II, Padova, 2010, p. 1095 ss.; F. SGUBBI, A.F. TRIPODI, voce *Abusi di mercato*, in *Ann. Enc. dir.*, II, Milano, 2008, p. 1 ss.; ID., D. FONDAROLI, *Diritto penale del mercato finanziario*², Padova, 2013, p. 5 ss.; V. NAPOLEONI, voce *Insider trading nel diritto penale*, in *Dig. disc. pen., agg. *****, Torino, 2008, p. 574 ss.; ID., *Insider trading: i pallori del sistema repressivo. Una ipotesi di lavoro*, in *Cass. pen.*, 2001, p. 2228 ss.; R. ZANNOTTI, *Il nuovo diritto penale dell'economia. Reati societari e reati in materia di mercato finanziario*², Milano, 2008, p. 397 ss.; S. SEMINARA, *Disclose or abstain? La nozione di informazione privilegiata tra obblighi di comunicazione al pubblico e divieti di insider trading: riflessioni sulla determinatezza delle fattispecie sanzionatorie*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2008, I, p. 331 ss.; ID., *Disposizioni comuni agli illeciti di abuso di informazioni privilegiate e di manipolazione del mercato*, in *Dir. pen. e proc.*, 2006, p. 9 ss.; ID., *Commento all'art. 180 t.u.f.*, in *Il Testo Unico della Finanza*, a cura di G.F. Campobasso, Milano 2002, p. 810 ss. (versione informatica); ID., *La tutela penale del mercato finanziario*, in *Manuale di diritto penale dell'impresa*², a cura di C. Pedrazzi, A. Alessandri, L. Foffani, S. Seminara e G. Spagnolo, Bologna, 2000, p. 620 ss.; ID., *Insider trading e diritto penale*, Milano, 1989, *passim*; AS. DI AMATO, *Gli abusi di mercato*, in *Tratt. dir. pen. impresa*, a cura di As. Di Amato, IX, Padova, 2007, 83 ss., 99 ss.; ID., voce *Insider trading*, in *Enc. dir., agg. I*, Milano, 1997, p. 677 ss.; E. PEDERZINI, E. AMATI, M. RONDINELLI, *La disciplina degli abusi di mercato (l. 18 aprile 2005, n. 62)*, in *Nuove leggi civ.*, 2007, p. 973 ss.; E. AMATI, *La disciplina degli abusi di mercato*, in *La legislazione penale compulsiva*, a cura di G. Insolera, Padova, 2006, p. 203 ss.; F. ANNUNZIATA, *Il recepimento della market abus e directive*, in *Corr. giur.*, 2005, p. 745 ss.; R. COSTI, L. ENRIQUES, *Il mercato mobiliare*, in *Trattato Cottino*, VIII, Padova, 2004, p. 196 ss., 224 ss.; G. FERRARINI, *La nuova disciplina europea dell'abuso di mercato*, in *Riv. soc.*, 2004, p. 43 ss.; G. MEO, *Le società di capitali. Le società con azioni quotate in borsa*, in *Tratt. dir. priv., dir. da M. Bessone*, XVII, 2002, p. 302 ss.; N. LINCIANO, A. MACCHIATI, *Insider trading: una regolazione difficile*, Bologna, 2002, *passim*; A. BARTALENA, voce *Insider trading*, in *Dig. disc. priv., sez. comm., agg. **, Torino, 2000, p. 408 ss.; ID., *Commento agli artt. 180-187 t.u.f.*, in *La disciplina delle società quotate nel Testo Unico della Finanza d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58*, a cura di P.G. Marchetti e L.A. Bianchi, II, Milano, 1999, p. 1988 ss.; ID., *Insider trading*, in *Trattato Colombo-Portale*, 10*, Torino, 1993, p. 219 ss.; ID., voce *Insider trading*, in *Dig. disc. priv., sez. comm.*, VII, Torino, 1992, p. 399 ss.; ID., *L'abuso di informazioni privilegiate*, Milano, 1989, *passim*; E. RIGOTTI, *L'abuso di informazioni privilegiate*, in *Intermediari finanziari, mercati e società quotate*, a cura di U. Patroni Griffi, M. Sandulli e V. Santoro, Torino, 1999, p. 1353 ss.; G.L. CARRIERO, *Commento all'art. 180 t.u.f.*, in *Commentario al Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, a cura di G. Alpa e F. Capriglione, III, Padova, 1998, p. 1654 ss.; ID., *Informazione, mercato, buona fede: il cosiddetto insider trading*, Milano, 1992, *passim*; M.L. ERMETES, *Commento all'art. 180 t.u.f.*, in *Il Testo Unico dell'intermediazione finanziaria*, a cura di C. Rabitti Bedogni, Milano, 1998, p. 979 ss.; F. MACCABRUNI, *Insider trading e analisi economica del diritto*, in *Giur. comm.*, 1995, I, p. 598 ss.; E. MUSCO, *I reati di insider trading*, in *Trattato Colombo-Portale*, 9*, Torino, 1994, p. 326 ss.; P.L. CARBONE, *Tutela civile del mercato e insider trading. 1. Il mercato e l'insider trading*, Padova, 1993, *passim*; A. BARTULLI, voce *Insider trading nel diritto penale*, in *Dig. disc. pen.*, VII, Torino, 1993, p. 111 ss.; ID., *Profili penali dell'«insider trading»*, in *Riv. soc.*, 1989, p. 988 ss.; F. GALGANO, *Gruppi di società, insider trading, OPA obbligatoria*, in *Contr. e impr.*, 1992, p. 637 ss.; P. ABBADESSA, *L'insider trading nel diritto privato italiano: prima e dopo la l. n.157/1991*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1992, I, p. 749 ss.; ID., *L'uso di informazioni privilegiate nei rapporti con le società*, in *Ann. Fac. Econ. Comm. Univ. Catania*, 1979, p. 597 ss.; AA. VV., *Il dovere di riservatezza nel mercato finanziario: «l'insider trading»*, a cura di C. Rabitti Bedogni, Milano, 1992, *passim*; C. PEDRAZZI, *Riflessioni sull'insider trading in ambito corporativo*, in *Riv. soc.*, 1991, p. 1661 ss.; P. CASELLA, *La legge sulla repressione dell'Insider Trading*, in *Giur. comm.*, 1991, I, p. 858 ss.; F. CARBONETTI, *Acquisto di azioni proprie e «insider trading»*, in *Riv. soc.*, 1989, p. 1009 ss.

sono sommate di nuove, talvolta anche particolarmente insidiose. Invero, sul piano strutturale, la parallela introduzione del reg. UE 596/14 (d'ora in avanti, "MAR") e della dir. 2014/57/UE (di seguito, "MAD 2"), pur segnando una profonda innovazione sul piano delle modalità europee di intervento nell'ormai dissodato campo della tutela dei mercati finanziari, in gran parte riproduce contenuti già presenti nella dir. 2003/6/CE (nel prosieguo, "MAD") e nelle sue disposizioni attuative ed integrative di livello inferiore², senza che sia peraltro prestata particolare attenzione per l'assetto sistematico risultante (anche all'interno del MAR stesso).

In estrema ed ellittica sintesi, fatti salvi ulteriori approfondimenti svolti in seguito, le principali novità riscontrabili nel ponderoso testo combinato (89 considerando e 39 articoli per il MAR; 32 considerando e 15 articoli per la MAD 2) consistono: *a*) nell'espansione dell'ambito applicativo della disciplina a mercati prima non inclusi (*multilateral trading facilities* - MTF - e *organized trading facilities* - OTF, con la corrispondente insorgenza di obblighi informativi anche per gli emittenti con titoli ivi negoziati) ed anche a scambi fuori mercato (o *over the counter* - OTC); *b*) nell'inclusione, anche se talvolta a fini specifici, di ulteriori strumenti finanziari (e non), contratti derivati, prodotti non finanziari, quote di emissione di anidride carbonica, condotte poste in relazione ad indici di riferimento ed altri ancora, precedentemente non previsti; *c*) nell'introduzione e minuziosa regolamentazione dell'istituto dei sondaggi di mercato, attraverso cui si può dar luogo alla comunicazione a uno o più potenziali investitori di informazioni, prima dell'annuncio formale di un'operazione, al fine di valutare il loro interesse; *d*) nell'anticipazione ed ampliamento degli obblighi di prevenzione e segnalazione in capo ai gestori di mercati ed agli intermediari; *e*) nella previsione di una disciplina speciale per il ritardo nella comunicazione di informazioni privilegiate riservata ad enti creditizi ed istituti finanziari; *f*) nella stigmatizzazione delle tecniche di negoziazione algoritmiche e ad alta frequenza (tratto questo, per vero, affrontato solo superficialmente nel MAR³); *g*)

² In tal senso, la tavola di concordanza allegata al MAR fornisce un'informazione parziale ed incompleta sui suoi rapporti con la normativa precedente, in quanto vengono indicate soltanto le corrispondenze tra i precetti del MAR e della MAD e non, ad esempio, quelle con le dir. 2003/124/CE, 2003/125/CE e 2004/72/CE e con il reg. CE 2273/2003 o anche con le disposizioni di terzo livello adottate dal CESR.

³ Per vero, al di là di una fugace menzione nei considerando (n. 38), il MAR cita espressamente tali diffusissime tecniche di negoziazione solo con riguardo alla manipolazione di mercato (art. 12, par. 2, lett. *c*) e rimette alla Commissione il compito di determinare in maniera non tassativa gli indicatori rilevanti per l'individuazione di tale condotta. In proposito, ci si limita ad esprimere più di una perplessità sulla legittimità di questa particolare previsione sanzionatoria, in primo luogo sul piano della chiarezza, in quanto la stessa descrizione della condotta non è desumibile da un'unica sede normativa, ma dev'essere integrata facendo riferimento a più atti, tra cui la MiFID 2 (v. *infra* in questa nota). In secondo luogo, viene in considerazione il rispetto del principio di irretroattività della legge penale, poiché sebbene l'elenco "non tassativo" elaborato dalla Commissione non concorra formalmente alla definizione della fattispecie, gli indici da esso individuati *de facto* integreranno la delimitazione volutamente presente nel MAR. Cosicché, se l'obsolescenza della regolamentazione nell'ambito degli abusi di mercato è certamente molto più rapida che in altri settori, ciò non può comunque giustificare nessuna erosione delle garanzie fondamentali riconosciute dalle costituzioni nazionali ed anche dalla CEDU solo allo scopo di evitare aggiramenti ed elusioni realizzabili con l'avanzamento della conoscenza e dei mezzi tecnici. Assai più dettagliata e polivalente è invece l'attenzione dedicata alle tecniche di negoziazione algoritmiche e ad alta frequenza nella MiFID 2 (dir. 2014/65/UE), che, oltre a fornirne una definizione (art. 4, par. 1, nn. 39 e 40: v. *infra*, *sub* nt. 54), dedica ad esse molti e corposi considerando (nn. 18, 20, 23, 50, 59 - 65, 67 - 68, 113.) e

nell'imposizione agli stati membri dell'obbligo di realizzare forme di tutela e di incentivazione delle segnalazioni di violazioni (*whistleblowing*); *b*) nella delineazione "minima" dei poteri di controllo ed indagine della autorità competenti e nell'intensificazione dei loro obblighi di cooperazione reciproci e con l'ESMA; *i*) nell'elencazione di un'ampia gamma di sanzioni amministrative accompagnata tuttavia da un'inversione dell'opzione punitiva, che privilegia la sanzione penale e ne sancisce anzi in alcuni casi l'obbligatorietà e l'esclusività, contrariamente a quanto avveniva nella MAD.

Nonostante tale ventaglio di importanti ed eterogenee novità, si affaccia una prima, preoccupante sensazione legata all'osservazione che a distanza di oltre 25 anni dal primo intervento comunitario in materia (la dir. 89/592/CEE) l'approccio ideologico che ha guidato l'ultima riforma non sia affatto mutato, ed anzi, sia pure sotto un'apparente revisione del lessico caratterizzante gli obiettivi perseguiti, vi sia stata una sensibile regressione rispetto a certi equilibri raggiunti con la MAD.

Ai fini di una preliminare comprensione di questo fenomeno sembra degna di attenzione quella lettura⁴ che nell'esaminare l'evoluzione legislativa europea con riguardo alla tutela del mercato finanziario sottolinea come essa sia indispensabile "sia per la *legittimazione* del

ne fa un significativo settore disciplinare, ossia prende in considerazione tali tecniche per sottoporre chi le adopera alla applicazione della direttiva stessa ed a tutta una serie di specifici obblighi finalizzati a contenere i peculiari rischi derivanti dalle modalità operative che queste implicano (art. 2, par. 1, lett. *d*), *iii*, *e* e *j*), *ii*, secondo trattino; art. 17), nonché a conformare queste ultime con riferimento a certi parametri (art. 49, sui *tick* di negoziazione). Chi ricorre alla negoziazione algoritmiche e ad alta frequenza, peraltro, effettuare specifiche segnalazioni al riguardo secondo quanto previsto dal MiFIR (art. 26, par. 3, reg. UE 600/2014). Oltre a ciò, i mercati regolamentati (ed anche i sistemi di *market making*) devono premunirsi contro il verificarsi di condizioni di negoziazione anormali generati da queste tecniche (art. 48, par. 6, MiFID 2) e possono imporre commissioni più elevate a chi le impiega gravando in particolar modo sul sistema operativo (art. 48, par. 9, ult. periodo, MiFID 2). Per articolate riflessioni sulle ricadute di queste tecniche sui mercati e sui principi fondamentali della loro regolazione, v. Y. YADAV, *How algorithmic trading undermines efficiency in capital markets*, di prossima pubblicazione in *Vanderbilt L. Rev.*, 2015, p. 3 ss.; EAD., *Structural insider trading*, 2015, in *Vanderbilt University Law School - Working Paper*, n. 15-8, p. 8 ss., disponibile sul sito <http://www.ssrn.com>; EAD., *Beyond efficiency in securities regulation*, 2014, *ivi*, n. 14-8, p. 5 ss., 26 ss.; G. STRAMPELLI, (nt. 1), p. 994 ss.. In ottica economica, sulla diffusione e sugli effetti del *trading* algoritmico e ad alta frequenza in nove stati dell'Unione Europea, si consultino ESMA, *High-frequency trading activity in EU equity markets*, 2014, p. 5 ss., disponibile sul sito <http://www.esma.europa.eu>; a livello italiano, V. CAIVANO, *The impact of high-frequency trading on volatility. Evidence from the italian market*, in *Quad. fin. CONSOB*, 2015, p. 7 ss.; mentre per un'analisi interdisciplinare: AA.VV., *High frequency trading. Definition, effects, policy issues*, *ivi*, 2012, *passim* (e spec. 22 s., per una tassonomia dei rischi per l'integrità e l'equo accesso al mercato, nonché p. 24 ss., per la delineazione di una serie di possibili interventi, poi in larga misura riprodotti nella MiFID 2).

⁴ Il riferimento è alla riflessione di F. CONSULICH, (nt. 1), p. 160 ss. Sul punto vale la pena puntualizzare che se per i primi provvedimenti europei in materia di repressione degli abusi nei mercati finanziari non era possibile rinvenire una disposizione nei vari trattati succedutisi che potesse fornire la base per l'esercizio del potere legislativo (ed era perciò lecito discutere, come fa l'autore citato, di "competenze implicite"; analoga lettura è svolta *a posteriori* anche da L. FOFFANI, *Politica criminale*, (nt. 1), p. 67) e per la sua rapida espansione, ora nella cornice del TFUE gli artt. 83, par. 2, e 86 hanno consolidato le fondamenta per l'azione normativa europea in materia penale, non senza che ciò continui comunque a determinare preoccupazioni e difficoltà interpretative: con diversi accenti e conclusioni, v. A. BERNARDI, *La competenza penale accessoria dell'Unione Europea: problemi e prospettive*, in *Dir. pen. cont.*, 2012, n. 1, p. 43 ss., spec. p. 51 ss.; C. SOTIS, *I principi di necessità e proporzionalità della pena nel diritto dell'Unione europea dopo Lisbona*, *ivi*, p. 111 ss., secondo cui "gli interessi finanziari sono beni dalla cui tutela dipende l'esistenza dell'Unione e questa loro caratteristica esistenziale cambia il rango dei beni in gioco rispetto

progetto europeo, sia per la *prosecuzione della costruzione comunitaria*, concludendo che “il mercato sia un interesse *coessenziale* alle finalità politiche ultime dell’Unione europea”. Si sottolinea, inoltre, condivisibilmente l’intima e circolare biunivocità del rapporto tra diritto e mercato europei, nella misura in cui il diritto crea il mercato⁵ e l’esistenza e l’integrità di quest’ultimo, di per sé assunta a bene giuridico, giustifica l’emanazione di sanzioni a suo presidio.

Ciò, in effetti, non è affatto nascosto all’interprete della disciplina sugli abusi di mercato: dal suo primo manifestarsi e fino ai più recenti epigoni, invero, essa ha sempre dichiaratamente avuto un afflato promozionale (variamente, del “buon funzionamento”, dell’“efficienza” o dell’“integrità” del mercato e della “fiducia” riposta in esso dagli investitori⁶), il che ha sempre reso particolarmente difficoltosa, se non del tutto impraticabile, la distinzione tra bene tutelato e finalità della sua protezione⁷. L’“identità tecnocratico-economica”, tuttora viva e centrale nella produzione normativa dell’Unione Europea - che del mercato ha fatto il proprio “simbolo identitario”⁸ -, si è anzi oggi integralmente disvelata, accentuando a tal punto la valenza di questi sintagmi da farli trascinare in maniera inedita dagli argini dei *recitals* fin nell’articolato; in entrambi gli artt. 1 della MAD 2 e del MAR si proclama in approssimativa stereofonia semantica che i nuovi precetti sono volti, nell’una, ad “assicurare l’integrità dei mercati finanziari all’interno dell’Unione [ed a] rafforzare la protezione degli investitori e la fiducia in tali mercati” e, nell’altro, a “garantire l’integrità dei mercati finanziari dell’Unione e accrescere la tutela degli investitori e la fiducia in tali mercati”⁹.

alle scale di valori nazionali, e, di conseguenza, modifica anche i termini di un eventuale giudizio di proporzione”; M.B. MAGRO, *Manipolazioni*, (nt. 1), p. 145 ss., ove anche ulteriori riferimenti. Per un riferimento sul rapporto di derivazione dal solo art. 83, par. 2, TFUE della nuova normativa europea sugli abusi di mercato, v. C. DI NOIA, M. GARGANTINI, *Issuers*, (nt. 1), p. 491, testo e nt. 23, i quali scrivevano quando MAR e MAD 2 erano ancora in gestazione.

⁵ Prospettiva, questa, certamente non inedita nel panorama dottrinario nazionale: sul punto ci si limita a rinviare alla nota trattazione di N. IRTI, *L’ordine giuridico del mercato*, Bari, 2003, p. 10 ss., peraltro anticipata nella particolare considerazione del mercato come di un “luogo giuridico” da T. PADOVANI, *Diritto penale della prevenzione e mercato finanziario*, in *Riv. it. dir. e proc. pen.*, 1995, p. 641.

⁶ Nel segno della sostanziale continuità sul versante teleologico si possono prendere a riferimento i considerando nn. 3 - 6 della dir. 89/592/CEE, seguiti dai considerando nn. 2, 12, 13, 24, 34 e 43 della MAD, ed infine gli attuali considerando nn. 1, 3, 7, 18 della MAD 2 ed ai nn. 2, 4, 8, 23, 24, 31, 44, 47, 57 e 63 del MAR.

⁷ Particolarmente calzanti anche nel limitato ambito qui esaminato sono le considerazioni di portata generale sul diritto penale economico svolte da A. ALESSANDRI, *Parte generale*, in *Manuale di diritto penale dell’impresa*², (nt. 1), p. 24, a parere del quale “il bene giuridico, inteso nell’accezione di bene *pre-esistente* alla comminatoria penale (ossia non da questa creato), individuabile concretamente nella realtà sociale e chiaramente riferibile al singolo o a gruppi di soggetti (la vita, il patrimonio, l’incolumità), rischierebbe in queste nuove forme di modelli punitivi di rarefarsi fino a non distinguersi da finalità puramente regolatorie. Le figure di reato si piegherebbero alla punizione di mere inosservanze ad obblighi e il bene giuridico non sarebbe più limite critico o «selettore» [...] all’interno del sistema punitivo, ma si identificherebbe con lo scopo della norma”. E più oltre si legge che “sembra affiorare semmai un uso «fondante» del bene giuridico: il bene giuridico come espressione *dell’esigenza dell’intervento della sanzione penale*” (p. 27).

⁸ I virgolettati presenti nella frase sono tratti da F. CONSULICH, (nt. 1), p. 178 s. A riprova della centralità del mercato nella costruzione politica e giuridica europea, merita di essere ricordato come la MAD sia stata la prima direttiva a vincolare gli stati nell’individuazione del tipo di risposta sanzionatoria alle violazioni individuate.

⁹ Tali dichiarazioni, ad ogni modo, non sono appannaggio esclusivo di MAR e MAD 2, costituendo viceversa un *Leitmotiv* dei preamboli di numerosissimi altri provvedimenti europei in ambito di mercati finanziari, come

Si potrebbe osservare che la mutata collocazione di queste elusive “clausole programmatiche”¹⁰ è tutto sommato ininfluenza nell’economia complessiva dei testi, ma non è così. All’opposto, se si riflette congiuntamente sull’accresciuta frequenza di questi vaghi enunciati, al climax sanzionatorio compiuto rispetto alle antecedenti sistemazioni della materia¹¹ ed infine al ricorso allo strumento del regolamento, ci si rende conto, su un piano più superficiale, della duttilità che queste clausole hanno dimostrato nel loro reiterato impiego per legittimare riforme della disciplina degli abusi di mercato profondamente diverse tra di loro, e, più a

attestato da L. ENRIQUES, S. GILOTTA, *Disclosure and Financial Market Regulation*, in *ECCI Working Paper Series in Law*, n. 252/2014, p. 5, nt. 6, leggibile sul sito <http://www.ssrn.com>.

¹⁰ Nella dottrina è osservazione diffusa quella per cui tali clausole rappresenterebbero “beni di natura indiscutibilmente generica, la cui esigenza di protezione affiorerebbe [...] per fronteggiare nuove forme di aggressione o di insidie, rispetto alle quali sarebbe difficile, se non impossibile, rinvenire destinatari specifici della salvaguardia penale, ossia vittime in senso criminologico” (A. ALESSANDRI, (nt. 7), p. 33; cui *adde*: P. SEVERINO, *Sicurezza dei mercati finanziari: interessi tutelati e strumenti di tutela*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 2014, II, p. 676 ss.; A.F. TRIPODI, *Informazioni*, (nt. 1), p. 15 ss., 120 ss., ove anche per un’ampia elaborazione in chiave ricostruttiva della tutela degli interessi diffusi dei risparmiatori; ID., *Commento*, (nt. 1), p. 2518 s.; FR. MUCCIARELLI, *Commento all’art. 184 t.u.f* (nt. 1), p. 2320 ss.; ID., *L’insider trading* (nt. 1), p. 928; ID., *Speculazione mobiliare* (nt. 1), 6 ss.; C.E. PALIERO, *Il diritto liquido. Pensieri post-delmasiani sulla dialettica delle fonti penali*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 2014, I, p. 1122 ss.; ID., *Nuove prospettive degli abusi di mercato?*, in *La crisi finanziaria: banche, regolatori, sanzioni (Atti del Convegno. Courmayeur, 25-26 settembre 2009)*, Milano, 2010, p. 58 s.; E. AMATI, *Abusi di mercato*, (nt. 1), p. 73 ss., spec. 78 s.; G. FERRARINI, (nt. 1), p. 46 ss., in cui si rinviene una rassegna ragionata di varie conclusioni raggiunte da studiosi statunitensi di analisi economica del diritto; A. BARTALENA, *Commento agli artt. 180-187 t.u.f* (nt. 1), p. 1991 s.; ID., *Insider trading*, in *Trattato Colombo-Portale*, (nt. 1), p. 235; T. PADOVANI, (nt. 5), p. 641 ss.; C. PEDRAZZI, voce *Mercati finanziari (disciplina penale)*, in *Dig. disc. pen.*, VII, Torino, 1993, p. 652; A. BARTULLI, voce *Insider trading*, (nt. 1), p. 117. Per una critica degli argomenti che legittimano l’intervento penale in ragione dell’esigenza di incrementare la fiducia degli investitori e, conseguentemente, accrescere la liquidità dei mercati, si rinvia alle fondate ed attuali considerazioni di E. MUSCO (nt. 1), p. 328 e di S. SEMINARA, *Insider*, (nt. 1), p. 81, che sottolinea il “valore altamente demagogico e forse ingannevole” di una legislazione in materia mobiliare “reclamizzata al fine di convincere il pubblico dell’integrità del mercato e della possibilità di compiere autonome valutazioni”.

Tenta viceversa un recupero della tutela del mercato, M.B. MAGRO, *Manipolazioni*, (nt. 1), p. 109 ss., inquadrandolo come “bene categoriale che si scompone in singoli interessi individuali, collegando i due piani collettivo ed individuale in termini di strumentalità del primo rispetto al secondo [...] così che l’offesa all’interesse superindividuale indivisibile coincide con quella di una pluralità di posizioni individuali, appartenenti ad una cerchia di persone, al corretto funzionamento del mercato”. L’autrice fonda peraltro il suo pensiero sul (discusso) afflato promozionale della fiducia nei mercati presente nella normativa europea: “Se è pur vero che la parità informativa non è un ideale né raggiungibile né auspicabile, d’altra parte non è neppure appetibile un mercato popolato da operatori che agiscono a partire da un privilegio informativo [...], in quanto questo deficit informativo inficia il *sentimento di fiducia* del pubblico verso l’istituzione mercato e verso le sue capacità di realizzazione del benessere collettivo” (p. 125).

¹¹ L’imposizione dell’obbligo di introdurre sanzioni penali per le fattispecie “più gravi” di abusi di mercato è fatta derivare dalle considerazioni presenti nel c.d. Rapporto De Larosiére in merito alla debolezza dei regimi sanzionatori di alcuni stati membri ed all’incentivo al *forum shopping* cui ciò poteva dar luogo (v. considerando 3 e 70 MAR e considerando 3 e 7 MAD 2). A dire il vero, sembra che siano stati altri e ben più sostanziosi moventi a spingere la recrudescenza repressiva sul versante penale, quali lo scandalo della manipolazione del Libor (espressamente citato nel considerando 7 MAD 2), rispetto al quale, tuttavia, la reazione, oltre che tardiva, pare decisamente spuntata, in quanto il Regno Unito, sede del maggior mercato finanziario europeo, ha deciso di non partecipare all’adozione della nuova direttiva (considerando 29 MAD 2). A ciò si può aggiungere l’attenzione (superficialmente) dimostrata nei confronti degli effetti distorsivi dell’operatività in derivati (considerando 10, 20, 43 MAR) e del *trading* algoritmico e ad alta frequenza (di cui si è già detto *supra*, *sub* nt. 3). Su quest’ultimo argomento nella nostra letteratura giuridica, v. G. STRAMPELLI, (nt. 1), p. 994 ss., ove anche per ampia documentazione.

fondo, del faticoso tentativo di preservare la sintonia di queste discipline rispetto a certi paradigmi del pensiero economico neoclassico persistentemente innestati in una serie di centrali opzioni normative.

Questo duplice sforzo non approda a miglioramenti significativi sul versante del deficit di determinatezza delle fattispecie sanzionate¹² e ciò risulta particolarmente grave a fronte dell'ampliamento dell'area del penalmente rilevante e del potenziale inasprimento punitivo¹³. Ancor più grave, però, è il generale offuscamento della comprensibilità e della ragio-

¹² Si consideri sin d'ora l'opinione di A. ALESSANDRI, *Prime riflessioni sulla decisione della Corte Europea dei Diritti dell'Uomo riguardo alla disciplina italiana degli abusi di mercato*, in *Giur. comm.*, 2014, I, p. 863 s., per il quale “resta pesante come un macigno il fatto che la Direttiva nell'imporre l'obbligo di adottare sanzioni penali descrive le possibili fattispecie in *termini inaccettabilmente generici*” (corsivo aggiunto), e di seguito aggiunge che “la genericità della formulazione offerta dalla Direttiva tradisce esemplarmente l'impostazione tecnocratica ed efficientista degli uffici di Bruxelles, troppo acriticamente accolta dal Parlamento”. Altrettanto critica è la valutazione di P. MONTALENTI, *Abusi di mercato e procedimento Consob: il caso Grande Stevens e la sentenza CEDU*, in *Giur. comm.*, 2015, I, p. 483, secondo cui “il legislatore europeo fa salva, nell'art. 30, la comminazione di sanzioni penali [...], *ma non detta alcun criterio per distinguere le fattispecie amministrative dalle fattispecie di reato, salvo limitarsi al criterio, del tutto generico e indefinito, dei casi gravi*”.

¹³ Oggi, infatti, la MAD 2 impone agli stati di sanzionare penalmente le fattispecie di cui agli artt. 3, 4 e 5, almeno nei casi più gravi ed in presenza di dolo, mentre il MAR impone l'infrazione di una varietà di sanzioni amministrative (art. 30) rispetto alle omologhe fattispecie da esso separatamente definite (artt. 8, 10, 12). L'introduzione di una sanzione amministrativa diviene, però, solo accessoria, ove sia già prevista una sanzione penale, così ribaltando il rapporto facoltà/obbligo introdotto con l'art. 14 MAD (l'osservazione è già corrente: *ex multis*, v. F. VIGANÒ, *Doppio binario sanzionatorio e ne bis idem: verso una diretta applicazione dell'art. 50 della Carta?*, in *Dir. pen. cont.*, 2014, n. 3-4, p. 231 s.; G.M. FLICK, V. NAPOLEONI, *Cumulo tra sanzioni penali e amministrative: doppio binario o binario morto?*, in *Riv. soc.*, 2014, p. 982 ss.; A. ALESSANDRI, (nt. 12), p. 861 ss.).

nevolezza della disciplina provocato dalla pervicace adesione all'*Efficient Capital Market Hypothesis*¹⁴ ed al ricorso al suo armamentario concettuale, oltre al contestatissimo ed apparentemente inestirpabile riferimento alla garanzia della parità informativa¹⁵. Per vero, proprio la

¹⁴ A livello istituzionale avrebbe dovuto quantomeno suggerire una certa cautela nell'impostazione della riforma della disciplina degli abusi di mercato il fatto che nel 2013 il premio Nobel per le scienze economiche sia stato assegnato sia al prof. Fama, padre della *Efficient Capital Market Hypothesis*, sia al prof. Shiller (una sintetica esposizione delle tesi ed indicazioni bibliografiche sono rinvenibili in ECONOMIC SCIENCES PRIZE COMMITTEE OF THE ROYAL SWEDISH ACADEMY OF SCIENCES, *Understanding asset prices*, 2013, p. 30 ss., 55; cui *adde* almeno R.J. SHILLER, *Irrational exuberance*³, Princeton, 2015 e ID., G.A. AKERLOF, *Animal spirits*, Princeton, 2009), uno dei più noti esponenti della *behavioral finance* (su cui v. *infra*, sub nt. 53), per più versi contrapposta alla corrente di pensiero facente capo al primo studioso. Per la formalizzazione dell'ECMH ed ulteriori riflessioni: E.F. FAMA, *Efficient capital markets: a review of theory and empirical work*, in *J. Fin.*, Vol. 25, 1970, p. 383 ss.; ID., *Efficient capital markets: II*, *ivi*, Vol. 46, 1991, p. 1575 ss.; ID., *Market efficiency, long-term returns, and behavioral finance*, in *J. Fin. Econ.*, 1998, Vol. 49, p. 283 ss.. Un'illustrazione dei risultati paradossali (paralisi delle negoziazioni, "assottigliamento" del mercato) a cui questa teoria, nella sua formulazione ortodossa, può dare luogo, v. S.J. GROSSMAN, J.E. STIGLITZ, *On the impossibility of informationally efficient markets*, in *Am. Econ. Rev.*, 1980, Vol. 70, p. 393 ss., i quali concludono: "The result that competitive equilibrium is incompatible with informationally efficient markets should be interpreted as meaning that speculative markets where prices reveal a lot of information will be *very thin* because it will be composed of individuals with very similar beliefs" (corsivo aggiunto). Per un'attenta ricostruzione della forte influenza che l'ECMH ha avuto sulla dottrina giuridica statunitense, v. da ultima Y. YADAV, *How algorithmic trading*, (nt. 3), p. 23 ss.; EAD., *Beyond*, (nt. 3), p. 9 ss., testo e note, nonché a p. 21 ss. per una sintesi delle critiche; cui *adde* A. BRAV, J.B. HEATON, *Market indeterminacy*, in *J. Corp. L.*, 2003, Vol. 28, p. 518 ss.. Per ulteriori descrizioni ed informazioni in lingua italiana, v. G. STRAMPELLI, (nt. 1), p. 1018 s., testo e note; A. PERRONE, *Informazione al mercato e tutele dell'investitore*, Milano, 2003, p. 4 ss.; P. GIUDICI, *La responsabilità civile nel diritto dei mercati finanziari*, Milano, 2008, p. 257, testo e nt. 123; V. CARIDI, *Danno e responsabilità da informazione al mercato finanziario*, Milano, 2012, p. 6 ss., ove per una dettagliata disamina del tema della fiducia nei mercati finanziari e per la affermazione - pienamente condivisibile - secondo cui "anche quando attuato in una prospettiva prettamente giuridica, lo studio del rapporto tra informazione e mercato e, conseguentemente, della patologia di tale rapporto, non si è mai realmente emancipato dall'idea della piena razionalità degli agenti economici"; C. ANGELICI, *La società per azioni. Principi e problemi*, I, in *Tratt. dir. civ. comm.*, già diretto da A. Cicu, F. Messineo e L. Mengoni e continuato da P. Schlesinger, Milano, 2012, p. 522 ss. (con argomenti in parte anticipati ed in parte più analiticamente esposti in ID., *Su mercati finanziari, amministratori e responsabilità*, in *Riv. dir. comm.*, 2010, I, p. 1 ss.). Sin d'ora comunque si richiama l'avvertimento di F. DENOZZA, *Mercato, razionalità degli agenti e disciplina dei contratti*, in *I contratti per l'impresa - I. Produzione, circolazione, gestione, garanzia*, a cura di G. Gitti, M. Maugeri, M. Notari, Bologna, 2013, p. 91, a respingere "l'ingenua idea dell'esistenza di un mercato perfetto che si auto-invera automaticamente quando tutti gli interessati agiscono con perfetta razionalità. Non esiste un mercato ipostatizzato. Esistono invece tante possibilità di mercati diversi ciascuno con le sue caratteristiche e con la sua particolare configurazione dei ruoli dei diversi agenti".

Oltre che sulle ripercussioni nei mercati finanziari, S. GILOTTA, *Trasparenza e riservatezza nella società quotata*, Milano, 2012, p. 67 ss., 117 ss.; ID., *Disclosure in securities markets and the firm's need for confidentiality: theoretical framework and regulatory analysis*, in *Eur. Bus. Org. L. Rev.*, 2012, Vol. 13, No. 1, p. 68, 78 ss., si sofferma sulle conseguenze paralizzanti sul piano concorrenziale dell'ipotetica imposizione di eccessivi obblighi di trasparenza informativa.

¹⁵ Oggi inserito nel considerando 24 del MAR (ma curiosamente assente nella MAD 2): "La questione di sapere se una persona abbia violato il divieto di abuso di informazioni privilegiate o tentato di abusare di informazioni privilegiate dovrebbe essere analizzata alla luce delle finalità del presente regolamento, che è quella di tutelare l'integrità del mercato finanziario e rafforzare la fiducia degli investitori, la quale si fonda, a sua volta, sulla garanzia che gli investitori siano posti su un *piano di parità* e tutelati dall'abuso di informazioni privilegiate". Stupisce la selettiva persistenza dell'originaria indicazione del legislatore comunitario, a suo tempo accolta nei lavori che hanno preceduto l'introduzione della l. 157/1991, prima disciplina italiana sull'abuso di informazioni privilegiate, e poi superata nelle successive riforme. Per una rassegna delle numerose e serrate critiche al c.d. *market egalitarianism* in ogni sua accezione, v. G. STRAMPELLI, (nt. 1), p. 1037 ss.; L. ENRIQUES, S. GILOTTA, (nt. 9), p. 6 s., sostenendo che tale concezione sia stata superata dalle conclusioni raggiunte dalla *Efficient Capital Market Hypothesis*, su cui v. *supra*, sub nt. 14; C. DI NOIA, M. GARGANTINI, *Issuers*, (nt. 1), p. 528 ss.; IID., *The*

market abuse, (nt. 1), p. 796; M. FRATINI, *Diritto dei mercati finanziari*, Bari, 2013, p. 344 s., sebbene poco prima si legga: “La trasparenza [...], unita alla *parità tra gli operatori* (professionali e non), costituisce il pre-requisito fondamentale di corretto funzionamento del mercato” (corsivo aggiunto); FR. MUCCIARELLI, *Commento all'art. 184*, (nt. 1), p. 2323 s., che fa purtuttavia cenno alla funzione delle norme di garantire “la tendenziale parità informativa” di chi opera sul mercato (p. 2351); G. GASPARRI, *Commento all'art. 187-bis t.u.f.*, in *Il testo unico della finanza*, a cura di M. Fratini e G. Gasparri, (nt. 1), p. 2434 ss.; E. MACRÌ, *Informazioni privilegiate e disclosure*², Torino, 2010, p. 28 ss., ove anche per altri riferimenti; F. SGUBBI, A.F. TRIPODI, (nt. 1), p. 3, testo e nt. 12; ID., D. FONDAROLI, (nt. 1), p. 35; V. NAPOLEONI, voce *Insider trading*, (nt. 1), p. 579; R. ZANNOTTI, (nt. 1), p. 403 s.; E. VENAFRO, *Il nuovo oggetto di tutela della fattispecie di insider trading*, in *Dir. pen. e proc.*, 2007, p. 950 ss.; A.F. TRIPODI, *Commento agli artt. 180 - 187-quaterdecies*, (nt. 1), p. 2518; AS. DI AMATO, (nt. 1), p. 91 s.; E. RAGNI, *Primi segnali di un'inversione di tendenza nell'esperienza applicativa del reato di insider trading* (nota a Trib. Brescia, 25 giugno 2002), in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2003, II, p. 739, testo e nt. 17; A. PERRONE, (nt. 14), p. 155 s., testo e nt. 5; S. SEMINARA, *Commento all'art. 180 t.u.f.*, (nt. 1), p. 811 (versione informatica); ID., *La tutela*, (nt. 1), p. 621; ID., *Gli interessi tutelati in rapporto ai soggetti attivi della fattispecie penale*, in *Il dovere di riservatezza*, (nt. 1), p. 355 s.; ID., *Insider trading*, (nt. 1), p. 30 ss., 73 ss., 80 ss.; A. BARTALENA, *Commento all'art. 180 t.u.f.*, (nt. 1), p. 1993; ID., *Insider trading*, in *Trattato Colombo-Portale*, (nt. 1), p. 230 s.; ID., *L'abuso*, (nt. 1), p. 9 s., 81 ss.; E. RIGOTTI, (nt. 1), p. 1353 s., 1356; F. MACCABRUNI, (nt. 1), p. 604, 607 ss.; E. MUSCO, (nt. 1), p. 328 s.; P.L. CARBONE, (nt. 1), p. 59 ss.; ID., *Tutela civile del mercato e insider trading. 2. Profili di comparazione*, Padova, 1993, p. 166 ss.; G.L. CARRIERO, *Informazione, mercato*, (nt. 1), p. 34 ss., 153 ss., 182 s.; ID., *Insider trading e interessi meritevoli di tutela*, in *Il dovere di riservatezza*, (nt. 1), p. 261 ss.; A. BARTULLI, *Profili penali*, (nt. 1), p. 997 s.; S. BARSELLA, *Insider trading e obblighi di divulgazione delle informazioni sui mercati finanziari*, in *Quad. finanza CONSOB*, Roma, 1990, 42 ss., spec. a 44; G. ROSSI, *L'informazione societaria al bivio*, in *Riv. soc.*, 1986, p. 1091 s.; R. ALESSI, *Market egalitarianism e insider trading*, ivi, 1980, p. 945, 951 ss., il quale sottolinea la circostanza che negli USA già a partire dal caso *Chiarella* (*Chiarella v. U.S.*, 100 S.Ct. 1108 (1980)) era stato abbandonato il principio della parità d'informazione quale criterio fondante e discrezionale dell'illiceità dell'*insider trading* a favore dello sviluppo della c.d. *misappropriation theory* (su questa pronuncia si veda inoltre M. VENTORUZZO, (nt. 1), p. 5 ss., a cui si rinvia anche per alcune considerazioni in merito al ruolo dell'*market egalitarianism* nella normativa europea - p. 3, 17 ss. -; N. LINCIANO, A. MACCHIATI, (nt. 1), p. 47 ss.; S.M. BAINBRIDGE, *Regulating insider trading in the post-fiduciary duty era: equal access or property rights?*, in *Research Handbook on Insider Trading*, ed. S.M. Bainbridge, Cheltenham-Northampton, 2013, p. 80 ss.). Si vedano anche R. COSTI, *Il mercato mobiliare*⁸, Torino, 2013, p. 285; ID., L. ENRIQUES (nt. 1), p. 229; S. GILOTTA, *Trasparenza*, (nt. 14), p. 100, testo e nt. 26, il quale, sviluppando intuizioni già presenti nelle opere da ultime citate, contesta l'assunto del *market egalitarianism* anche con riguardo alla funzione dell'informazione continua: “La *disclosure* mitiga la situazione di asimmetria informativa tra soggetti operanti all'esterno e soggetti operanti all'interno delle società, ma non contribuisce di per sé a creare una situazione di «parità reale» tra investitori, né a potenziare - se non in minima parte - la competitività dell'investitore-risparmiatore - quale soggetto operante in concorrenza sul libero mercato - rispetto agli operatori professionali”; in senso parzialmente diverso, C. ANGELICI, *La società*, (nt. 14), p. 534, nt. 52.

Sul versante giurisprudenziale, comunque, s'incontrano plurimi riferimenti alla “parità informativa”, alla “parità di condizioni conoscitive” o ad altre formule analoghe, generalmente accompagnati ad una tendenza espansiva della portata applicativa delle norme repressive: tra le altre, a livello europeo, occorre segnalare CGUE, 11 marzo 2015, C-628/13, punto 21, in relazione alla quale si vedano le riflessioni di L. KLÖHN, *Inside information without an incentive to trade? What's at stake in Lafonta v AMF*, in *Cap. Mark. L. J.*, 2015, p. 162 ss., formulate in relazione al quesito posto dalla *Cour de cassation* francese nel giudizio *a quo* e favorevoli alla soluzione opposta a quella cui poi è giunta la Corte del Lussemburgo (nella specie, consistente nell'irrelevanza ai fini del requisito della precisione di un'informazione privilegiata della prevedibilità del senso - al rialzo o al ribasso - in cui influirà sull'andamento delle negoziazioni); CGUE, 28 giugno 2012, C-19/11, punto 33, in *Cap. Mark. L. J.*, 2013, p. 283 ss., con nota di H. KRAUSE e M. BRELLOCHS, nonché ampiamente commentata da A.F. TRIPODI, *op. ult.*, p. 368 ss., e criticata anche da N. MOLONEY, *EU securities and financial market regulation*³, Oxford, 2014, p. 732 ss., nonostante l'autrice individui nell'eguaglianza informativa la *ratio* dell'intervento in materia di abusi di mercato; CGUE, 23 dicembre 2009, C-45/08, punti 47-49, 61-62, in *Giur. comm.*, 2011, II, p. 49 ss., con nota condivisibilmente critica di A.F. TRIPODI (del quale si vedano anche le osservazioni in ID., *Informazioni*, (nt. 1), p. 163 ss.), cui si aggiungano le censure di L. KLÖHN, *The European insider trading regulation after the ECJ's Spector Photo Group-decision*, in *Eur. Comp. Fin. L. Rev.*, 2010, p. 347 ss., spec. 357 ss.; CGUE, 10 maggio 2007, C-391/04, punti 37-39, anche quest'ultima ampiamente ricostruita e fondatamente contestata da A.F. TRIPODI,

formulazione di questo riferimento - che ripete quasi testualmente la dizione del considerando n. 5 della dir. 89/592/CEE - pare riassegnare alla parità informativa un ruolo sovraordinato rispetto agli obiettivi di tutela dell'integrità dei mercati e della fiducia degli investitori: essa ne sarebbe una precondizione essenziale.

Accanto ai presupposti di teoria economica, che, come si è visto, hanno prepotentemente rioccupato il centro della scena dopo un parziale arretramento nella MAD, le clausole più volte evocate (l'efficienza, la fiducia, l'integrità, il corretto funzionamento...) e soprattutto quella relativa alla parità tra gli investitori hanno costituito il fulcro su cui far leva per realizzare una significativa "eticizzazione" di un apparato repressivo già da molti presagita e temuta¹⁶. Il legislatore europeo, però, non si è fermato qui e, forse a tal punto condizionato dalla dichiarata esigenza di tutela della parità informativa, ha colto l'occasione dell'introduzione di MAR e MAD 2 per fare spazio ad una deriva punitiva dalle virtualità espansive sostanzialmente illimitate e di fatto slegate dalle esigenze promozionali dell'integrità del mercato e della fiducia degli investitori: ci si riferisce al fatto che le condotte abusive prese in considerazione possono essere sanzionate *indipendentemente* dal fatto che siano realizzate in una sede di negoziazione (considerando 8 e 43, nonché art. 2, par. 3, MAR, disposizione, quest'ultima, riprodotta nell'art. 1, par. 5, MAD 2). Senza poter approfondire ulteriormente

Informazioni, (nt. 1), p. 150 ss., 311 ss. Sul piano nazionale, v. Cass. pen., 20 gennaio 2010, n. 8588, in *Cass. pen.*, 2010, p. 3240 ss., in *Resp. civ.*, 2010, p. 621 ss., con nota di F.R. FANTETTI, ed in *Nuova giur. civ. comm.*, 2010, p. 1001 ss., con nota di T. MAUCERI; App. Bologna, 29 ottobre 2013, in *Giur. comm.*, 2015, II, p. 568, con nota di E. RECCIA; App. Milano, 28 maggio 2012, in *Dir. pen. cont.* - <http://www.penalecontemporaneo.it>; Trib. Milano, 5 marzo 2008, in *Guida al dir.*, 2008, n. 42, p. 102 ss.; Trib. Milano, 23 gennaio 2007, in *Dir. e prat. soc.*, 2007, n. 14/15, p. 67 ss., con nota di M. MESSINA e S. RICCI; Trib. Siracusa, 10 aprile 1997, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1998, II, p. 319 ss.

¹⁶ Anche a questo riguardo MAR e MAD 2 non fanno affatto mistero della loro vocazione moralizzatrice ed esemplare in tal senso è il considerando 73 MAR, nel quale si legge che "la pubblicazione delle decisioni costituisce inoltre uno strumento importante per le autorità competenti per informare i partecipanti al mercato in merito alle condotte che configurano una violazione del presente regolamento e per promuovere una più ampia diffusione di condotte corrette tra gli stessi partecipanti" (corsivo aggiunto). Trova così ampia conferma l'orientamento dottrinario che variamente ha contestato la deriva qui evidenziata: R. COSTI, *Il mercato*, (nt. 16), p. 286; ID., *Gli interessi tutelati*, in *Il dovere di riservatezza*, (nt. 1), p. 379 (impropriamente citato a sostegno dell'opposta concezione da G. GASPARRI, *Le sanzioni della Commissione Nazionale per le Società e la Borsa*, in *Le sanzioni delle autorità amministrative indipendenti*, a cura di M. Fratini, Padova, 2011, p. 71); ID., L. ENRIQUES, (nt. 1), p. 230, il quale più volte è tornato sull'incriminazione dell'*insider trading* definendola come una "«norma-manifesto», volta a convincere i risparmiatori del fatto che il mercato mobiliare è un mercato «pulito» e nel quale le contrattazioni avvengono «lealmente»"; R. ZANNOTTI, (nt. 1), p. 15 ss., 404; A. BARTALENA, *Insider trading*, in *Dig. disc. priv.*, sez. comm., VII, (nt. 1), p. 403 s.; E. MUSCO, (nt. 1), p. 333 s.; G.M. FLICK *Insider trading: una tappa significativa - anche se controversa - nella lunga marcia verso la trasparenza*, in *Riv. soc.*, 1991, p. 980, 983 ss. (a 984 per i virgolettati) aveva parlato di "emblematicità", di "valenza essenzialmente promozionale e educativa" e di "significato essenzialmente eticizzante" o moralizzatore della sanzione penale (ed oggi anche amministrativa) dell'abuso di informazioni privilegiate; S. SEMINARA, *Insider trading*, (nt. 1), p. 135 ss., 354 ss., con particolare attenzione all'"intrinseca immoralità" dell'*insider trading* ed all'esigenza di evitare un "approccio esclusivamente moralistico" al momento della sua criminalizzazione per non "innescare pericolosi meccanismi di equiparazione, sul piano normativo, delle ipotesi più eterogenee".

Anche sul versante economico si registrano opinioni ed evidenze contrastanti circa la portata della nocività per i mercati dell'*insider trading* e per un'efficace rassegna, v. N. LINCIANO, A. MACCHIATI, (nt. 1), p. 21 ss..

l'argomento, ci si limita al momento a rilevare che previsioni di questo genere paiono spingersi ben al di là di quanto necessario per la realizzazione degli obiettivi prima riferiti (per tacere di quelli che, sulla scorta dei principi di proporzionalità e sussidiarietà, legittimerebbero in generale una simile "incursione" dell'Unione): se è vero che i mercati finanziari risentono delle operazioni realizzate *over the counter* - anche se indirettamente e di solito *ex post* -, le parti di simili operazioni sono ben consapevoli di non poter fare affidamento sugli ordinari controlli e sulle informazioni invece presenti nelle "sedi di negoziazione"; qualora rimanessero vittime di un abuso di informazioni privilegiate, da un lato, non potrebbe essere lesa la loro "fiducia nel mercato" (nel quale, d'altronde, neppure agivano), dall'altro, proprio la dimensione prettamente personale della vicenda considerata la sottrae all'orizzonte collettivo delle contrattazioni "di borsa" (e non solo, ovviamente) per ricondurla in seno agli ordinari, "atomistici" strumenti civilistici della responsabilità precontrattuale o contrattuale¹⁷, nonché ai

¹⁷ La dottrina italiana, invero, in massima parte nemmeno si è posta il problema delle operazioni considerate nel testo (ma si v. E. MACRÌ, (nt. 15), p. 155 ss.), il cui inquadramento risulta peraltro piuttosto lineare, e viceversa ha affrontato per lo più con grande varietà di argomenti e di soluzioni le difficoltà presentate dalla risarcibilità dei danni subiti da chi ha contrattato *nel* mercato con l'*insider* (o, comunque, nel lasso di tempo in cui ha potuto agire avvalendosi dell'informazione privilegiata): V. CARIDI, (nt. 14), p. 71 ss., 153 ss.; F. SARTORI, *Informazione economica e responsabilità civile*, Padova, 2011, p. 269 ss.; P. GIUDICI, (nt. 14), p. 250 ss., spec. 272 ss.; C. ALVISI, *Abusi di mercato e tutele civili*, in *Contr. e impr. - Eur.*, 2007, 181 ss., 198 ss.; V. NAPOLEONI, *Insider trading*, (nt. 1), p. 2242 s., ove per la formulazione di diverse proposte *de lege ferenda*, tra cui quella poi effettivamente concretizzatasi di attribuire alla CONSOB il diritto di richiedere il risarcimento dei danni all'*insider*; F. SGUBBI, *Il risparmio come oggetto di tutela penale*, in *Giur. comm.*, 2005, I, p. 347 s.; R. COSTI, L. ENRIQUES, (nt. 1), p. 229; A. PERRONE, (nt. 14), p. 156 ss., spec. 173 ss.; A. BARTALENA, *Insider trading*, in *Trattato Colombo-Portale*, (nt. 1), p. 226, 230 ss.; ID., *L'abuso*, (nt. 1), p. 157 ss., 183 ss.; F. MACCABRUNI, (nt. 1), p. 614 ss.; P.L. CARBONE, (nt. 1), p. 184 ss., 208 ss., 333 ss.; G.L. CARRIERO, *Asimmetrie informative e insider trading: prospettive civilistiche di tutela*, in *Dir. banc. merc. fin.*, 1995, I, p. 534 ss.; ID., *Informazione, mercato*, (nt. 1), p. 183 ss.; P. ABBADESSA, *L'insider trading*, (nt. 1), p. 751 ss.; ID., *L'uso di informazioni*, (nt. 1), p. 601 ss., spec. 607 ss., ove, traendo spunto dall'esperienza statunitense e dalla dottrina tedesca dell'epoca, si argomenta la possibilità di affiancare al rimedio risarcitorio un più incisivo rimedio di natura restitutoria *ex art.* 1713, comma 1, c.c., avente ad oggetto i profitti conseguiti dall'*insider*; P.G. MARCHETTI, *Profili privatistici dell'insider trading*, AG. GAMBINO, *La valutazione degli interessi protetti e le conseguenze giuridiche*, e M. NUZZO, *Insider trading e tutele civilistiche*, in *Il dovere di riservatezza*, (nt. 1), rispettivamente a p. 153 ss., 381 ss., 389 ss.; G. SANTORO, *Insider trading: profili civilistici*, in *Contr. e impr.*, 1992, p. 663 ss.. Si vedano anche le acute riflessioni di S. SEMINARA, *Insider trading*, (nt. 1), p. 328 ss., spec. 339 ss.; R. WEIGMANN, voce *Insider trading*, in *Enc. giur.*, XVII, Roma, 1989, p. 2 s. In ambito europeo, circa gli svariati problemi di *private enforcement* posti da MAR e MAD 2, v. V.D. TOUNTOPOULOS, *Market abuse and private enforcement*, in *Eur. Comp. Fin. L. Rev.*, 2014, p. 298 ss.. Oltre che dallo stesso MAR (laddove si inserisce incongruamente tra le sanzioni amministrative la cui inflizione può essere attribuita alle competenti autorità "la restituzione dei guadagni realizzati o delle perdite evitate grazie alla violazione, per quanto possano essere determinati": art. 30, par. 2, lett. b), su cui v. *infra*, sub nt. 75), la complessità dei problemi di individuazione dei soggetti lesi, nonché del pregiudizio da loro sofferto, della sua natura e quantificazione sono testimoniati dalle poche e sofferse sentenze sinora pubblicate che abbiano concesso il risarcimento su domanda di un investitore danneggiato: Trib. Milano, 5 marzo 2008, (ma se ne veda anche il parziale annullamento effettuato da Cass. pen., 20 gennaio 2010, n. 8588,); Trib. Milano, 14 febbraio 2004, in *Foro it.*, 2004, I, c. 1581 ss., con nota di G.L. CARRIERO (a cui si rinvia per una critica concernente l'accertamento della sussistenza del nesso eziologico), nonché in *Società*, 2005, p. 110 ss., con nota di S. GIAVAZZI (ove per la sottolineatura che le particolari dinamiche del caso di specie abbiano influito sulla possibilità di raggiungere la condanna al risarcimento dei danni, rendendola per molti versi singolare e non ripetibile), poi confermata da Cass., 3 luglio 2014, n. 15224, in *Soc.*, 2014, p. 1378 ss., con nota di P. GIUDICI.

precetti penali posti a tutela del patrimonio individuale (si potrebbe, ad esempio, configurare una truffa mediante condotta omissiva)¹⁸.

Cosicché l'impressione iniziale di fronte al disvelarsi delle regole di MAR e MAD 2 è quella di aver assistito all'apertura di una di quelle capsule del tempo tanto in voga nelle scuole statunitensi degli anni '50: il periodo trascorso sembra aver intaccato in minima parte l'impianto pericolosamente *naïf* su cui si basava la dir. 89/592/CEE, che alla luce di quanto finora anticipato sembra anzi essersi improvvidamente espanso. È senz'altro vero che su quel tronco sono cresciute molte nuove ramificazioni, ma - e qui risiede la principale difficoltà interpretativa - esse si muovono in un ambiente dalle coordinate teleologiche molto rigide: pare perciò necessario sondare quali siano gli spazi che consentano, almeno in certa misura, di intravedere nelle pieghe dei precetti gli elementi per ricostruire alcuni profili sistematici utili a ripristinare degli essenziali presidi di garanzia.

In altri termini, il rischio dell'impostazione normativa europea è più che evidente, dal momento che essa può provocare una problematica - e talora impraticabile - anticipazione della *disclosure* e, corrispondentemente, un'*indiscriminata criminalizzazione dello sfruttamento delle asimmetrie informative*. Tra Scilla e Cariddi, diventa quindi ancor più pressante rispetto al passato l'esigenza di sondare il perimetro dell'area del lecito e, possibilmente, spingerlo al di là di quanto si può ricavare dall'apparato di MAR e MAD 2, affinché la differenza tra uso e abuso possa essere colta in qualcosa di meno evanescente di un paio di parentesi che racchiudono convenientemente due lettere.

2. Attriti tra principi e precetti.

Il duplice rilievo che bisogna muovere al rifondato edificio normativo degli abusi di mercato è che, da un lato, l'assolutezza delle scelte di valore (e delle inevitabili ripercussioni sul piano finalistico) su cui riposa introducono forti tensioni rispetto ad una serie di regole in

¹⁸ Leggendo congiuntamente MAR e MAD 2, si può allo stato ipotizzare che una condotta abusiva realizzata fuori mercato potrà semmai essere punita *solo* con la sanzione amministrativa, non versandosi in una fattispecie "grave", ossia idonea a cagionare nocimento per l'integrità dei mercati e la fiducia degli investitori. Resta, però, l'interrogativo su come una simile condotta possa effettivamente ledere questi "beni" metaindividuali e non, invece e più propriamente, il solo patrimonio personale. Oltre a ciò, ci si chiede se, ed in quale misura, possa porsi un problema - essenzialmente politico, ma anche giuridico - di legittimazione della CONSOB ad intervenire su fenomeni che paiono decisamente estranei rispetto alle sue competenze e sicuramente eccentrici rispetto alle finalità cui dovrebbe essere orientato l'esercizio dei suoi poteri (art. 91 t.u.f., sul cui ruolo di principio generale si vedano le puntuali riflessioni di A. PERRONE, (nt. 14), p. 41 ss.). Da ultimo, si profila un serio problema di ragionevolezza e fondatezza dell'opzione punitiva legata agli abusi *extra mercatum* compiuti su strumenti finanziari: in cosa risiede il *quid pluris* che rende tali abusi bisognosi e meritevoli di sanzione rispetto ad "abusi" realizzati in relazione a qualsivoglia altro bene? Specularmente, perché non dovrebbe essere allora punito qualsiasi altro abuso insuscettibile di ripercussioni sui mercati finanziari (e non solo quelli che possano presentare tali effetti: art. 2, par. 2, MAR)?

Valuta invece con favore la scelta così operata F. D'ALESSANDRO, (nt. 1), p. 80.

esso presenti e (nonché in rapporto con altre discipline dei mercati finanziari di origine europea), mentre, dall'altro, queste stesse norme in più occasioni presentano significative frizioni rispetto ai paradigmi fissati.

Una prima osservazione di carattere generale concerne il “ritorno all'antico” operato con il richiamo surrettizio - ma di fatto sovraordinato - alla parità tra gli investitori. È in effetti sorprendente constatare che tale inattuabile ed irrealistico obiettivo continua ad orientare l'Unione Europea nelle sue riforme in materia ed a condizionare gli interpreti¹⁹. A voler antropomorfizzare le istituzioni europee, si direbbe che siano affette da una significativa dissonanza cognitiva; ed invero, per evidenziare l'“estremismo” teorico in cui è attualmente sospeso il *corpus* normativo sugli abusi di mercato, è sufficiente stabilire un parallelismo con un altro settore particolarmente esposto alle acquisizioni del pensiero economico, quale quello della politica della concorrenza: in quell'ambito l'Unione non ha mai fatto ricorso al modello di “concorrenza perfetta” elaborato dagli economisti neoclassici, e la ragione è “intuitiva, perché quel modello analitico è troppo distante dalla realtà di funzionamento dei mercati contemporanei, che sono prevalentemente di concorrenza imperfetta od oligopolistici”²⁰; non solo, lungi dal rimanere ancorata ad un particolare obiettivo, la politica della concorrenza e la sua concreta implementazione nel tempo hanno conosciuto una significativa evoluzione²¹.

Non solo, anche in seno alla stessa regolamentazione europea dei mercati finanziari l'orientamento del complesso disciplinare del *market abuse* si presenta significativamente eccentrico ed ormai isolato, se solo si considera l'attenzione riposta sulle imperfezioni cognitive dei clienti/investitori al dettaglio che ormai pervade trasversalmente tutti gli ultimi testi in cui si prende in considerazione il rapporto tra costoro e gli operatori bancari, finanziari o assicurativi (tra i tanti, si vedano: considerando 21, 23, 25, 27, 30 ed artt. 34, 36, 41 dir. 2007/64/CE; considerando 15, 16, 19, 20, 22 ed artt. 4, 5, 7 dir. 2014/92/UE; considerando

¹⁹ Ad esempio, già sotto la previgente disciplina ponevano la parità (cognitiva o di *chances*) tra i partecipanti al mercato al centro dell'apparato di tutela e ne facevano una chiave di lettura M.B. MAGRO, *Manipolazioni*, (nt. 1), p. 122 ss., la quale afferma: “L'eguaglianza, la parità e correttezza delle informazioni costituiscono i primi elementi in cui si attualizza l'interesse dell'investitore e la sua tutela si sostanzia nella fissazione di inibizioni operative che gravano su coloro che possiedono vantaggi o privilegi informativi o nel divieto di immissione nel mercato di segnali informativi falsi” ed ancora: “L'obiettivo è realizzare un mercato in cui *tutti* possono accedere ad informazioni complete sui prezzi, sulle caratteristiche dei prodotti, su alcune vicende societarie, in modo da poter adottare le proprie decisioni di investimento” (corsivi aggiunti), nonché a p. 196 s.; S. PANAGIA, *La tutela penale dei mercati finanziari. La fattispecie penale a rischio default*, Torino, 2011, p. 27 ss.; F.R. FANTETTI, *La lesione dell'integrità del mercato finanziario non costituisce danno per l'ente pubblico di vigilanza* (nota a Cass. pen., 20 gennaio 2010, n. 8588, (nt. 15)), p. 624; G. MEO, (nt. 1), p. 302 s.; per gli influssi sulla giurisprudenza, v. *supra*, sub nt. 15. A livello europeo sembra comunque che tale impostazione esegetica non sia stata abbandonata, ed anzi essa continua ad essere autorevolmente riproposta da N. MOLONEY, (nt. 15), p. 701 ss., 721 s. Così pure in ambito nazionale si riafferma che “la giustificazione della repressione dell'abuso delle informazioni privilegiate è comunemente rinvenuta nei principi di «*market egalitarianism*» o di «*equal access*» di matrice statunitense”: M. SEPE, (nt. 1), p. 764.

²⁰ La citazione nel testo è di M. LIBERTINI, voce *Concorrenza*, in *Ann. Enc. dir.*, III, Milano, 2010, p. 223, ma si veda anche a p. 210 ss., sull'ordinamento statunitense, ed a p. 214 ss., sul pensiero ordoliberal.

²¹ Ancora una volta si veda, per tutti, M. LIBERTINI, (nt. 20), p. 218.

18, 19, 26, 27, 31 ed artt. 5, 6, 10, 11 dir. 2008/48/CE; considerando 59 ed artt. 75, par. 2, 78, par. 2 - 5, 81, par. 1, dir. 2009/65/CE; considerando 4 e 6 ed artt. 3 - 6 reg. UE 583/2010; considerando 13 - 15, 17, 18 ed artt. 6 e 8 reg. UE 1268/2014; considerando 83, 104 ed artt. 24, par. 3 - 5, 25, par. 1 - 3, MiFID 2).

La parità - o simmetria - informativa non si limita, come già detto, ad un vuoto annuncio, ma permea di sé svariati snodi dell'apparato repressivo degli abusi di mercato e, per quanto qui in particolare interessa, essa ha generato nel tempo e "trascinato" nel MAR delle insidiose presunzioni *juris tantum*, che dall'accertamento della contestualità tra conoscenza di informazioni privilegiate in capo ad un soggetto e della sua operatività sul mercato fanno derivare la prova dell'utilizzazione delle informazioni nelle operazioni realizzate (v. considerando 24 e 25 MAR): chi sa più degli altri non deve intervenire nel mercato e, correlativamente, per punirlo è sufficiente il fatto che sapesse e che abbia contrattato.

Ebbene, non vi è chi non veda come questo fosse proprio l'esito più contestato dell'interpretazione congiunta della dir. 89/592/CEE e della l. 157/91, cui ha posto rimedio, sul piano nazionale, la modifica della fattispecie operata nel 1998 con il t.u.f., ove si vietava agli *insiders* il compimento di operazioni su strumenti finanziari "avvalendosi" delle informazioni privilegiate.

Si può in primo luogo rilevare che gli stessi considerando prima indicati non stabiliscono l'assolutezza di tali presunzioni (ciò che avrebbe altrimenti provocato un insanabile contrasto con la presunzione d'innocenza e la garanzia dei diritti di difesa sanciti dalla Carta dei Diritti Fondamentali dell'Unione Europea, nonché dalla Convenzione Europea dei Diritti dell'Uomo), ma anche così denotano un incauto sbilanciamento verso una più indiscriminata esigenza di effettività delle sanzioni, che prevale sulla valutazione dell'offensività delle condotte, secondo una tendenza repressiva che si è prestata acriticamente ad assecondare la "stagionale" domanda di punizioni esemplari per i crimini finanziari²².

²² Sebbene nella sentenza che rappresenta il chiaro punto di riferimento della trasposizione qui analizzata (CGUE, 23 dicembre 2009, C-45/08,) l'iter interpretativo sviluppato si sforzi di sottolineare la compatibilità con i principi CEDU di una presunzione relativa *in subjecta materia*, è stato efficacemente argomentato che tale conciliabilità non possa affermarsi con facilità, in quanto "in un'ipotetica scala misuratrice del livello di «profondità» raggiunto dalla logica presuntiva sul piano dimostrativo (della sussistenza) dell'illecito penale, ci pare che lo schema elaborato dalla Corte di giustizia corrisponda all'indice più alto in quanto investe l'essenza dell'illecito, in un contesto peraltro di non proprio facile praticabilità della prova contraria" (così, A.F. TRIPODI, *Informazioni*, (nt. 1), p. 183, il quale sviluppa ulteriormente il suo pensiero nelle pagine successive in costante raffronto con la giurisprudenza CEDU; cui *adde* M. SEPE, (nt. 1), p. 773 s., nt. 17, con riguardo al considerando 18 ed all'art. 9 MAR; G. GASPARRI, (nt. 16), p. 115 s., 118 ss.; E. AMATI, *Abusi di mercato*, (nt. 1), p. 68 s., sulle analoghe critiche sorte intorno alla formulazione dell'art. 2 l. 157/1991 ed ai cambiamenti avvenuti a seguito dell'entrata in vigore del t.u.f., e p. 136 ss. sull'inversione dell'onere probatorio provocata dalla presunzione introdotta dalla CGUE). A livello nazionale, ad ogni modo, App. Milano, 13 novembre 2013, in *Giur. comm.*, 2015, II, p. 525 ss., con nota di S. GILOTTA, si è mostrata condiscendente con l'accertamento presuntivo svolto dalla CONSOB in relazione al *possessione* delle informazioni privilegiate da parte di un *insider* secondario. Da una parte, ciò è indubbiamente legato alle particolarità del caso concreto (ed in special modo alla "rapace" condotta dell'agente) ed al fatto che il giudice dell'opposizione ritenesse di muoversi in una logica differente da quella del processo penale (sebbene in ciò sarebbe stato di lì a poco smentito dalla sentenza CEDU sul caso *Grande Stevens*, su cui si veda *infra*, *sub* nt. 60 ss. e testo corrispondente). Dall'altra, tuttavia, proprio questo tipo di incedere

Un'obiezione di carattere positivo del tutto ineccepibile rispetto alla vincolatività di questi meccanismi presuntivi potrebbe forse ricavarsi dall'osservazione che essi non sono riprodotti testualmente in alcun passaggio del dettato normativo del MAR e sono del tutto assenti dalla MAD 2. Una simile confutazione, però, non terrebbe conto del percorso che ha portato all'emersione della presunzione di utilizzazione dell'informazione privilegiata, la quale, nella criticatissima interpretazione fornita dalla CGUE²³ è strettamente legata al potenziamento dell'efficacia dell'apparato sanzionatorio in un'ottica di parità informativa²⁴ attraverso un costante - e spesso strumentalmente distorto - riferimento ai considerando della MAD²⁵. Perciò, a prescindere dalla vincolatività che s'intende riconoscere ai preamboli della normativa europea, non ci si può nascondere che essi sono oggetto di intensa frequentazione da parte della Corte del Lussemburgo, specie a causa della vaghezza della disciplina in esame, e che, per un evidente fenomeno di circolarità, gli esiti della giurisprudenza della CGUE si sono a loro volta riversati nei considerando, coerentemente con l'inasprimento sanzionatorio volutamente realizzato... e nell'assoluta indifferenza rispetto alle critiche ed ai timori manifestati. Né si può dire che la materia penale trattata nella MAD 2 vada esente da questo grave problema, solo perché, come anticipato, essa non richiama espressamente queste presunzioni, dal momento che l'influsso della MAR su di essa è sempre garantito in termini generali dal considerando 17 MAD 2 e, nello specifico, anche dal rinvio di cui all'art. 3, par. 8 della direttiva.

argomentativo ha messo in ombra l'aspetto critico su cui si vuol richiamare l'attenzione nel testo: la corte territoriale, invero, forse anche in assenza di una specifica censura sul punto, non si è posta il problema di ricostruire il centrale legame tra il possesso (presunto) dell'informazione ed il suo impiego.

²³ Il riferimento è alla già citata CGUE, 23 dicembre 2009, C-45/08, , le cui conclusioni al riguardo, è bene osservare, sono certamente vincolanti riguardo all'interpretazione della MAD, ma non perdono una fortissima valenza nomofilattica anche in relazione al MAR, che del resto ricalca pedissequamente il percorso tracciato dalla Corte. Sulla pronuncia citata ci si richiama ancora, per ogni necessario approfondimento, alle condivisibili argomentazioni di A.F. TRIPODI, *Informazioni*, (nt. 1), p. 171 ss.

²⁴ Sia sufficiente in questa sede riportare due passaggi di CGUE, 23 dicembre 2009, C-45/08, , nei quali è possibile leggere che "il legislatore comunitario ha optato per un meccanismo di prevenzione e di sanzione amministrativa degli abusi di informazioni privilegiate la cui efficacia *diminuirebbe* se fosse subordinato alla ricerca sistematica di un elemento psicologico" (punto 37) e "il fatto che una persona di cui al secondo comma di tale disposizione che detiene informazioni privilegiate acquisisca o ceda, o cerchi di acquisire o cedere, per conto proprio o per conto terzi, direttamente o indirettamente, gli strumenti finanziari cui le informazioni si riferiscono *comporta che tale persona ha «utilizzato tali informazioni»* ai sensi di detta disposizione, fatto *salvo il rispetto dei diritti della difesa* e, in particolare, del *diritto di poter confutare tale presunzione*. La questione se detta persona abbia violato il divieto degli abusi di informazioni privilegiate deve essere analizzata alla luce della finalità di tale direttiva, la quale consiste nel tutelare l'integrità dei mercati finanziari e nel rafforzare la fiducia degli investitori, che riposa, in particolare, sulla garanzia che questi ultimi saranno posti su un *piano di parità* e tutelati contro l'utilizzazione illecita delle informazioni privilegiate" (punto 62) (corsivi aggiunti).

²⁵ Cfr. i punti 37, 47, 57-60 della sentenza citata nella nota precedente. In proposito si rinvia alle considerazioni di portata generale di R. VIGANÒ, *L'influenza delle norme sovranazionali nel giudizio di 'antigiuridicità' del fatto tipico*, in *Riv. it. dir. e proc. pen.*, 2011, p. 1062 ss., spec. 1064 ss.; ID., *Recenti sviluppi in tema di rapporti tra diritto comunitario e diritto penale*, in *Dir. pen. e proc.*, 2005, p. 1437 s.; V. MANES, *Metodo e limiti dell'interpretazione conforme alle fonti sovranazionali in materia penale*, 2012, p. 1 ss., spec. 29 ss., disponibile sul sito <http://www.penalecontemporaneo.it>, nonché per quanto concerne più da vicino la materia di cui ci si sta occupando: FR. MUCCIARELLI, *Commento all'art. 184 t.u.f.*, (nt. 1), p. 2321 s., testo e nt. 9; A.F. TRIPODI, *Informazioni*, (nt. 1), p. 297 ss.; F. SGUBBI, A.F. TRIPODI, (nt. 1), p. 22 ss.

Da una lettura superficiale dell'articolato del MAR sembrerebbe tuttavia di poter scorgere nel suo art. 9, intitolato "condotta legittima", un appiglio in grado di fugare le preoccupazioni così precocemente avanzate. In esso sono aggregate una serie di fattispecie differenti, accomunate, però, dall'identica tecnica normativa con cui sono confezionate: invero, ogni paragrafo di quest'articolo è strutturato in modo tale da presentarsi come se fosse finalizzato ad escludere in presenza di una particolare fattispecie la presunzione di utilizzazione delle informazioni privilegiate evocata nei considerando.

La presunzione è allora resa inoffensiva? Purtroppo, no.

In realtà, questo articolo non potrebbe testimoniare meglio il rovesciamento di prospettiva provocato dalla netta adesione al *market egalitarianism* e delle gravi ripercussioni applicative cui esso conduce. Invero, in alcune situazioni non ci sarebbe stato affatto bisogno di "disinnescare" la presunzione di utilizzazione se solo essa non fosse stata generalmente introdotta proprio in virtù della ricordata opzione teleologica di vertice.

Questa scelta, infatti, "acceca" il legislatore e mette in seria difficoltà l'interprete di fronte a qualsiasi operazione su strumenti finanziari alla cui base potrebbe rinvenirsi una situazione di vantaggio informativo: è questo, ad esempio, il caso dell'attività delle controparti, dei *market makers*, dei *brokers* e dei *dealers* che viene esonerata, purché, con formula al contempo ridondante ed incerta, sia esercitata *legittimamente* e nel *normale esercizio* della funzione (art. 9, par. 2, MAR)²⁶. Il che sul piano applicativo comporterà che l'autorità procedente debba provare che questi soggetti si siano effettivamente valse delle informazioni privilegiate, così operando in modo illegittimo e anormale ... ossia, proprio quanto avrebbe dovuto essere fatto in un sistema rispettoso del principio di offensività. In breve, non si sarebbe dovuto invertire il rapporto tra regola ed eccezione.

Analoga riflessione può svolgersi circa la deroga tracciata con riferimento al "semplice fatto che una persona utilizzi la propria cognizione di aver deciso di acquisire o cedere strumenti finanziari" (art. 9, par. 5, MAR), che altro non è se non la rappresentazione del fisiologico svolgimento di una qualsiasi decisione di investimento o di disinvestimento, laddove, come correttamente avvertito in senso restrittivo, vi è una biunivoca corrispondenza "tra l'oggetto della decisione medesima e l'operazione nei mercati finanziari"²⁷. Pure in questo caso, se il sistema del MAR non fosse stato saldamente imperniato sulla parità informativa (anche sotto l'influenza della sentenza C-45/08 della GGUE), la funzione esplicativa della

²⁶ Un barlume di lucidità sembra affacciarsi cursoriamente dal considerando 29 MAR, laddove si avverte la necessità di "evitare di vietare inavvertitamente forme *legittime* di attività finanziaria" (come a suo tempo era accaduto anche nel punto 57 della sentenza CGUE, 23 dicembre 2009, C-45/08,), ma è subito obliterato dall'impianto logico-sistematico orientato al generale livellamento di ogni privilegio informativo, che non lascia altra scelta, se non quella di ricavare una serie di deroghe al suo interno, con il rischio costante di omettere ipotesi che, da perfettamente lecite, finiscano per ritrovarsi improvvidamente bisognose di protezione.

²⁷ Questa è la lettura di A.F. TRIPODI, *Informazioni*, (nt. 1), p. 298 ss., spec. 304 s., 326 ss. Va comunque avvertito che l'interpretazione corrente tende a legittimare anche fattispecie in cui, a rigore, non si presenta una correlazione tra il fine ultimo della decisione dell'agente e la sua condotta: l'ipotesi più frequente è quella dei rastrellamenti ante OPA, in cui ogni singola operazione d'acquisto non è certo fine a se stessa, ma è anzi orientata al raggiungimento di un risultato ulteriore. Sull'argomento, comunque, v. *infra*, *sub* par. 4.

norma in questione ben avrebbe potuto continuare ad essere svolta attraverso un considerando (com'era d'altronde già avvenuto nella dir. 89/592/CEE e nella MAD): certamente non vi sarebbe stato bisogno di esonerare una persona dalla presunzione di uso di un'informazione privilegiata allo stato insussistente, ma su questo punto, ad ogni modo, si ritornerà con maggior approfondimento più oltre.

In altre delle fattispecie riportate (per lo più riprese seguendo la falsariga della disamina svolta dalla CGUE) non viene neanche in considerazione l'incidenza causale dell'informazione privilegiata conosciuta sul comportamento tenuto. Ciò si verifica in relazione alle *condotte necessitate* in cui la fonte dell'obbligo convenzionale o legale sia sorta precedentemente all'apprendimento dell'informazione e le operazioni esecutive siano state realizzate in buona fede (art. 9, par. 3, MAR²⁸): sono in realtà pienamente e indiscutibilmente lecite perché le determinazioni dell'agente sono state assunte *prima* di conoscere l'informazione privilegiata e, qualora si tratti di adempimento di un dovere di derivazione normativa, si cadrà nell'ambito della scriminante di cui all'art. 51 c.p.

Eterogeneo è poi il contenuto della previsione di cui all'art. 9, par. 1, MAR riguardante le persone giuridiche.

Da un lato, si elide la presunzione di impiego dell'informazione privilegiata in capo alla persona fisica che abbia operato sui mercati nell'ipotesi in cui i soggetti giuridici per conto dei quali ha negoziato non abbiano realizzato talune condotte tipiche, essenzialmente sussumibili nel *tuyantage* (cioè, l'aver "incoraggiato, raccomandato, indotto o altrimenti influenzato la persona fisica che ha acquisito o ceduto per conto della persona giuridica strumenti finanziari": art. 9, par. 1, lett. *b*), MAR). A tale riguardo, viene spontaneo interrogarsi sull'appropriatezza della configurazione di questa particolare ipotesi in termini presuntivi: se per vincere il meccanismo induttivo che fonderebbe la responsabilità in capo all'ente per l'operato di una persona fisica è necessario fornire la prova che manca la condotta criminale dell'ente stesso, allora tale situazione non si differenzerebbe da quella cui quest'ultimo andrebbe ordinariamente incontro sul piano probatorio. Insomma, l'esito sarebbe stato invariato anche senza la previsione in questione, che si rivela quindi superflua.

Dall'altro, si esonera l'ente dalla presunzione in parola se ha "stabilito, attuato e mantenuto disposizioni e procedure interne adeguate ed efficaci" (ad esempio, *chinese walls, trading windows, grey lists* ... come suggerito a suo tempo dal considerando 24 MAD) atte a garantire effettivamente che la persona fisica che abbia operato per conto dell'ente stesso non l'abbia fatto conoscendo le informazioni privilegiate, o comunque ad impedire che ne fossero a conoscenza coloro che hanno a loro volta influenzato l'agente (art. 9, par. 1, lett. *a*), MAR). Quest'ultima previsione, in maniera molto tortuosa, ancora una volta non ha nulla a che vedere con la presunzione di utilizzazione, ma semmai con un elemento collocato considerevolmente più a monte nell'iter accertativo del compimento di un illecito: si tratta dell'imputabilità (o, se si preferisce, della riferibilità) alla persona giuridica delle azioni delle persone

²⁸ Si valuti la migliore formulazione e collocazione della medesima regola all'interno della MAD: art. 2, par. 3.

fisiche che ne manifestano all'esterno la volontà. Le logiche è simile a quella della nostrana responsabilità amministrativa delle persone giuridiche (art. 6 d.lgs. 231/2001), in cui non si può ascrivere alla persona giuridica l'operato del suo rappresentante se essa provi di non versare in uno stato di *culpa in parando/vigilando*, dimostrando che è stato allestito un idoneo modello organizzativo volto alla prevenzione della commissione di reati e che l'organo competente ha svolto un'adeguata attività di vigilanza. Se chi ha commesso il reato-presupposto è riuscito a eludere le misure preventive (e della gravosa prova di una simile circostanza è comunque gravato l'ente nella legislazione nazionale), allora viene comunque meno la rimproverabilità del fatto nei confronti della persona giuridica: in simili condizioni, lo si ribadisce, l'illecito non può propagarsi dal suo autore all'ente di appartenenza e pertanto non si arriva neppure a valutare se quest'ultimo si sia avvalso delle informazioni privilegiate.

Un discorso più articolato dovrebbe essere fatto con riguardo ai casi in cui le informazioni privilegiate siano state ottenute nel corso dello svolgimento di operazioni complesse (OPA, fusioni...)²⁹ e siano state utilizzate esclusivamente in vista della loro realizzazione (art. 9, par. 4, MAR): il problema che tali operazioni hanno sempre posto è quello di conciliare le istanze di riservatezza dei soggetti coinvolti nelle fasi preliminari delle trattative in vista della loro riuscita con il sorgere di posizioni cognitivamente privilegiate che potrebbero essere oggetto di abuso. Come nelle altre ipotesi finora passate in rassegna, anche qui la scelta regolatoria effettuata dal legislatore europeo è stata quella di un'impropria esenzione dalla presunzione di utilizzazione, motivata in analogia a quanto fatto nell'art. 9, par. 2, MAR con l'esigenza di non paralizzare le operazioni in questione. L'inutilità e la contraddittorietà di questa esenzione stavolta si delineano non solo e non tanto in rapporto al vincolo teleologico posto all'impiego delle informazioni privilegiate per la realizzazione di operazioni del tutto lecite, quanto - e soprattutto - con riguardo alla condizione che esige il ripristino della parità informativa nel momento in cui gli investitori interessati debbano compiere le loro scelte: in altre parole, che senso ha presumere che vi sia stato un uso consapevole di un'informazione privilegiata se quest'ultima, al momento decisivo, non è più tale? Si crede che vi sia un solo modo per fornire una risposta soddisfacente a questo interrogativo e consiste nello svolgimento di una riflessione che combini ed amalgami la norma in questione con la laconica ed oscura disciplina dei "processi prolungati"³⁰. Nel formulare una riserva di più articolata motivazione della soluzione di seguito proposta, da una prima considerazione in parallelo della

²⁹ Si ritiene al riguardo che i riferimenti presenti nel regolamento non abbiano natura tassativa, ma siano prettamente esemplificativi e volti a richiamare l'attenzione su quelle operazioni che per la loro complessità e rilevanza, oltre al coinvolgimento di più società con la relativa platea di azionisti (e di potenziali investitori), presentano nella realtà dei traffici maggiori rischi di compimento di macroscopici abusi informativi.

³⁰ V. considerando 16 e 17, nonché artt. 7, par. 2 e 3, 17, par. 4, secondo periodo MAR. Sul problematicissimo rapporto tra *insider trading*, esigenze di riservatezza ed obbligo di *disclosure* nell'ambito delle fattispecie a formazione progressiva, si veda nella nostra dottrina, *ex multis*, C. DI NOIA, M. GARGANTINI, *Issues*, (nt. 1), p. 495 ss., anche con riferimento critico a talune proposte avanzate in sede di elaborazione dell'attuale disciplina europea; IID., *The market abuse*, (nt. 1), p. 798 ss.; A.F. TRIPODI, *Informazioni*, (nt. 1), p. 337 ss.; S. GILOTTA, *Trasparenza e interesse societario al segreto: quale equilibrio?*, in *AGE*, 2013, p. 271 ss.; ID., *Commento all'art. 114 t.u.f.*, in *Commentario t.u.f.*, a cura di F. Vella, II (nt. 1), p. 1161; ID., *Trasparenza*, (nt. 14), p. 105 ss., nt. 37; S. SEMINARA,

disciplina sanzionatoria degli abusi di mercato e di quella sull'informazione continua³¹ si ricava l'impressione che le profonde tensioni che si agitano sotto la superficiale unitarietà della

Disclose or abstain, (nt. 1), p. 350 ss.; E. PEDERZINI, *Commento all'art. 114 t.u.f.*, (nt. 1), p. 980 ss.; P. CARRIÈRE, *I profili informativi delle fasi propedeutiche di operazioni di M&A successivamente al recepimento della direttiva market abuse*, in *Riv. soc.*, 2006, p. 338 ss.; L. PICONE, *Trattative, due diligence ed obblighi informativi delle società quotate*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2004, I, p. 240 ss.; P. SFAMENI, *Commento all'art. 114 t.u.f.*, in *La disciplina delle società quotate* (nt. 1), p. 522 ss.; F. CARBONETTI, (nt. 1), p. 1014 ss.

³¹ Sul cui legame e rapporti reciproci, in generale si rinvia a: G. STRAMPELLI, (nt. 1), p. 1057 ss., testo e note; FR. MUCCIARELLI, *Commento all'art. 184 t.u.f.*, (nt. 1), p. 2331 ss.; ID., *L'abuso di informazioni privilegiate*, (nt. 1), p. 1469; ID., *L'informazione societaria: destinatari e limiti posti dalla normativa in materia di insider trading*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1999, I, 745 ss.; G. GASPARRI, (nt. 15), p. 2461 s.; F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*⁷, Torino, 2014, p. 378 s., 385 s., 410; ID., *Commento all'art. 114 t.u.f.*, in *Il testo unico della finanza*, a cura di M. Fratini e G. Gasparri, II (nt. 1), p. 1500 ss.; ID., *Abusi di mercato e tutela del risparmio*, Torino, 2005, p. 8 ss., testo e nt. 11; A.F. TRIPODI, *Informazioni*, (nt. 1), p. 122 ss., 337 ss.; S. GILOTTA, *Commento all'art. 114 t.u.f.*, (nt. 30), p. 1154 ss.; A. ZANARDO, *Commento all'art. 115-bis t.u.f.*, ivi, p. 1191 ss.; L. FOFANI, *Commento all'art. 184 t.u.f.*, ivi, p. 1777 s.; ID., *Commento agli artt. 180 - 184 t.u.f.*, in *Comm. breve leggi pen. complementari*, (nt. 1), 716 s.; M. MIEDICO, (nt. 1), p. 74, 77 s.; M. SEPE, (nt. 1), p. 1111 ss.; V. NAPOLEONI, voce *Insider trading*, (nt. 1), p. 584 ss.; F. SGUBBI, A.F. TRIPODI, (nt. 1), p. 4, 17 ss.; IID., D. FONDAROLI, (nt. 1), p. 14 ss., testo e note; S. SEMINARA, *Disclose or abstain*, (nt. 1), p. 348 ss., 353 ss.; ID., *La tutela penale*, (nt. 1), p. 621 s.; ID., *Insider trading*, (nt. 1), p. 17 ss., 75 ss., 355 ss.; E. PEDERZINI, *Commento agli artt. 114, 115-bis e 181 t.u.f.*, in *Nuove leggi civ.* (nt. 1), p. 978 ss., 986 ss., 994 ss., 1023 s., 1029; E. VENAFRO, (nt. 4), p. 952 s., con particolare enfasi sulla funzione "protettiva" svolta dalle comminatorie penali ed amministrative nei confronti del "procedimento di disclosure" e della sua concreta attuazione da parte della CONSOB, enfasi che non pare di poter condividere perché, oltre all'imperfetta coincidenza della nozione di informazione privilegiata nei settori normativi considerati (di cui si dirà subito dopo), va aggiunto che l'esercizio delle funzioni di vigilanza da parte dell'autorità è autonomamente protetto (artt. 170-bis, 187-quinquiesdecies e 193 t.u.f.; per ulteriori rilievi, v. A.F. TRIPODI, *Informazioni*, (nt. 1), p. 124 s.; S. SEMINARA, *Disclose or abstain*, (nt. 1), p. 349); E. AMATI, *La disciplina*, (nt. 1), 209 ss.; P. CARRIÈRE, (nt. 30), p. 342 s., 347 ss.; L. PICONE, (nt. 30), p. 245 ss.; G. FANELLI, *Insider trading, informazione sul mercato ed aspetti sostanziali e processualpenalistici in materia*, in *Riv. pen.*, 2002, p. 7 ss.; M.L. ERMETES (nt. 1), 981 s.

È tuttavia importante notare che l'ambito della trasparenza informativa e quello dell'*insider trading*, anche se condividono al vertice la nozione di "informazione privilegiata" (art. 7 MAR) e sono funzionali ad alimentare la fiducia degli investitori, a livello nazionale attualmente non possono dirsi sovrapponibili, né orientati agli stessi fini, il che concorre ad alimentare le frizioni e gli ostacoli esegetici di cui si occupano gli autori citati alla nota precedente. La discrasia identificativa e funzionale è da ultimo condivisibilmente messa in luce da E. MARCÌ, (nt. 15), p. 24 ss., 68 ss. poiché: a) l'insieme di regole che concerne l'abuso di informazioni privilegiate non di per sé non assicura alcun *surplus* conoscitivo a favore del pubblico, poiché non sancisce alcun obbligo di comunicazione in capo all'*insider*; b) il complesso delle informazioni privilegiate contemplato dall'art. 181 t.u.f., da un lato, ha una portata più ampia rispetto a quelle di cui è previsto un obbligo di comunicazione dall'art. 114 t.u.f. (nella prima disposizione sono considerate anche le *market informations*, le informazioni che attengono direttamente o indirettamente ad altri emittenti...), mentre, dall'altro, quest'ultimo impone la divulgazione di notizie che non costituiscono tecnicamente informazioni privilegiate (ad esempio, gli studi e le statistiche di cui all'art. 114, comma 11, t.u.f.); c) mentre l'obbligo di comunicazione al pubblico da parte dell'emittente verte su "conoscenze 'statiche', cioè già consolidate, in rapporto all'abuso di informazioni privilegiate vengono in rilievo anche conoscenze 'dinamiche'" (quest'ultimo rilievo appartiene a S. SEMINARA, *op. ult.*, p. 349). Su questi aspetti, cfr. anche F. ANNUNZIATA, *La disciplina*, (nt. 31), p. 385 s.; R. COSTI, *Il mercato*, (nt. 13), p. 285 s.; ID., L. ENRIQUES, (nt. 1), p. 229; F. SGUBBI, A.F. TRIPODI, (nt. 1), p. 4; C. DI NOIA, M. GARGANTINI, *The market abuse*, (nt. 1), p. 791 ss., 797 ss., nonché la comunicazione CONSOB, 28 marzo 2006, n. DME/6027054, al cui punto 5 si evidenzia che "le due nozioni di informazione privilegiata - nonostante l'identità di contenuto - non sono pienamente coincidenti in termini di funzione perseguita nelle diverse fattispecie relative alla identificazione dell'abuso e all'adempimento di obblighi informativi". Proprio questa comunicazione, unitamente alla previsione dell'art. 66, comma 1, reg. emittenti ("Gli obblighi di comunicazione previsti dall'articolo 114, comma 1, del Testo unico sono ottemperati quando, al verificarsi di un complesso di circostanze o di un evento, sebbene non ancora formalizzati, il pubblico sia stato informato senza indugio mediante apposito comunicato

nozione di informazione privilegiata abbiano infine generato una breccia sistematica³², forse anche per via della sempre più elevata tendenza alla procedimentalizzazione dell'operatività delle società "aperte".

La sparpagliata regolamentazione dei processi prolungati³³, che per semplicità espositiva si equiparerà al nostro concetto di fattispecie a formazione progressiva (senza tuttavia poter assicurare che siano coincidenti, né con l'intenzione di condizionare la lettura di pre-cetti europei mediante il ricorso a istituti nazionali³⁴), considerata isolatamente ed anche nel prisma del *market egalitarianism* sembrerebbe imporre un'anticipata *disclosure* di tutte le informazioni privilegiate che possano essere identificate in stadi precoci di operazioni anche molto articolate³⁵. Questa, invero, è anche la lettura imposta dalla sentenza C-19/11 (punti 44 - 49), in virtù della quale è richiesto uno scrutinio in termini di "concreta prospettiva" del verificarsi dell'evento o delle circostanze futuri (i quali possono consistere anche in *successive fasi preparatorie*, con evidente rischio di dar luogo ad una potenziale *regressio ad infinitum*) e non di una loro "elevata probabilità". Quest'ultimo parametro, a giudizio della Corte, restringerebbe eccessivamente il novero delle informazioni privilegiate da comunicare al mercato, nuocendo

[...]"), erano solitamente interpretate dalla dottrina giuscommerciale ponendo il fuoco sull'art. 2, par. 2, dir. 2003/124/CE, su cui la disposizione regolamentare era ricalcata, e lasciando invece in ombra la norma generale dell'art. 1, par. 1, della medesima direttiva sulla ragionevole prevedibilità del verificarsi di un evento futuro, con l'esito di posticipare l'obbligo divulgativo rispetto all'insorgenza del divieto di abuso di informazioni privilegiate: v. *infra*, sub nt. 37.

Più in generale, per ulteriori approfondimenti e riferimenti, si rinvia a S. GILOTTA, *Trasparenza*, (nt. 14), p. 97 ss., 151 ss.; E. PEDERZINI, (nt. 1), p. 981 ss., 990 ss., 994 ss.; F. DENOZZA, *La nozione di informazione privilegiata tra "Shareholder Value" e "Socially Responsible Investing"*, in *Giur. comm.*, 2005, I, p. 585 ss., spec. 590 ss.; FR. MUCIARELLI, *L'informazione societaria*, (nt. 31), p. 756 ss., 772 ss.; E. RIGOTTI, (nt. 1), p. 1356 s., nonché alle tuttora attuali osservazioni di C. ANGELICI, *Note in tema di informazione societaria*, in *La riforma delle società quotate*, a cura di F. Bonelli, E. Buonocore, F. Corsi, R. Costi, P. Ferro-Luzzi, A. Gambino, P.G. Jaeger, U. Patroni Griffi, Milano, 1998, p. 249 ss.

³² Ed in effetti prima dell'adozione della MAD la Commissione aveva proposto in un documento di consultazione l'introduzione di differenti nozioni per i due ambiti, come ricordato da C. DI NOIA, M. GARGANTINI, *Issues*, (nt. 1), p. 492, nt. 25, che, a loro volta, erano stati in precedenza tra i fautori di una simile scelta: IID., *The market abuse*, (nt. 1), p. 808 ss., con frequenti riferimenti al menzionato rapporto ESME.

³³ I quali, così come l'accessorio concetto di "tappa (o fase) intermedia", non solo non conoscono una definizione nel corpo del MAR, che pure non è avaro in tal senso, ma sono identificati attraverso il ricorso ad un lessico che definire atecnico sarebbe un eufemismo (v. *infra*, sub nt. 35).

³⁴ Ciononostante l'assimilazione non è comunque peregrina, per via del fatto che l'espressione giuridicamente puntuale "fattispecie a formazione progressiva" appare nella traduzione di CGUE, 28 giugno 2012, C-19/11, la quale a sua volta rappresenta la matrice da cui sono stati ricavati i segmenti normativi in questione, come è accaduto anche con CGUE, 23 dicembre 2009, C-45/08, secondo quanto si è avuto modo di esporre.

³⁵ Il considerando 17 MAR fa addirittura riferimento, tra l'altro, allo "stato delle negoziazioni contrattuali" o alle "condizioni contrattuali provvisoriamente convenute" (e v. le fondate contestazioni di P. MONTALENTI, *«Disclosure» e riservatezza nei mercati finanziari: problemi aperti*, in *AGE*, 2013, p. 253, formulate su un testo di proposta di regolamento di identico tenore), ed il dettato della disposizione risulta molto generico, dal momento che ci si è limitati a stabilire: "Nel caso di un processo prolungato che è inteso a concretizzare, o che determina, una particolare circostanza o un particolare evento, tale futura circostanza o futuro evento, nonché le tappe intermedie di detto processo che sono collegate alla concretizzazione o alla determinazione della circostanza o dell'evento futuri, possono essere considerate come informazioni aventi carattere preciso" (art. 7, par. 2, secondo periodo, MAR).

al pieno conseguimento dei consueti obiettivi di tutela dell'integrità del mercato e di accrescimento della fiducia degli investitori³⁶.

Eppure, inserendo l'involuta norma dell'art. 9, par. 4, MAR in questa cornice, pare possibile ricavare un implicito *safe harbour* per la preservazione della riservatezza nello svolgimento delle fasi prodromiche di operazioni strutturate (giuridicamente o fattualmente) come fattispecie a formazione progressiva: alla duplice condizione esplicita della congruenza di tutte le condotte preliminari con il fine dell'operazione stessa e della realizzazione della *disclosure* in prossimità dell'evento conclusivo³⁷ dovrà aggiungersi un ulteriore vincolo desumibile

³⁶ Questa conclusione è peraltro fermamente respinta sullo stesso piano da A.F. TRIPODI, *Informazioni*, (nt. 1), p. 378 s., il quale ritiene che "l'imposizione della comunicazione al mercato di una notizia avente a oggetto un evento che acquisisce rilevanza in funzione di un altro e successivo evento, piuttosto che tutelare il corretto funzionamento del mercato, e dunque la sua integrità, [può] comportare incertezze e distorsioni in esso, incidenti in maniera negativa sulla stessa fiducia degli investitori"; nello stesso senso anche C. DI NOIA, M. GARGANTINI, *Issuers*, (nt. 1), p. 503 e ID., *The market abuse*, (nt. 1), p. 793 s., testo e nt. 37 e 38, i quali evidenziano altresì il rischio che una divulgazione troppo anticipata possa *ex post* essere riqualficata e perseguita dall'autorità come una condotta manipolatoria (ribadendo una condivisibile preoccupazione già emersa in ESME, *Market abuse EU legal framework and its implementation by member states: a first evaluation*, Bruxelles, 2007, p. 6, leggibile sul sito <http://www.ec.europa.eu>, tra i cui autori figurava anche lo stesso Di Noia); P. MONTALENTI, (nt. 12), p. 482, ove condivisibilmente si afferma che "il mercato ha bisogno di essere informato, non disinformato per eccesso di informazione" e si analizza la questione nell'ottica della stessa riferibilità all'emittente di studi interni (ed a questi si potrebbero equiparare anche quelli commissionati a terzi o i pareri richiesti a soggetti con particolari competenze) elaborati in vista del compimento di operazioni di significativa importanza e la si esclude, salvo il caso in cui lo studio "attenga ad una definizione esecutiva di decisioni già adottate da organi o soggetti dotati di poteri decisionali"; in proposito si crede di poter puntualizzare che la realizzazione di studi o la richiesta di pareri o altre ricerche di per sé non rappresenti informazioni privilegiate, cosa che, viceversa, in presenza di tutti gli altri presupposti, potrebbe essere predicato in relazione ai loro contenuti. Proprio perciò: a) in sintonia con quanto afferma l'autorevole dottrina citata, tali informazioni dovranno essere divulgate solo nel momento in cui si inseriscano in una fase esecutiva di decisioni già adottate (con conseguente irrilevanza di fasi preliminari a carattere puramente istruttorio o esplorativo); b) le informazioni presenti in questi studi potranno essere utilizzate esclusivamente in vista della realizzazione (o dell'abbandono) dell'operazione per cui essi sono stati richiesti, avendo cura di salvaguardarne la riservatezza; c) un loro sfruttamento per finalità aliene all'operazione pianificata potrebbe concretizzare un abuso di informazioni privilegiate, ma sul punto si v. *infra*, sub par. 4. Nella giurisprudenza nazionale successiva alla sentenza CGUE, 28 giugno 2012, C-19/11, , peraltro, si segnala App. Milano, 4 aprile 2013, in *Soc.*, 2014, p. 697 ss., con nota di S. LOMBARDO, nella quale si è giunti alla conclusione che sussistesse il requisito della precisione delle informazioni utilizzate da un *tippee* in quanto consentivano di prevedere che il progetto di acquisizione cui inerivano si sarebbe realizzato con una "elevata probabilità"; la particolare fattispecie vagliata dalla corte territoriale, quindi, non ha reso necessario ricorrere al più elastico criterio valutativo elaborato dalla CGUE. Sembra disattendere le conclusioni del giudice europeo anche App. Milano, 11, dicembre 2014, in *Soc.*, 2015, p. 1144 ss., con nota di E. MACRÌ, nella cui motivazione si legge che "ricorrendo gli altri requisiti, dovrà considerarsi sufficientemente specifica e di natura privilegiata l'informazione comunque 'operativa' ossia, in generale, idonea a permettere una ragionevole decisione d'investimento sul mercato finanziario" (corsivo aggiunto). Si veda anche App. Bologna, 29 ottobre 2013, , p. 27 (testo originale), che, richiamandosi all'indirizzo del giudice europeo, si è attestata sulla sufficienza di una "concreta possibilità di effettiva realizzazione" dell'operazione per determinare se l'informazione privilegiata nel caso di specie fosse precisa (salvo poi contraddittoriamente ed impropriamente affermare che il progetto dell'operazione era "in fase di concreta attuazione": p. 29 ss. del testo originale).

³⁷ Ossia, quando sarà *ragionevolmente certo* prevedere che tale evento o circostanza si verificherà, conformemente a quanto già oggi ritiene l'orientamento dottrinario dominante, il quale variamente esclude un'eccessiva anticipazione del momento pubblicitario: F. ANNUNZIATA, *La disciplina*, (nt. 31), p. 388 s.; ID., *Commento all'art. 114 t.u.f.*, (nt. 31), p. 1506 s.; E. AMATI, *Abusi di mercato*, (nt. 1), p. 91 s., 95 ss.; E. MACRÌ, (nt. 15), p. 65 ss.; E. PEDERZINI, (nt. 1), p. 981; C. DI NOIA, M. GARGANTINI, *The market abuse*, (nt. 1), p. 800 ss., in cui è riportato

a contrario e comunque sistematicamente compatibile con le ragioni che rendono legittimo il ricorso all'istituto del ritardo ed anche a quello dei sondaggi di mercato (sul quale tra breve si spenderà qualche parola): quello della preservazione della riservatezza durante l'avanzamento nella fattispecie a formazione progressiva. Il soddisfacimento di queste condizioni, se si condivide la lettura qui tratteggiata, assicura che non vi siano approfittamenti parassitari dei vantaggi conoscitivi maturati *medio tempore*, e garantisce agli azionisti interessati la possibilità di un consapevole esercizio dei loro diritti³⁸, rendendoli in ultima istanza giudici della bontà della sequenza in procinto di chiudersi.

un panorama dei discordanti orientamenti applicativi di alcune autorità amministrative e si afferma: "Different practical interpretations of the EU framework represent a cost in cross-border activities and an obstacle to the creation of a single financial market", concludendo che "no substantial harmonisation has been reached at the EU level as far as issuers' duty to disclose inside information is concerned"; P. CARRIÈRE, (nt. 30), p. 364 ss.; G. MEO, (nt. 1), p. 306 s.; L. PICONE, (nt. 30), p. 238 ss.; P. SFAMENI, (nt. 30), *loc. ult.*; diversamente, A.F. TRIPODI, *Informazioni*, (nt. 1), p. 352 s., conduce una lettura sistematica a favore dell'allineamento tra obbligo di pubblicità e sanzione, escludendo l'anticipazione dell'uno e dell'altra fino all'istante di effettiva verifica dell'evento. Isolata pare essere l'opinione di M. FRATINI, *Diritto*, (nt. 15), p. 457, il quale scrive: "L'obbligo di comunicazione al pubblico sorge non quando sia divenuto ragionevolmente prevedibile il verificarsi di un evento o di un complesso di circostanze [...], ma quando l'evento o il complesso di circostanze si verifica concretamente".

La stessa CONSOB pare attestata su posizioni prossime a quelle della corrente di pensiero maggioritaria: comunicazione del 28 marzo 2006, n. DME/6027054, punti 5, 19, 26 (anche se in quest'ultimo si legge un riferimento alla parità informativa). Corre ad ogni modo l'obbligo di segnalare che nella medesima comunicazione l'Autorità ha manifestato incongruentemente un atteggiamento ben più rigoroso a fronte di progetti di operazioni complesse, i cui contenuti dovrebbero essere *integralmente* oggetto di pubblicità prima della loro esecuzione (punti 39 - 41, ove si fa riferimento proprio a rastrellamenti ante OPA o finalizzati alla realizzazione di fusioni), senza tenere, però, pienamente in conto la ragionevole prevedibilità del loro esito e, soprattutto, degli ostacoli che la divulgazione stessa potrebbe cagionare.

Infine una puntualizzazione è doverosa in merito alla disciplina nazionale dell'OPA ed ai suoi rapporti con gli obblighi di informazione continua, di cui la dottrina si è occupata maturando variamente la convinzione che l'unica informazione da comunicare sia quella relativa all'assunzione della decisione di lanciare l'offerta *ex art.* 102 t.u.f.: F.M. MUCCIARELLI, *Le offerte pubbliche di acquisto e di scambio*, in *Tratt. dir. comm.*, fondato da V. Buonocore e diretto da R. Costi, Torino, 2014, p. 64 ss.; A.F. TRIPODI, *Informazioni*, (nt. 1), p. 364 ss.; S. LOMBARDO, *OPA, informazione privilegiata e insider di se stessi* (nota a TAR Lazio, sez. Roma, 10 luglio 2012, n. 6257), in *Soc.*, 2013, p. 53 ss. Diversa conclusione - sempre sulla scia di CGUE, 28 giugno 2012, C-19/11, - è argomentata in App. Bologna, 29 ottobre 2013, che si è inserita sulla vicenda di cui si era già occupato il TAR pronunciandosi in maniera diametralmente opposta: nella sentenza si legge che "l'informazione relativa al lancio dell'Opa può ritenersi precisa già nella fase intermedia e prima che sia definita in tutti i suoi elementi, dunque anche nella fase delle trattative, nel momento in cui vi siano circostanze tali da far ritenere fondata la prospettiva che l'operazione si realizzi" (p. 31, testo originale). Oltre ad altri elementi sui quali di seguito si tornerà, è doveroso sottolineare che questa pronuncia non sembra aver tenuto in alcun conto l'art. 3, par. 1, lett. e), dir. 2004/25/CE ("un offerente può annunciare un'offerta solo *dopo* essersi messo in condizione di poter far fronte pienamente ad ogni impegno di pagamento del corrispettivo in contanti"), proprio in merito ad una situazione in cui, invece, i ricorrenti avevano dimostrato - ed il giudice ne aveva persino preso atto: p. 32 del testo originale - di non disporre dei mezzi per far fronte agli impegni economici derivanti dal lancio dell'OPA nel periodo preso in considerazione. La circostanza è evidenziata anche nel commento a tale pronuncia (p. 573 ss.).

³⁸ Ciò è probabilmente in funzione della più immediata domanda di protezione che si presenta in relazione ai soci attuali rispetto all'indistinto insieme dei potenziali investitori, ed altresì coerente con l'intento di coinvolgere maggiormente l'azionariato nella vita delle società quotate espresso nei considerando 3 e 6 della dir. 2007/36/CE (c.d. dir. *shareholders' rights*), secondo cui, rispettivamente "i detentori di azioni con diritto di voto dovrebbero poter esercitare tali diritti, considerato che questi si riflettono nel prezzo corrisposto per l'acquisto

In altri termini, l'interrogativo da cui ha preso le mosse questa digressione, condizionato dalla logica dell'art. 9, par. 4, MAR, risultava mal posto: il momento di impiego delle informazioni privilegiate contemplato dalla norma non si colloca alla conclusione dei processi prolungati (momento in cui la *disclosure* dev'essere già intervenuta), ma va identificato nel lasso di tempo precedente, se non che l'uso dell'informazione viene di fatto scriminato alle condizioni descritte. Una simile conclusione, se accolta, avrebbe inoltre il duplice pregio di affrancare questa fattispecie dalla contorta configurazione indotta dalla presunzione di utilizzazione e di darle un significato ed una portata distinti ed autonomi rispetto al mero ricorso al ritardo nella divulgazione delle informazioni privilegiate (art. 17, par. 4, MAR), in cui altrimenti potrebbe risolversi³⁹. Riacquisterebbe senso anche la possibilità per l'autorità competente di accertare la sussistenza di "motivi illegittimi" (art. 9, par. 5, MAR) alla base delle operazioni realizzate, i quali, per effetto del principio di materialità, dovrebbero ragionevolmente identificarsi con oggettivi scostamenti dai comportamenti leciti o con ipotesi di *criminal insider trading*. Da ultimo, ed anche questa non sarebbe cosa da poco, contribuirebbe a restituire sincerità all'espressione "condotta legittima", già ricordata nella rubrica dell'art. 9 MAR.

D'altro canto, in virtù della diretta efficacia del MAR (in cui comunque si rispecchia l'attuale assetto dell'istituto in Italia: art. 114, comma 3, t.u.f. e art. 66-*bis* reg. emittenti), l'emittente che stia realizzando una fattispecie a formazione progressiva può avvalersi autonomamente della possibilità di ritardare la diffusione delle informazioni privilegiate⁴⁰, nel rispetto dei presupposti che vincolano l'esercizio di questa facoltà (potenziale dannosità dell'immediata *disclosure*, probabile non decettività del ritardo, garanzia di riservatezza delle informazioni *medio tempore*: art. 17, par. 4, lett. a), b) e c), MAR). La notizia del ricorso al ritardo informativo dovrebbe essere fornita soltanto *ex post* all'autorità di vigilanza⁴¹, dimostrando altresì di aver rispettato le condizioni di legittimità della procrastinazione.

L'onnipresente parità informativa rischia di uccidere nella culla un'altra significativa novità presente nella MAR di cui si è detto in esordio: ci si riferisce ai sondaggi di mercato (art. 11 MAR). I sondaggi, in effetti, sono già noti alla prassi, che vi faceva ricorso per acquisire anticipatamente informazioni funzionali all'adozione di scelte consapevoli nell'operatività sul mercato finanziario. Tuttavia la congerie di vincoli e adempimenti (art. 11, par. 3 - 6,

delle azioni" e "dovrebbero poter votare *con cognizione di causa* nel corso dell'assemblea". Ulteriori spunti in E. MACRÌ, (nt. 15), p. 35 s., nt. 145 e p. 96 s.

³⁹ Ed in cui sovente la dottrina, pur con talune rilevanti eccezioni (CARRIÈRE, (nt. 30), p. 353 ss.; S. SEMINARA, *Disclose or abstain*, (nt. 1), p. 350 ss.), tende ad individuare la soluzione al problema della *disclosure* nelle fattispecie a formazione progressiva.

Interessante la segnalazione di L.A. BIANCHI, A. PICCIAU, *Appunti sulla nuova regolamentazione dell'informazione continua*, in *AGE*, 2013, p. 224 s., circa le distorsioni provocate dal timore di sanzioni e della fuga di notizie nella prassi decisionale degli emittenti.

⁴⁰ Nel senso auspicato sulla scorta dell'esperienza dell'ordinamento tedesco da S. SEMINARA, *Disclose or abstain*, (nt. 1), p. 352, prima che l'art. 66-*bis* reg. emittenti fosse modificato sovvertendo il previgente regime che imponeva la richiesta di autorizzazione preventiva alla CONSOB.

⁴¹ Il MAR consente agli stati membri di prevedere che gli emittenti debbano informare l'autorità della ritardata *disclosure* soltanto dietro sua richiesta (art. 17, par. 4, terzo periodo, in fine).

MAR⁴²) cui deve sottostare chi effettua il sondaggio ed anche chi lo riceve, però, rende particolarmente macchinoso avvalersene. Oltre a ciò bisogna considerare che molto facilmente chi effettua il sondaggio può rendersi responsabile di comunicazione illecita di informazioni privilegiate (art. 10 MAR e art. 4, par. 2, MAD 2).

Nel prendere atto di tutti questi oneri e rischi, ci si persuade che l'istituto dei sondaggi di mercato sarà scarsamente utilizzato e non potrà efficacemente prestarsi a salvaguardare canali comunicativi privilegiati tra amministratori e soci di riferimento, su cui pure ha messo l'accento il considerando 32 MAR⁴³.

⁴² Vi sono vari ordini di obblighi, legati alle diverse fasi in cui si può idealmente scomporre il sondaggio: 1) fase iniziale: valutazione di eventuale natura privilegiata delle informazioni da parte di chi esegue il sondaggio ("disclosing market participant": DMP) e registrazione per iscritto di sue conclusioni al riguardo; 2) fase esecutiva: richiesta del consenso del ricevente alla trasmissione di informazioni privilegiate, avviso al ricevente in merito al divieto di utilizzare questo genere informazioni ed all'obbligo di mantenerle segrete, ulteriore registrazione di tutte le informazioni fornite e dell'identità dei soggetti contattati; 3) fase successiva al perfezionamento: conservazione delle registrazioni da parte del DMP per almeno cinque anni ed obbligo di fornirle all'autorità di vigilanza dietro sua richiesta.

⁴³ Forse anche a causa della particolare concentrazione dell'azionariato riscontrabile nel mercato del capitale di rischio in Italia, le condizioni di ammissibilità della *selective disclosure* ed i suoi effetti sono stati recentemente oggetto di grande attenzione da parte della dottrina per quanto riguarda i flussi informativi tra amministratori e azionisti di riferimento, mentre è rimasto in ombra l'ambito elettivo segnato dall'articolato del MAR, che collega i sondaggi di mercato al "fine di valutare l'interesse dei potenziali investitori per una possibile operazione e le relative condizioni" (art. 11, par. 1), o alla realizzazione di un'OPA o di una fusione (art. 11, par. 2): cfr. G. STRAMPELLI, (nt. 1), p. 1040 ss., che però individua una serie di notevoli limitazioni (p. 1053 ss.); L.A. BIANCHI, A. PICCIAU, (nt. 39), p. 237 s., che si occupano degli incontri con operatori di mercato ed analisti finanziari; E. MACRÌ, (nt. 15), p. 92, spec. 96 s.; S. GILOTTA, *Trasparenza*, (nt. 14), p. 165 ss.; ID., *Disclosure*, (nt. 14), p. 85 ss., il quale si occupa tuttavia per lo più di comunicazioni selettive verso analisti finanziari (segnalandone gli aspetti positivi con una certa dose di ottimismo), limitandosi a sottolineare incidentalmente circa gli azionisti che vi sarebbe un rischio assai più elevato di *moral hazard*; P. MONTALENTI, (nt. 12), p. 480 s.; ID., (nt. 35), p. 251 ss.; ID., *Società per azioni, corporate governance e mercati finanziari*, Milano, 2011, p. 20 ss.; ID., *L'informazione nei gruppi societari*, in *La società per azioni oggi: tradizione, attualità e prospettive*, Milano, 2007, p. 312 ss. (pubblicato anche nell'opera precedentemente citata, a p. 255 ss., spec. 275 ss.); A. GIANNELLI, C. MOSCA, *Flussi informativi tra amministratori e soci nella società quotata, tra ambiguità ed esigenze di disciplina*, relazione presentata al convegno "La protezione dei soggetti deboli tra equità ed efficienza", organizzato dall'Associazione "Orizzonti del Diritto Commerciale" e svoltosi a Roma il 10 e 11 febbraio 2012, p. 6 ss.; N. LINCIANO, A. MACCHIATI, (nt. 1), p. 34 s., 75, in cui riflessioni di portata più generale sul fenomeno.

Peraltro, al di là dell'attrito della diffusione selettiva di informazioni con il combinato disposto delle norme degli artt. 92 e 114, comma 4, t.u.f., è il caso di aggiungere che essa si pone altresì in contrasto con i principi di *corporate governance* recentemente rielaborati dall'OCSE in collaborazione con il G20, nei quali in più ambiti è ribadito il "fundamental principle of equitable treatment" nei confronti degli azionisti e degli altri partecipanti al mercato (G20/OECD, *Principles of corporate governance*, 2015, p. 19 ss., 35, 41, leggibile sul sito <http://www.oecd.org>) ed è specificamente richiesto che i "channels for disseminating information should provide for equal, timely and cost-efficient access to relevant information by users" (p. 49). Analogamente, nell'ultima edizione (2015) del *Codice di autodisciplina* delle società quotate sul mercato gestito da Borsa Italiana s.p.a. (disponibile sul sito <http://www.borsaitaliana.it>) si raccomanda il rispetto delle previsioni in materia di informazioni privilegiate (artt. 1.C.1, lett. j), 9.C.2), e si esorta gli emittenti ad adottare "una procedura interna per la gestione, in forma sicura e riservata, delle informazioni che li riguardano, soprattutto quando si tratti di informazioni privilegiate. Tale procedura è anche volta a evitare che la loro divulgazione possa avvenire intempestivamente, o in forma selettiva [...]"(p. 9). Qualche deroga al divieto di comunicazioni selettive è invece tollerata nei più risalenti *Principles for ongoing disclosure and material development reporting by listed entities* (2002) della IOSCO (reperibile sul sito <http://www.iosco.org>), nei quali si legge che "certain narrow exceptions may be permitted

Degna di attenzione è infine la tensione tra le enunciazioni di principio presenti nei considerando nn. 6, 55, 56 MAR e 132 – 135 MiFID 2 circa le PMI⁴⁴ e loro contraddittoria attuazione nei rispettivi testi. Da un lato, infatti, si sostiene la necessità di facilitare l'accesso al mercato dei capitali per le PMI e di agevolare l'ulteriore sviluppo dei mercati specializzati (c.d. mercati di crescita: artt. 4, par. 1, n. 12, e 33 MiFID 2), mentre, dall'altro, si pone l'imperativo di raggiungere "un corretto equilibrio tra il mantenimento di livelli elevati di protezione degli investitori, essenziali per promuovere la fiducia di questi ultimi negli emittenti attivi su tali mercati, e la riduzione degli oneri amministrativi non necessari per gli emittenti sugli stessi mercati" (considerando n. 133 MiFID 2). Già quest'ultimo duplice obiettivo si presenta in sé antitetico, in quanto la variazione di uno dei due termini di questa funzione non può che reagire negativamente sull'altro (com'è evidente: mantenere livelli elevati di protezione innalza gli oneri amministrativi, mentre ridurre questi ultimi abbassa la protezione garantita agli investitori). Inoltre, in questo problematico compromesso neppure è stabilito o comunque desumibile che una di queste due finalità sia preminente rispetto all'altra, così da consentire un bilanciamento caso per caso.

All'atto pratico, facilitazioni ed agevolazioni divengono rarefatte poiché: *a)* come visto, l'ampliamento degli obblighi di informazione continua⁴⁵ ha interessato indiscriminatamente anche gli emittenti con titoli negoziati su MTF, OTF (art. 3, par. 1, n. 7 e 8, MAR) e mercati di crescita (che del resto altro non sono che un sottoinsieme dei MTF: art. 33, par. 1, 2 e 3, MiFID 2); *b)* gli emittenti negoziati su MTF o OTF, tra cui anche le PMI, sono assoggettati agli obblighi di comunicazione concernenti le operazioni effettuate da persone che esercitano funzioni di amministrazione, di controllo o di direzione ed a tenere un elenco di costoro (*insider dealing*: art. 19, par. 4, lett. *b*), MAR)⁴⁶; *c)* sebbene sia testualmente previsto che gli emittenti ammessi alla negoziazione su mercati di crescita⁴⁷ non debbano tenere gli

to this principle to allow communications with advisers and rating agencies or, in the ordinary course of business, communications with persons with whom the listed entity is negotiating, or intends to negotiate, a commercial, financial or investment transaction or representatives of its employees or trade unions acting on their behalf?" (p. 6).

⁴⁴ Seguendo un altro rinvio esterno al MAR, si apprende che per PMI s'intendono quelle imprese che abbiano una capitalizzazione di borsa media inferiore a duecento milioni di euro sulla base delle quotazioni di fine anno dei tre precedenti anni civili (art. 4, par. 1, n. 13, MiFID 2).

⁴⁵ L'Italia peraltro risulta rispettare almeno parzialmente le nuove previsioni sull'estensione degli obblighi informativi, poiché già mediante il d.lgs. 101/2009 è stato previsto che gli emittenti strumenti finanziari ammessi alle negoziazioni nei sistemi multilaterali di negoziazione sono assoggettati agli artt. 114 (tranne il comma 7) e 115 TUF (art. 116, comma 2-*bis*, TUF). Mancano, quindi, all'appello gli OTF.

⁴⁶ In ciò la disciplina italiana riportata nella nota precedente necessiterà di essere adeguata, ricomprendendo l'obbligo indicato e la medesima considerazione vale per il punto indicato di seguito nel testo.

⁴⁷ È doveroso precisare che non necessariamente tali emittenti sono *tutti* PMI, in quanto è sufficiente che almeno il 50% degli emittenti con titoli ammessi alla negoziazione lo sia al momento della registrazione del mercato di crescita e successivamente ogni anno civile (art. 33, comma 3, lett. *a*), MiFID 2). Con un singolare rovesciamento, quindi, anche emittenti che *non* sono PMI possono accedere al beneficio di modesta portata di cui si sta per dire. Non si tratta peraltro di una difficoltà che non possa essere ovviata a livello nazionale oppure della regolamentazione adottata dai gestori dei mercati di crescita, ma richiama comunque ancora una volta l'attenzione sui rischi che il frazionamento della normativa in più provvedimenti pone non solo sul piano

elenchi di chi ha accesso alle informazioni privilegiate (art. 18, par. 6, MAR), per poter godere di tale esenzione devono comunque essere “in grado di fornire, su richiesta, all’autorità competente un *elenco* di persone aventi accesso a informazioni privilegiate” (art. 18, par. 6, lett. *b*), MAR). Cosicché, per non tenere un elenco ... bisognerà pur tenerne uno, il quale potrà forse essere redatto anche *a posteriori* rispetto alla richiesta dell’autorità (con tutte le difficoltà del caso) e non dovrà magari rispettare gli standard tecnici che saranno stabiliti dall’ESMA e dalla Commissione (art. 18, par. 9, MAR), ma rappresenterà comunque un onere per l’emittente.

Com’è a questo punto evidente, al di là delle pur apprezzabili intenzioni agevolative del legislatore europeo, si registra un forte appiattimento della disciplina delle PMI e dei relativi mercati su quella dei mercati regolamentati e degli emittenti quotati⁴⁸, con una cospicua violazione del principio di proporzionalità e della logica del “pensare anzitutto in piccolo”⁴⁹, che nei fatti sarà prevedibilmente seguita da un considerevole aumento dei costi legati alla scelta di uno “sperimentale” accesso al mercato dei capitali di rischio.

Specialmente alla luce dei lavori preparatori che hanno preceduto l’adozione di MAR e MAD 2 e dei propositi che parallelamente hanno ispirato la MiFID 2, un simile esito non solo non era prefigurabile, ma risulta profondamente irragionevole e non consequenziale. Così cristallizzato l’assetto della regolamentazione primaria, sarà difficile che le misure tecniche attuative possano mitigare l’impatto fortemente disincentivante che la combinata applicazione di tutte queste misure potrebbe avere. La sensazione, dunque, è che si sia persa l’ennesima occasione per introdurre un habitat favorevole alla crescita finanziaria delle imprese europee attraverso una maggiore apertura ai mercati e che al contempo ci sia il rischio di debilitare i canali alternativi già esistenti.

3. (segue) Poca chiarezza, molta oscurità ed una dose di ignavia.

Prima di chiudere questa rassegna su alcune delle principali criticità del nuovo *corpus* normativo, non ci si può esimere dal segnalare alcune ulteriori rilevanti distonie tra certe dichiarazioni di principio di portata generale e la loro attuazione.

dell’accessibilità e comprensibilità delle regole, bensì sull’aumento della difficoltà del loro coordinamento sistematico.

⁴⁸ Ciò è vero anche sul piano sanzionatorio, dal momento che non è previsto un apparato punitivo differenziato in cui si tenga conto del diverso peso delle PMI e degli effetti su MTF ed OTF delle violazioni compiute in seno ad essi. Anzi, potrebbe ad esempio paradossalmente giungersi all’applicazione di sanzioni proporzionalmente più severe in relazione a condotte verificatesi su MTF o OTF e caratterizzate da esiti quantitativamente meno rilevanti (rispetto all’entità degli scambi sui mercati regolamentati), qualora siano suscettibili di minare la loro integrità (arg. *ex* considerando nn. 11 e 12 MAD 2).

⁴⁹ Su cui si veda la comunicazione della Commissione del 25 giugno 2008 sullo *Small Business Act* - COM(2008) 394, espressamente richiamata nel considerando n. 6 del MAR. Si consideri inoltre la significativa quantificazione degli oneri amministrativi derivanti dai vari obblighi informativi in capo alle PMI recata dalla comunicazione della Commissione SEC(2011) 1217, p. 29 ss., ed il relativo allegato 10 (a p. 193 ss.).

Tra i primi considerando del MAR, si ritrova invero l'affermazione della necessità di “un nuovo strumento legislativo per garantire regole uniformi e *chiarezza dei concetti di base*” (considerando n. 3), cui si unisce quella - parallela e speculare - della riduzione della complessità normativa (considerando n. 4), e l'esigenza di definire “in modo più chiaro le regole applicabili” (considerando n. 5); tale logica riecheggia anche nel considerando n. 6 della MAD 2, ove, con una certa ingenuità si afferma che con l'introduzione di sanzioni penali “almeno per le forme gravi di abusi di mercato, si stabiliscono *confini chiari* per i tipi di comportamenti che sono ritenuti particolarmente inaccettabili”...senza tuttavia che sia articolata alcuna seria riflessione sulla nitidezza del concetto di gravità dell'abuso (su cui si tornerà più avanti), per non parlare dell'immutata indeterminatezza di molti elementi-chiave delle fattispecie.

La chiarezza tanto frequentemente invocata, però, sembra un obiettivo mancato nella elaborazione delle disposizioni: per limitarci all'esempio forse più emblematico, si può prendere in esame la figura dell'investitore ragionevole, oggetto di una clausola incautamente e approssimativamente importata dall'elaborazione economica neoclassica (ove, per vero, si parla di investitore *razionale*) e dalla successiva sedimentazione dottrinarie e giudiziaria d'oltreoceano⁵⁰. Nel duplice giudizio ipotetico che anche alla luce dell'art. 7, par. 2 e 4, MAR (richiamati nella MAD 2 dall'art. 2, n. 4) dev'essere soddisfatto per accertare l'illiceità della condotta di un “iniziato” che abbia operato sul mercato sulla base delle informazioni privilegiate a lui note, l'investitore ragionevole⁵¹ continua imperturbato a giocare un ruolo problematicamente rilevante nella determinazione dell'idoneità dell'informazione privilegiata a determinare una significativa variazione nei prezzi degli strumenti finanziari (*price sensitivity*).

⁵⁰ Per riferimenti sul punto, si rinvia a M.B. MAGRO, (nt. 1), p. 41 ss., 69 ss.; V. CARIDI, (nt. 14), p. 7 ss., 20 ss., testo e note, il quale comunque correttamente segnala che i rigorosi assunti economici sono stati spesso “filtrati” ed attenuati nella loro recezione in ambito giuridico. Ad ogni modo, si può forse ipotizzare che le origini più remote della figura dell'investitore ragionevole possono essere tracciate a ritroso nell'influenza che gli studi statistici condotti da Adolphe Quetelet nel XIX secolo hanno avuto sugli studi sociali ed economici successivi; egli, vagliando un'enorme mole di dati statistici e ricorrendo in particolare frequentemente alle distribuzioni gaussiane, arrivò ad elaborare un concetto di “uomo medio”, che con un autentico salto logico pose al centro di un'elaborazione ideale nella quale cercava di ricostruire e spiegare i fenomeni sociali sulla base di leggi fisiche (*Sur l'homme et le développement de ses facultés, ou Essai de physique sociale*, Paris, 1835, accessibile sul sito <http://www.gallica.bnf.fr>). Per altro verso, sebbene in queste righe non sia ovviamente possibile ricostruire accuratamente una storia del pensiero economico, la formalizzazione in termini matematici del concetto di scelta razionale è stata realizzata solo in J. VON NEUMANN, O. MORGESTERN, *Theory of games and economic behavior*, Princeton, 1944, p. 8 ss., 31 ss., la cui opera ha posto le fondamenta per la teoria economica neoclassica e nella quale si ritrova un'eco della logica che guidò Quetelet laddove si legge: “The objection could be raised that it is not necessary to go into all these intricate details concerning the measurability of utility, since evidently the common individual, whose behavior one wants to describe, does not measure his utilities exactly but rather conducts his economic activities in a sphere of considerable haziness. The same is true, of course, for much of his conduct regarding light, heat, muscular effort, etc. But in order to build a science of physics these phenomena had to be measured. And subsequently the individual has come to use the results of such measurements directly or indirectly even in his everyday life. *The same may obtain in economics at a future date.* Once a fuller understanding of economic behavior has been achieved with the aid of a theory which makes use of this instrument, the life of the individual might be materially affected” (p. 20, corsivo aggiunto).

⁵¹ Illuminanti sono le ponderate riflessioni declinate su più prospettive da A.F. TRIPODI, *Informazioni*, (nt. 1), p. 242 ss., il quale tuttavia conclude che “la figura dell'investitore ragionevole rimane invero parametro dai risvolti equivoci”. Cfr. altresì F. DENOZZA, *Mercato*, (nt. 14), p. 82 ss., ove si legge la condivisa considerazione

Pur essendo stato introdotto per conferire maggiore determinatezza alla fattispecie dell'abuso di informazioni privilegiate, l'*alter ego* giuridico di questo concetto economico si è immediatamente "ribellato" al destino di svolgere un ruolo chiarificatore, prestandosi viceversa con versatilità ad ogni sorta di inquadramento. Ciononostante, considerate le sue origini e l'impostazione tecnocratica del legislatore europeo, non è infondato presumere che si volesse conservare in questo archetipo le caratterizzazioni e gli attributi astrattamente riconosciuti dagli economisti che lo hanno posto al centro dei loro modelli di mercato (stabilità delle preferenze, capacità di immediata individuazione delle informazioni rilevanti, capacità di istantanea elaborazione delle informazioni, capacità di immediata adozione di scelte coerenti che massimizzano l'utilità dell'investimento rispetto alle preferenze, capacità di apprendimento dagli errori...); questa illazione potrebbe essere confortata dal fatto che si è conseguentemente cercato di depotenziare le capacità espansive dell'area dell'illecito, altrimenti dilatate dalle superiori qualità cognitive e decisionali dell'investitore ragionevole, sfumandole

per cui "la scelta di un soggetto razionale può essere indefinitamente rimodulata dall'acquisizione di nuove informazioni o di nuove possibilità di scelta. Non esiste alcun parametro che consenta di affermare a priori l'irrelevanza di una ulteriore informazione o di una ulteriore possibilità di scelta rispetto a tutte quelle disponibili in una situazione data" (p. 83) completata in nota 34 dalla chiosa: "Solo l'onniscienza garantisce la perfetta razionalità della scelta"; ID., *La nozione*, (nt. 29), p. 591 ss.; A. ALESSANDRI, *Rassegna sugli abusi di mercato: la manipolazione del mercato*, in *Giur. comm.*, 2015, II, p. 421 ss., che con scetticismo ritiene: "L'investitore medio è una creazione puramente concettuale e astratta, mentre nella realtà del mercato esistono diversissime figure di attori, tra le quali predominano sempre più gli operatori specializzati, dotati di un bagaglio tecnico e di una competenza che certamente non può essere definita *media*"; S. GIAVAZZI, *L'abuso*, (nt. 1), p. 716 s., la quale, per vero, ponendo l'accento sulla ragionevolezza dell'agente, non supera le criticate incertezza ed ambiguità della norma, ma traccia una figura dai contorni viepiù sfuggenti, in quanto considera "ragionevole anche il singolo investitore, purché si tratti di un soggetto razionale, in grado cioè di elaborare correttamente e razionalmente le informazioni"; M.B. MAGRO, (nt. 1), p. 49, la quale opina nettamente che "tutti i soggetti del mercato impiegano euristiche che facilitano il compito decisionale, evitando l'ardua se non impossibile esplorazione dell'intero set informativo" e, poi: "In contrasto con la concezione secondo cui il comportamento umano è governato da meditate decisioni contenenti una valutazione in termini di costi e benefici, è possibile affermare che ruolo primario nel comportamento umano ha la dimensione emotiva ed affettiva" (p. 55 e v. anche a p. 70 ss.); E. MACRÌ, (nt. 15), p. 75 ss.; C. DI NOIA, M. GARGANTINI, *Issuers*, (nt. 1), p. 500 ss.; G. GASPARRI, (nt. 16), p. 102 ss.; R. ZANNOITI, (nt. 1), p. 415 ss., che denuncia fondati dubbi intorno al paradigma della razionalità dell'investitore; FR. MUCCIARELLI, *Commento all'art. 184 t.u.f.*, (nt. 1), p. 2339 ss.; E. AMATI, *Abusi di mercato*, (nt. 1), p. 24 ss., 103 s., ove si contesta la fondatezza dell'ispirazione economica della figura in esame e la difficoltà insita nella sua concreta identificazione; ID., *La disciplina*, (nt. 1), p. 208 s.; V. CARIDI, (nt. 14), p. 24 s.; F. SGUBBI, A.F. TRIPODI, (nt. 1), p. 20 s.; ID., D. FONDAROLI, (nt. 1), p. 18 s.; V. NAPOLEONI, voce *Insider trading*, (nt. 1), p. 589; AS. DI AMATO, (nt. 1), p. 132; F. SGUBBI, (nt. 17), p. 350 ss.. Perplesso, ma propenso a identificare l'"investitore ragionevole" in un investitore "quantomeno «preparato» o, meglio, «professionale»" è F. ANNUNZIATA, *La disciplina*, (nt. 31), p. 390 (nonché ID., *Abusi di mercato*, (nt. 31), p. 14 s.); ID., *Commento all'art. 114 t.u.f.*, (nt. 31), p. 1503 s.; orientato a prendere a riferimento l'investitore professionale è anche M. SEPE, (nt. 1), p. 776, nt. 23, mentre S. SEMINARA, *Disclose or abstain*, (nt. 1), p. 339 ss., in senso diverso e con argomentazione persuasiva conclude che "una volta stabilito che la nozione di informazione privilegiata postula, nel caso dell'*insider trading*, una valutazione oggettiva sulla sua concreta potenzialità di influenzare sensibilmente il prezzo del titolo, indipendentemente dall'opinione dell'agente, può ritenersi che in tale valutazione oggettiva sia assorbita la figura del ragionevole investitore, relegata così al ruolo di una *mera iterazione*" (corsivo aggiunto). Si vedano anche, seppure in altra ottica, i rilievi critici nei confronti del paradigma della razionalità nella teoria economica neoclassica (e della sua accettazione in ambito giuridico) di U. MINNECI, *Servizi di investimento e gradazione dei clienti*, Milano, 2013, p. 15 s., testo e nt. 4, 39 ss., testo e note.

con delle clausole elastiche (“presumibilmente”, nell’attuale art. 181, comma 4, t.u.f. - “probabilmente”, nell’art. 7, par. 4, MAR) e mescolando l’informazione privilegiata tra i vari elementi che l’investitore pondera nell’adottare le sue decisioni⁵².

Il progresso degli studi economici - ed in particolare le ultime acquisizioni della finanza comportamentale⁵³ - ha però ampiamente dimostrato l’astrattezza e la fallacia del modello dell’investitore ragionevole ed anche sul piano giuridico era stata generalmente denunciata l’inutilità euristica di una figura ideale impossibile da discernere nella pluralità di soggetti

⁵² Con un’evidente sfasatura rispetto alla definizione generale di informazione privilegiata (che da sola è già idonea ad influenzare l’andamento dei prezzi) prontamente denunciata dalla dottrina più attenta: *ex multis*, V. NAPOLEONI, *op. loc. ult.*; SEMINARA, *Disclose or abstain*, (nt. 1), p. 337 s. Non solo, nella *soft law* europea si può rinvenire una nozione di informazione privilegiata in cui il ruolo svolto dalla notizia è direttamente rilevante per determinare la reazione dell’investitore ragionevole: “Material information can also be defined as information that a reasonable investor would consider important in making an investment or voting decision” (G20/OECD, (nt. 43), p. 41). Si può altresì ricordare che altrove la figura dell’investitore è evocata spoglia di ogni qualificazione, come in IOSCO, (nt. 43), p. 4, ove si afferma: “Listed entities should have an ongoing disclosure obligation requiring disclosure of all information that would be material to an investor’s investment decision”.

⁵³ Su cui, per ulteriori riferimenti, v. G. STRAMPELLI, (nt. 1), p. 1018, nt. 101 e 102, il quale però tende a minimizzare l’influsso sul generale andamento del mercato dei comportamenti irrazionali, assumendo che possa essere corretto dall’operatività degli investitori istituzionali (per vero, anch’essi tutt’altro che esenti da irrazionalità); Y. YADAV, *Beyond*, (nt. 3), p. 22 s., nt. 91 - 97; A.F. TRIPODI, *Informazioni*, (nt. 1), p. 19 s., 256 s.; M.B. MAGRO, (nt. 1), p. 47 ss., ove per una ricca e meditata analisi critica della figura dell’investitore ragionevole attraverso una documentata disamina delle acquisizioni della finanza comportamentale; V. CARIDI, (nt. 14), p. 32 ss., 39 ss., il quale raggiunge per altra via conclusioni simili a quelle di Strampelli; S. SEMINARA, *Disclose or abstain*, (nt. 1), p. 338 ss.; E. AMATI, *Abusi di mercato*, (nt. 1), p. 25 ss., testo e nt. 82 - 86; E. MACRÌ, (nt. 15), p. 3 s.; E. RIGHINI, *Behavioural law and economics. Problemi di policy, assetti normativi e di vigilanza*, Milano (Franco Angeli), 2012, p. 19 ss., per una ricostruzione delle principali risultati teorici e p. 110 ss., ove un quadro delle maggiori ripercussioni sul piano della regolamentazione della vigilanza sui mercati finanziari; N. LINCIANO, *Errori cognitivi e instabilità delle preferenze nelle scelte di investimento dei risparmiatori retail. Le indicazioni di policy della finanza comportamentale*, in *Quad. fin. CONSOB*, 2012, *passim*; AA. VV., *La finanza comportamentale e le scelte di investimento dei risparmiatori. Le implicazioni per gli intermediari e le Autorità*, a cura di N. Linciano, *ivi*, 2011, *passim*. Nella letteratura istituzionale, una meritevole esposizione di alcune nozioni di base della finanza comportamentale è presente in AA. VV., *Diritto ed economia del mercato*, a cura di G. Lemme, Padova, 2014, p. 367 ss.. Più in generale, è di grande interesse anche il dibattito interdisciplinare ospitato sul numero 1/2012 della rivista *AGE*, intitolato *Finanza comportamentale. Investitori a razionalità limitata*, di cui si segnalano in particolare N. RANGONE, *Errori cognitivi e scelte di regolazione*, *ivi*, p. 7 ss.; U. MORERA, E. MARCHISIO, *Finanza, mercati, clienti e regole ... ma soprattutto persone*, *ivi*, p. 19 ss., ove anche per copiosi riferimenti; R. CATERINA, *Psicologia della decisione e tutela del consumatore*, *ivi*, p. 67 ss.; N. LINCIANO, *La consulenza finanziaria tra errori di comportamento e conflitti di interesse*, *ivi*, p. 135 ss.. Si vedano anche U. MORERA, *Irrazionalità del contraente investitore e regole di tutela*, in *Oltre il soggetto razionale. Fallimenti cognitivi e razionalità limitata nel diritto privato*, Roma (Roma Tre-Press), 2014, p. 199 ss.; ID., *Legislatore razionale versus investitore irrazionale: quando chi tutela non conosce il tutelato*, in *AGE*, 2009, p. 77 ss.

A livello europeo si segnala anche l’attenzione dedicata ai paradigmi della *behavioral finance* da parte di un autorevole giurista studioso dei mercati finanziari: E. AVGOULEAS, *Governance of global financial markets: the law, the economics, the politics*, Cambridge, 2013, p. 54 ss., 121 ss.; ID., *The Global Financial Crisis and the disclosure paradigm in European financial regulation: the case for reform*, in *Eur. Comp. Fin. L. Rev.*, 2009, p. 445 ss.; ID., *Reforming investor protection regulation: the impact of cognitive biases*, in *Essays in the law and economics of regulation in honour of Anthony Ogus*, eds. M. Faure, F. Stephen, Cambridge, 2008, p. 143 ss.

Si veda infine anche N.N. TALEB, *The black swan. The impact of the highly improbable*², 2010, *passim*, per un’interessante trattazione divulgativa sull’influsso dei limiti e dei meccanismi cognitivi (*biases* e *heuristics*) sulle capacità di previsione umane, specie nel settore finanziario (ove peraltro si segnala un massiccio fenomeno di *herding* nell’ambito delle previsioni degli analisti finanziari, i quali risultano commettere errori statisticamente più ampi rispetto alla differenza media intercorrente tra le altre previsioni individuali: p. 150 s., 390 s.).

che agiscono nei mercati finanziari avvalendosi delle competenze e degli strumenti più diversi ed indirizzando le proprie preferenze secondo impulsi spesso tutt'altro che razionali. Non solo, se già l'accertamento di ipotesi di *insider trading* deve avvenire sulla base di un meccanismo di prognosi postuma, la cui bontà può essere assai facilmente inficiata dall'inconscia ingerenza dell'*hind-sight bias*, sarebbe forse stato opportuno evitare di inquinare ulteriormente con il parametro dell'investitore ragionevole, suscettibile nella sua vaghezza di prestarsi - come in effetti è avvenuto - alle ricostruzioni più eterogenee.

Alle critiche sin qui svolte deve aggiungersi una considerazione ulteriore concernente la sempre più elevata - e, in taluni casi, preponderante - presenza nel mercato di operatori che si avvalgono delle già richiamate tecniche di negoziazione algoritmica e ad alta frequenza⁵⁴. Escludendo o comunque minimizzando l'intervento umano *diretto* nelle operazioni di negoziazione, queste particolari tecniche di negoziazione rendono sostanzialmente inapplicabile il parametro dell'investitore ragionevole, poiché introducono nella platea dei soggetti operanti nel mercato un fattore di vistosa eterogeneità non solo sul piano operativo, ma anche nelle fasi di elaborazione delle informazioni e di conseguente adozione delle decisioni di investimento, dal momento che o esaminano informazioni diverse da quelle considerate come *price sensitive* nella legislazione vigente, o comunque lo fanno in modo diverso rispetto alle persone fisiche. Proprio a quest'ultimo riguardo, è il caso di notare che simili modalità operative possono recidere qualsiasi rilevanza eziologica all'informazione privilegiata sia sul versante penalistico, sia su quello privatistico. Da un lato, non è irrealistico prefigurarsi che gli operatori che ricorrono a simili tecniche potrebbero effettuare negoziazioni o non tenendo conto dei dati eventualmente ritenuti rilevanti dagli operatori "fisici" (o considerando addirittura alcuni palesemente falsi, come è accaduto in occasione di un *tweet* che annunciava il ferimento del presidente Obama all'esito di un'esplosione alla Casa Bianca), oppure effettuandone - magari anche in virtù di tali dati - di segno opposto a quello generalmente seguito da questi ultimi: se questa, in ipotesi, fosse la dinamica generativa della maggior

⁵⁴ È a questo punto opportuno riportare le definizioni dell'art. 4, par. 1, nn. 39 e 40 MiFID 2, le quali, rispettivamente stabiliscono che la prima è quella forma di "negoziazione di strumenti finanziari in cui un algoritmo informatizzato determina automaticamente i parametri individuali degli ordini, come ad esempio se avviare l'ordine, i tempi, il prezzo o la quantità dell'ordine o come gestire l'ordine dopo la sua presentazione, con intervento umano minimo o nullo e non comprende i sistemi utilizzati unicamente per trasmettere ordini a una o più sedi di negoziazione, per trattare ordini che non comportano la determinazione di parametri di trading, per confermare ordini o per eseguire il trattamento post-negoziazione delle operazioni eseguite". La seconda, invece, consiste in "qualsiasi tecnica di negoziazione algoritmica caratterizzata da: a) infrastrutture volte a ridurre al minimo le latenze di rete e di altro genere, compresa almeno una delle strutture per l'inserimento algoritmico dell'ordine: co-ubicazione, hosting di prossimità o accesso elettronico diretto a velocità elevata; b) determinazione da parte del sistema dell'inizializzazione, generazione, trasmissione o esecuzione dell'ordine senza intervento umano per il singolo ordine o negoziazione, e c) elevato traffico infragiornerale di messaggi consistenti in ordini, quotazioni o cancellazioni".

Per ulteriori informazioni e notevoli spunti di riflessione sul *trading* algoritmico ad alta frequenza, v. Y. YADAV, *How algorithmic trading*, (nt. 3), p. 35 ss., 37 ss., per una rassegna di vantaggi e, soprattutto, di svantaggi e rischi; EAD., *Beyond*, (nt. 3), p. 24 ss. spec. 29 ss., in cui si dubita che tali tecniche forniscano un effettivo contributo al miglioramento dell'efficienza informativa dei mercati finanziari e se ne passa in rassegna una serie di conseguenze negative (p. 36 ss.).

parte degli ordini su un certo mercato, allora come si potrebbe pretendere di utilizzare il parametro dell'investitore ragionevole come punto di riferimento? Dall'altro, di fronte alle caratteristiche della negoziazione algoritmica e ad alta frequenza non si possono riproporre pedissequamente alcune delle (contestabili) premesse su cui riposa la *fraud on the market theory*⁵⁵ ed in particolare quella secondo cui chi opera sul mercato lo fa confidando nell'integrità dei prezzi, passaggio argomentativo, questo, divenuto di centrale importanza nelle *class actions* statunitensi per danni derivanti dalle negoziazioni di *insiders*, poiché introduce una presunzione relativa di affidamento che semplifica il superamento della fase preliminare di *certification* dell'azione intentata.

In altra ottica, per superare il prevedibile rilievo che i programmi in base ai quali si realizzano tali modalità di *trading* sono comunque frutto dell'elaborazione umana - alla quale soltanto si può ascrivere il connotato della ragionevolezza - è sufficiente osservare che la loro concreta operatività è comunque vincolata dalla configurazione fornita dal programmatore e dalle impostazioni selezionate dall'operatore, oltre ad essere condizionata dalle loro convinzioni, dai loro pregiudizi, dai loro errori, ma mancano della più sofisticata capacità di adattamento a situazioni impreviste tipica dell'uomo, per quanto ci si sforzi di riprodurla.

Altro profilo differenziale è che gli algoritmi si distaccano e si distinguono dall'opera di loro ideatori ed utilizzatori, poiché al ritmo vertiginoso a cui funzionano possono seguire traiettorie di negoziazione imprevedibili rispetto ai parametri iniziali o comunque non sono interamente governabili dagli addetti ad essi preposti (a loro volta certo non scevri da tutti i

⁵⁵ Presunzione consacrata nella nota sentenza *Basic Inc. v. Levinson*, 485 U.S. 224 (1988) della *Supreme Court* statunitense rielaborando l'argomentazione svolta da una corte federale nella *certification* di una *class action* (*Peil v. Speiser*, 806 F.2d 1154 (CA3 1986), p. 1160 s., e già riscontrabile in *Blackie v. Barracci*, 524 F.2d 891 (9th Cir. 1975)) e secondo la quale "an investor who buys or sells stock at the price set by the market does so in reliance on the integrity of that price. Because most publicly available information is reflected in market price, an investor's reliance on any public material misrepresentations, therefore, may be presumed for purposes of a Rule 10b-5 action" (p. 247). Tale sentenza ha fin dalla sua apparizione - ed anche da prima, se si considera l'articolata opinione dissenziente sul punto formulata dal giudice White - suscitato una vasta mole di critiche che non è qui possibile ripercorrere e per le quali si rinvia, anche per ogni opportuno riferimento, a: P. GIUDICI, (nt. 14), p. 256 ss.; P.F. MONDINI, *I conflitti di interesse degli intermediari bancari nella prestazione di servizi di investimento. L'esperienza statunitense*, Milano, 2008, p. 61 s.; A. PERRONE, (nt. 14), p. 168 ss., 183 ss.; Y. YADAV, *Beyond*, (nt. 3), p. 18 ss., testo e note; cui *adde* le persuasive critiche di carattere epistemologico mosse da A. BRAV, J.B. HEATON, (nt. 14), p. 535 s.. Nonostante l'intenso dibattito sulla fondatezza e validità dell'ECMH la *Supreme Court* ha recentemente confermato la soluzione a suo tempo raggiunta in *Basic Inc. v. Levinson* nella sentenza *Halliburton Co. v. Erica P. John Fund Inc.*, 134 S. Ct. 2398 (2014), sulla quale, senza alcuna pretesa di completezza, si segnalano i commenti di D.C. LANGEVOORT, *Judgment day for Fraud-on-the-Market: reflections on Amgen and the second coming of Halliburton*, in *Ariz. L. Rev.*, 2015, Vol. 57, No. 1, p. 38 ss., in cui si trovano anche i riferimenti ai suoi precedenti lavori critici sull'ECMH in ambito giuridico; J.E. FISCH, *The trouble with Basic: price distortion after Halliburton*, in *Wash. Un. L. Rev.*, Vol. 90, No. 3, p. 896 ss.; M.B. FOX, *Halliburton II: it all depends on what defendants need to show to establish no impact on price*, in *Bus. Lawyer*, 2015, Vol. 70, No. 2, p. 437 ss.; L.A. BEBCHUK, A. FERRELL, *Rethinking Basic*, *ivi*, 2014, Vol. 69, No. 3, p. 671 ss., ove si suggerisce altresì un approccio alternativo alla risoluzione delle *class actions* concernenti abusi di mercato negli USA prescindendo dall'adesione alla ECMH o alla *behavioral finance*; M.V. SACHS, *Superstar judges as entrepreneurs: the untold story of Fraud-On-The-Market*, in *University of Georgia School of Law Research paper series*, No. 2014-28, p. 3 ss., con un'interessante ricostruzione delle dinamiche degli eventi che hanno preceduto ed influenzato la sentenza *Halliburton* e del ruolo svolto dai giudici federali "superstar" Easterbrook e Posner nella riaffermazione della *fraud on the market theory*.

fattori condizionanti l'operato umano), specialmente al presentarsi delle situazioni impreviste prima ricordate. Ciò deriva dal fatto che la loro struttura rappresenta fundamentalmente la traduzione delle previsioni in merito al funzionamento e all'andamento del mercato di riferimento in orizzonti temporali limitatissimi, nonché di una serie di tecniche e modalità di negoziazione, in una sequenza di combinazioni congetturali, possibilmente tanto più distanti dalla concreta realtà operativa, quanto più rigidi o limitati siano i loro parametri.

Oltre alla quanto meno incompleta prevedibilità degli esiti operativi di queste tecniche, i programmi alla loro base sono segreti e differenti per ciascun intermediario, quindi potrebbe non essere in alcun modo possibile per un emittente (né per un *insider*, o, se è per questo, per qualsiasi altro terzo) prefigurarsi se e come un'informazione privilegiata possa essere presa in considerazione dai *trader* algoritmici.

Non solo, la stessa struttura degli algoritmi potrebbe essere rivolta a generare l'invio di una serie di ordini finalizzati a disorientare gli altri investitori ed a lucrare sull'ambiguità venutasi a creare, prescindendo completamente dalle informazioni immesse sul mercato dagli emittenti e senza che tale condotta integri necessariamente una manipolazione di mercato (o, almeno, che sia facilmente rilevabile come tale). Viceversa, l'andamento delle negoziazioni altrui, specie se si tratta di grandi investitori istituzionali, potrebbe essere contemplato quale ulteriore fonte di influenza per le reazioni di un certo algoritmo, in maniera analoga a quella registrabile nei fenomeni di c.d. *herding*, seppure con la differenza che, grazie all'eccezionale celerità (i tempi sono nell'ordine di microsecondi e millisecondi), l'obiettivo è quello di anticipare le mosse intuitive dei concorrenti per eroderne i guadagni attesi appropriandosene. La conseguenza in entrambi i casi è che un algoritmo di negoziazione isolatamente considerato può funzionare in maniera radicalmente diversa in presenza dell'interazione con altri programmi analoghi, rendendo ancor più imprevedibile l'esito di queste influenze reciproche.

In definitiva, l'operatività sui mercati ad un certo livello potrebbe anche tradursi in un gioco di specchi, in cui i *trader* osservano e mimano gli uni gli altri cercando di precedersi a vicenda (basti considerare che sui maggiori mercati finanziari statunitensi nel 2012 le negoziazioni effettivamente perfezionate sono state solo il 3% degli ordini immessi⁵⁶), con un tangibile allontanamento dalla centrale rilevanza che le informazioni privilegiate rivestono, almeno nel mondo del diritto. In aggiunta, le reazioni alle informazioni privilegiate da parte di chi adopera algoritmi per negoziare ad alta frequenza, per quanto visto, potrebbero essere assolutamente imprevedibili ed eterogenee ed in un ambiente in cui la presenza di una tale categoria di operatori sarà sempre crescente non è possibile non tenere conto della diversa

⁵⁶ L'informazione è riportata da Y. YADAV, *How algorithmic trading*, (nt. 3), p. 3, che in altra opera (EAD., *Beyond*, (nt. 3), p. 46 s.) nota acutamente: "For the most part, rationality and irrationality appear increasingly as quirks of programming, rather than analytical tools to describe and interpret market behavior. Fully automated trading means that rationality is, more or less, a matter of programming artifice. The algorithm behaves in a rational manner insofar as its programming reflects assumptions about how other traders are likely to behave and to transact on that basis. In short, algorithms imitate rational trading strategies in their own operations. [...] HFT algorithms might only be interested in playing an intermediary role in the market, holding securities for only an infinitesimally short time. Here, algorithms may look to only very short term horizons and focus on the broad direction in which the market is likely to move. Rationality holds limited importance".

dinamica che permea il loro operato. Tornando, quindi, alla sfera giuridica, se è pur vero che è impossibile introdurre parametri strettamente numerici per identificare la *price sensitivity*, forse non sarebbe stato eccessivamente arduo compiere uno sforzo nel senso di imprimere una maggiore oggettività al parametro in questione, eventualmente facendo riferimento agli indicatori di *price sensitivity* elaborati a suo tempo dal CESR e calandoli nel contesto delle ordinarie negoziazioni di quel particolare emittente (CESR, *Level 3 – second set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive to the market*, 2007, doc. CESR/06-562b, punti 1.14 e 1.15). Si sarebbe almeno evitato che la presenza dell'investitore ragionevole facesse da supporto ad argomentazioni che, pur constatando vari profili di inefficienza o di anomalia del mercato e la diffusa irrazionalità (o “a-razionalità”) dei suoi operatori, li trascurassero valendosi ugualmente delle semplificazioni dell'*ECMH* (tra cui, in special modo, la già ricordata presunzione relativa di affidamento dell'investitore verso i mercati efficienti), in mancanza di altri - e forse più precisi - strumenti conoscitivi. Cosicché, il testo del MAR, nel lasciare al suo posto l'investitore ragionevole, ha fallito sia nel garantire maggiore chiarezza all'individuazione della fattispecie dell'abuso di informazioni privilegiate, sia nel rimuovere indizi sistematici a favore di una concezione efficientistica del mercato utilizzabili anche in altre branche del diritto (ad esempio, nella responsabilità da mancata o scorretta informazione sul mercato secondario).

La chiarezza, comunque, fa difetto su più piani: 1) la scelta di ripartire la nuova disciplina tra un regolamento ed una direttiva provoca molteplici difficoltà di lettura, nella misura in cui molti dei concetti e degli istituti comuni ad entrambe sono definiti solo in uno dei due testi (generalmente, nel MAR), cui l'altro fa rinvio (come si è avuto modo di vedere con le “condotte legittime”, a cui si può aggiungere anche la definizione di “informazione privilegiata”: art. 2, par. 1, n. 4, MAD 2); ciò, da un lato, rende in molti casi più apparente che reale il margine di “discrezionalità recettiva” dei singoli stati membri (il che potrebbe anche non rappresentare sempre un male, specie se riguardato nell'ottica dell'uniformità regolamentare), mentre, dall'altro, impone primariamente agli stati e poi agli operatori giuridici ed economici un arduo sforzo ricostruttivo; 2) nell'intento di creare un quadro unitario della normativa sui mercati finanziari, sono presenti plurimi rinvii ad altri regolamenti o direttive, anche su aspetti centrali della materia disciplinata (basti pensare alla nozione stessa di “strumento finanziario”, caso esemplare di rinvii a catena: dagli artt. 2 e 3, rispettivamente di MAD 2 e MAR, si passa all'art. 4, par. 1, n. 15), MiFID 2, che a sua volta indirizza alla sez. C dell'all. I di quella direttiva); 3) come già rilevato all'inizio di questo lavoro, il MAR sembra in larga parte essere frutto di un malaccorto e asistemico assemblaggio di vari elementi prima dislocati nell'intricato *corpus* cui la procedura *Lamfalussy* aveva dato origine con la strutturazione multilivello delle misure attuative e delle linee-guida concernenti la MAD: se ciò per un verso è inteso a garantire (*rectius*, aspirare a garantire) una maggiore uniformità applicativa nei vari stati membri, per altro verso, sopprime i margini di flessibilità del precedente sistema⁵⁷ e non migliora

⁵⁷ V. anche C. DI NOIA, M. GARGANTINI, *Issues*, (nt. 1), p. 490, ove si afferma che “a new general regulation repealing the MAD would be slightly at odds with the Lamfalussy procedure's original intent for two reasons:

significativamente l'“eccentricità” normativa, in quanto la realizzazione di un'impressionante serie di orientamenti e di misure tecniche integrative è demandata all'ESMA (artt. 4, par. 4; 5, par. 6; 7, par. 5; 11, par. 9, 10 e 11; 13, par. 7; 16, par. 5; 17, par. 10 e 11; 18, par. 9; 19, par. 15, 20, par. 3; 25, par. 9; 26, par. 2; 33, par. 5, MAR); 4) l'armonizzazione massima che si vorrebbe garantire per mezzo del ricorso ad un regolamento è in realtà poco più che un auspicio, poiché, malgrado l'opzione punitiva amministrativa prevalga generalmente su quella penale (anche per sottrarsi al *bis in idem*): *i*) gli stati membri possono comunque optare di non munire di un presidio sanzionatorio amministrativo quegli illeciti che siano già oggetto di sanzione penale (art. 30, par. 1, secondo periodo, MAR); *ii*) gli stati membri hanno sensibili margini di discrezionalità nell'individuazione di violazioni ulteriori da assoggettare alle sanzioni amministrative rispetto a quelle già elencate (art. 30, par. 1, MAR), oltre che nella selezione e gradazione delle sanzioni da ricollegare alle varie fattispecie (art. 30, par. 2 e 3, MAR); *iii*) non è affatto chiaro cosa possa succedere nel caso in cui uno stato membro non dia attuazione alle previsioni regolamentari entro il 3 luglio 2016 e resta in particolare dubbia la stessa possibilità di una diretta applicazione del nutrito elenco di comminatorie del MAR (art. 39, par. 3, MAR); 5) si registra un'elevata segmentazione dei precetti punitivi, in quanto la definizione delle loro fattispecie trova generalmente la propria sede in una disposizione (ad esempio: artt. 8, 10, 12 MAR ed artt. 3 - 6 MAD 2, i quali ultimi, per vero, recano anche l'obbligo per lo stato membro di introdurre sanzioni penali), i relativi divieti sono dislocati altrove (artt. 14 e 15 MAR) e le sanzioni, infine, sono elencate in coda (art. 30 MAR ed artt. 7 e 9 MAD 2); 6) la tendenza presente nella MAD 2 è quella di imporre la penalizzazione di tutta una serie di fattispecie in presenza del *dolo* dell'agente ed in funzione della loro *gravità*, che però non risulta affatto definita nell'ambito dell'articolato, bensì soltanto nei considerando 11 e 12⁵⁸; da questi ultimi, tralasciate le ipotesi di *criminal insider* o di particolari qualità

on the one side, after a few years there would be radical change to the current level 1 measures; on the other side, the incorporation of the current level 2 measures into a level 1 regulation would dramatically reduce the flexibility of the whole regulatory architecture”.

⁵⁸ Nel primo si legge che “l'abuso di informazioni privilegiate e la comunicazione illecita di informazioni privilegiate dovrebbero essere considerati gravi in casi come quelli in cui è di *livello elevato l'impatto sull'integrità del mercato*, il *profitto effettivo o potenziale* ritratto ovvero la *perdita evitata*, la misura del *danno cagionato al mercato* ovvero il *valore complessivo degli strumenti finanziari negoziati*. Altre circostanze di cui si potrebbe tenere conto sono, per esempio, quelle in cui un reato sia stato commesso nell'ambito di un'organizzazione criminale o in cui la persona abbia già commesso in passato reati di questo genere”; nel secondo, con inspiegabile asimmetria, invece, si statuisce che “la *manipolazione del mercato* dovrebbe essere considerata grave in casi come quelli in cui è di *livello elevato l'impatto sull'integrità del mercato*, il *profitto effettivo o potenziale* ritratto ovvero la *perdita evitata*, la misura del danno cagionato al mercato, dell'alterazione del valore dello strumento finanziario o del contratto a pronti su merci ovvero l'ammontare dei fondi utilizzati in origine oppure quando la manipolazione è commessa da soggetti impiegati o che lavorano all'interno del settore finanziario ovvero presso un'autorità di vigilanza o di regolamentazione”.

Sulla problematica individuazione del connotato di gravità della violazione, v. FR. MUCCIARELLI, *La nuova disciplina*, (nt. 1), p. 12 ss., il quale afferma: “La Direttiva per vero s'incarica di individuare elementi suggestivi del criterio discrezionale polarizzato sulla gravità, cercando così di fornire ai legislatori nazionali un parametro univoco per tale differenziazione, sebbene il risultato non sembri – almeno a prima vista – perspicuo e particolarmente efficiente rispetto allo scopo” (e si vedano anche i passaggi argomentativi a p. 21 ss. e 38, ove, similmente a quanto qui ritenuto, si perviene a paventare la mutazione da reati di pericolo a reati d'evento degli abusi di

o qualifiche dell'agente, sembra deducibile che si voglia indirizzare gli stati membri verso la configurazione di reati d'evento, mentre sinora, e non solo in Italia, gli abusi del mercato finanziario erano fattispecie di pericolo.

Da ciò potrebbe discendere una conseguenza imprevista (e quasi sicuramente indesiderata dal legislatore europeo⁵⁹): data l'estrema difficoltà di prova dell'evento di danno, la sanzione penale, benché rafforzata, si trasformerebbe in un silente guardiano degli scambi, lasciando il campo libero all'applicazione delle sanzioni amministrative del MAR, le quali, peraltro, a causa della loro potenziale severità, potrebbero non sottrarsi alla riqualificazione come *matière pénale* in senso sostanziale nella prospettiva della più recente giurisprudenza della CEDU e della CGUE ... con un effettivo, ed in certa misura auspicabile, sovvertimento dei lineamenti del pasticciato doppio binario sanzionatorio⁶⁰ facoltativo tracciato nei conside-

mercato (v. *infra*, nel testo). Di rilievo anche il dettagliato esame critico degli indici di gravità enumerati nella MAD 2 svolto a p. 36 ss. e del quale merita d'essere riportato qualche passaggio in relazione, ad esempio, al *profitto potenziale* ed alla *perdita evitata*, le quali "alludono a situazioni meramente congetturali, rispetto alle quali si potrà argomentare esclusivamente in via d'ipotesi sulla scorta di un accertamento basato su controvertibili simulazioni contabili, caratterizzate comunque da una componente d'incertezza indissolubilmente legata a valutazioni d'ordine probabilistico", nonché in ordine all'*impatto di livello elevato sull'integrità del mercato*, del quale "al di là di una componente fortemente evocativa, ne riesce ben difficile la riduzione nei termini precisi necessari per fondare un criterio selettivo di tanta importanza: il riferimento alla nozione di «integrità del mercato» rimanda a un universo di concetti variegati e di ardua traduzione in entità misurabili, come sarebbe necessario al cospetto di una disposizione che introduce una componente quantitativa [...] come la specificazione «di livello elevato»".

⁵⁹ Il cui atteggiamento è ben sintetizzato da F. VIGANÒ, (nt. 13), p. 232, il quale scrive: "L'impressione – inutile nascondere – è che il legislatore dell'Unione abbia per lungo tempo, anche nella fase di preparazione degli strumenti normativi che stanno ora per entrare in vigore, sottovalutato i profili di frizione con il *ne bis in idem* cui si sarebbe esposto un meccanismo chiaramente strutturato attorno a un doppio binario procedurale e sanzionatorio, plasticamente espresso dalla scelta di disciplinare in due distinti e paralleli strumenti normativi (il regolamento e la direttiva) ciascuno dei due binari; e che poi lo stesso legislatore europeo, di fronte ai venti di guerra provenienti da Strasburgo – la sentenza *Grande Stevens*, pubblicata all'inizio di marzo a direttiva e regolamento ormai approvati, era in effetti un epilogo largamente previsto anche nei mesi precedenti – abbia tentato di porre rimedio, riconoscendo agli Stati la possibilità ... di non applicare affatto l'articolato sistema di sanzioni amministrative pure dettagliatamente disciplinate nel regolamento n. 596".

Insomma, con i testi normativi ormai intangibili, si è preferito apportare degli sbrigativi "ritocchi" per prestare formale ossequio alla pronuncia CEDU, anziché rimettere mano alle opzioni di vertice già faticosamente raggiunte: ciò non potrà che nuocere alla realizzazione degli obiettivi di intensa armonizzazione di MAR e MAD 2, poiché ogni decisione sostanzialmente torna agli stati membri.

Meno critico rispetto alle scelte di fondo operate dal legislatore europeo si mostra F. MUCCIARELLI, *La nuova disciplina*, (nt. 1), p. 15 ss., il quale opera un difficile tentativo di sistematizzazione dell'incerto materiale desumibile da MAR e MAD 2, concentrandosi specialmente sulle contraddizioni riscontrabili nel considerando n. 72 MAR, designato peraltro, forse incidentalmente, come "enunciato normativo", mentre ai considerando, a rigore, non potrebbe essere riconosciuta questa qualificazione (sul ruolo dei considerando, si veda *supra*, *sub* par. 2, in corrispondenza con le note 24 e 25).

⁶⁰ In questa sede non si può purtroppo dedicare il dovuto spazio alle notevoli e complesse problematiche sollevate dalla notissima sentenza CEDU, 4 marzo 2014 (caso *Grande Stevens e altri c. Italia*), per cui si rinvia alle riflessioni di P. MONTALENTI, (nt. 12), p. 483 ss., il quale, nel contestare duramente la legittimità del reg. sanzioni della CONSOB (delibera del 19 dicembre 2013, n. 18750) sia rispetto alla citata sentenza CEDU, sia rispetto al diritto interno (art. 187-*septies*, comma 2, t.u.f.) dà altresì notizia degli sviluppi del caso Banca Intesa innanzi ai giudici amministrativi, ed in particolare della pronuncia del 26 marzo 2015, n. 1595 del Consiglio di Stato (della quale si vedano i punti 28 e 29) in cui si censura il difetto di contraddittorio riscontrabile in una versione antecedente del reg. sanzioni (del. 21 giugno 2005, n. 15086): ciò ha spinto la CONSOB ad apportare

con del. 29 maggio 2015, n. 19158 una serie di modifiche al testo attuale, le quali, però, allo stato hanno attribuito soltanto una serie di facoltà “partecipative” in capo ai destinatari di lettere di addebito, tali da ripristinare solo su iniziativa di parte ed in maniera incompleta il rispetto del principio del contraddittorio (che, quindi, presenta tuttora una valenza “debole”); B. RAGANELLI, *Sanzioni Consob e tutela del contraddittorio procedimentale*, in *Giorn. dir. amm.*, 2015, p. 511 ss., la quale pure si occupa della pronuncia del Consiglio di Stato appena citata e con l’occasione espone alcune valutazioni critiche circa l’ultima versione del reg. sanzioni (p. 521 s.); G.M. FLICK, V. NAPOLEONI, *A un anno di distanza dall’affaire Grande Stevens: dal bis in idem all’e pluribus unum?*, in *Riv. soc.*, 2015, p. 868 ss., in cui ulteriori osservazioni sul giudizio amministrativo oggetto di attenzione negli scritti prima citati; IID., (nt. 13), p. 953 ss., ove anche per ulteriori riferimenti bibliografici; G. GUIZZI, *La sentenza CEDU 4 marzo 2014 e il sistema delle potestà sanzionatorie delle autorità amministrative indipendenti: sensazioni di un civilista*, in *Corr. giur.*, 2014, p. 1321 ss., con particolare attenzione al rispetto del principio di imparzialità nei procedimenti innanzi alle autorità amministrative; B. LAVARINI, *Corte europea dei diritti umani e ne bis in idem: la crisi del “doppio binario” sanzionatorio*, in *Dir. pen. e proc.*, 2014, p. 82; F. D’ALESSANDRO, *Tutela dei mercati finanziari e rispetto dei diritti umani fondamentali*, ivi, 2014, p. 614 ss., che coglie l’occasione della pronuncia della CEDU per esprimere una serie di severe critiche nei confronti del reg. sanzioni della CONSOB; ID., (nt. 1), p. 218 ss., 333 ss., e spec. 340 ss.; E. DESANA, *Procedimento CONSOB e ne bis in idem: respinta l’istanza di rinvio*, in *Giur. it.*, 2014, p. 1642 ss.; V. ZAGREBELSKY, *Le sanzioni Consob, l’equo processo e il ne bis in idem nella Cedu*, ivi, p. 1196 ss.; F. VIGANÒ, (nt. 13), p. 220 ss.; M. VENTORUZZO, *Abusi di mercato, sanzioni Consob e diritti umani: il caso Grande Stevens e altri c. Italia*, in *Riv. soc.*, 2014, p. 693 ss.; G. DE AMICIS, *Ne bis in idem e “doppio binario” sanzionatorio: prime riflessioni sugli effetti della sentenza “Grande Stevens” nell’ordinamento italiano*, in *Dir. pen. cont.*, 2014, n. 3-4, p. 202 ss., reperibile sul sito <http://www.penalecontemporaneo.it>; A.F. TRIPODI, *Abusi di mercato (ma non solo) e ne bis in idem: scelte sanzionatorie da ripensare?*, in *Proc. pen. giust.*, 2014, n. 5, p. 102 ss.; ID., *Uno più uno (a Strasburgo) fa due. L’Italia condannata per violazione del ne bis in idem in tema di manipolazione del mercato*, 2014, p. 1 ss., disponibile sul sito <http://www.penalecontemporaneo.it>. Sul caso *Grande Stevens* si veda anche la Relazione *Considerazioni sul principio del ne bis in idem nella recente giurisprudenza europea: la sentenza 4 marzo 2014, Grande Stevens e altri contro Italia* (n. 35/2014), predisposta dall’Ufficio del Ruolo e del Massimario - Settore penale - della Corte di Cassazione (a firma di M. BRANCACCIO), consultabile sul sito <http://www.cortedicassazione.it>.

Prima della pronuncia di questa sentenza, sul cumulo tra illecito penale ed amministrativo (ove coincidenti) e sui rapporti tra i rispettivi procedimenti in Italia, v. E. AMATI, *Abusi di mercato*, (nt. 1), p. 393 ss.; ID., *Commento agli artt. 184 e 187-bis t.u.f.*, in *Nuove leggi civ.*, (nt. 1), p. 1049, 1064 s.; ID., *La disciplina*, (nt. 1), p. 214 ss., 223 ss., 228 ss.; G. GASPARRI, (nt. 15), p. 2432 ss.; ID., (nt. 16), p. 67 ss.; F. BRUNO, *Commento all’art. 187-bis t.u.f.*, in *Commentario t.u.f.*, a cura di Vella, II (nt. 1), p. 1800 ss.; R. RORDORF, *Sanzioni amministrative e tutela dei diritti nei mercati finanziari*, in *Soc.*, 2010, p. 981 ss., spec. 987 ss., con attenzione anche ai profili di illegittimità delle procedure sanzionatorie della CONSOB (p. 991); ID., *Ruolo e poteri della Consob nella nuova disciplina del «market abuse»*, ivi, 2005, p. 813 ss., spec. 816 ss.; M.B. MAGRO, *Manipolazioni*, (nt. 1), p. 164 ss., che discute di “coacervo di disordinate disposizioni” e “irrazionalità sanzionatoria”, e p. 179 ss., in cui contesta il cumulo di funzioni attribuite alla CONSOB; V. NAPOLEONI, voce *Insider trading*, (nt. 1), 605 ss.; R. ZANNOTTI, (nt. 1), p. 358, 401, 419 s., che muove svariati rimproveri al vigente apparato repressivo e parla di “livelli quasi ‘terroristici’ delle pene” e di “iperpenalizzazione degli abusi di mercato”; F. SGUBBI, A.F. TRIPODI, (nt. 1), p. 5 ss., 10 ss.; A.F. TRIPODI, *Commento agli artt. 180 - 187-quaterdecies t.u.f.*, (nt. 1), p. 2556 ss.; L. FOFFANI, *Commento agli artt. 180 - 184 t.u.f.*, (nt. 1), p. 714 s., ove anche per la sottolineatura che “la disciplina degli abusi di mercato [...] rappresenta oggi di gran lunga il settore più gravemente sanzionato di tutto il diritto penale dell’economia, in singolare e stridente contraddizione con la sorte (assai più «benevola» per gli autori degli illeciti) toccata invece nel corso della medesima XIV legislatura ad altri settori portanti [...] del diritto penale commerciale, come in particolare quello dei reati societari” (si veda anche a p. 718 e 721); C. FOLADORE, *Il caso Unipol e la nuova disciplina dell’insider trading* (nota a Trib. Milano, 25 ottobre 2006), in *Corr. merito*, 2007, p. 775 s.; C.E. PALIERO, *La riforma della tutela penale del risparmio: continuità e fratture nella politica criminale in materia economica*, ivi, 2006, p. 615 ss.; ID., *“Market abuse” e legislazione penale: un connubio tormentato*, ivi, 2005, p. 809 ss.; FR. MUCCIARELLI, *Primato della giurisdizione e diritto economico sanzionatorio: a proposito di market abuse*, in *Dir. pen. e proc.*, 2006, p. 137 ss., 140 s.; ID., *L’abuso di informazioni privilegiate*, (nt. 1), p. 1472 ss., il quale esprime dure censure sulle ultime riforme concernenti i reati in questione ed i poteri riconosciuti alla CONSOB, così come M. MIEDICO, (nt. 1), p. 100 ss.; R. ZANNOTTI, (nt. 1), p. 331, 418 ss., 425 s.; A. CRESPI, *Le argomentazioni “en forme de poire” e i nuovi itinerari della pecunia doloris*, in *Riv. soc.*, 2007, p. 1359 ss.; ID., *Aggiotaggio informativo, giurisdizioni «esclusive» e altre curiosità*, ivi, 2006, p. 698 ss.; G. LUNGHINI, *L’aggiotaggio (uso e consumo) e il ruolo della Consob*, ivi, 2007, p. 482 ss.; S. SEMINARA,

rando di MAR e MAD 2, e specialmente nel *recital* n. 72 del MAR, il quale rispecchia nitidamente la sostanziale mancata presa di posizione del legislatore europeo sulla unicità o duplicità dell'apparato sanzionatorio. Sennonché, a livello nazionale - e non solo - sorgono gravi dubbi proprio a causa delle ormai indiscusse criticità in punto di osservanza del principio del contraddittorio e dell'imparzialità dell'organo giudicante nell'ambito del procedimento sanzionatorio amministrativo⁶¹ (punti 116-123 e 136-137 della sentenza *Grande Stevens*, peraltro

Disclose or abstain, (nt. 1), p. 364 s.; ID., *Disposizioni comuni*, (nt. 1), p. 14 ss., 19; ID., *Commento agli artt. 185 - 187*, in *Il Testo Unico della Finanza*, a cura di G.F. Campobasso, (nt. 1), p. 826 ss., 830 ss. (versione informatica); ID., *Il reato di insider trading tra obbligo di astensione e divieto di utilizzazione in borsa di informazioni riservate. Considerazioni su riforme ordite, abortite e partorite* (nota a Trib. Siracusa, 10 aprile 1997), in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1998, II, p. 337 ss.; A. ALESSANDRI, *Attività d'impresa e responsabilità penali*, in *Diritto penale dell'impresa. Materiali per lo studio*, a cura di A. Alessandri, Torino, 2007, p. 24, ove la dura critica frequentemente riportata secondo cui "il coacervo di disposizioni appare improvvisato, nel nome di una reazione repressiva quanto più energica possibile, confidando che, mettendo in una sorta di competizione sanzione penale e amministrativa, almeno una delle due riesca a giungere al traguardo". In giurisprudenza, manifesta un atteggiamento critico Cass. pen., 3 maggio 2006, n. 15199, in *Soc.*, 2007, p. 621 ss., con nota di M. MEDICO, nonché in *Giur. comm.*, 2007, II, p. 985 ss., con nota di E. AMATI, nella cui motivazione si legge che "l'intero intervento sanzionatorio nella materia del c.d. *market abuse*, attuato dalla citata l. n. 62 del 2005, si caratterizza per una ricorrente replica di norme incriminatrici penali in identici illeciti amministrativi, come ad esempio per le previsioni in tema di abuso di informazioni privilegiate (d.lgs. n. 58 del 1998, artt. 184 e 187-*bis*), secondo una tecnica legislativa inconsueta, destinata a creare sicuramente notevoli problemi applicativi".

Prima ancora dell'introduzione della l. 62/2005, N. LINCiano, A. MACCHIATI, (nt. 1), p. 147 s., annotavano con grande equilibrio e lungimiranza: "Il mantenimento di un regime penale, accanto a quello amministrativo, non è peraltro scevro da profili problematici, di natura prevalentemente giuridica, che non possiamo non ricordare. Il regime sanzionatorio a «doppio binario», sebbene il cumulo di sanzioni sia legislativamente ipotizzabile e sia, in qualche misura, già presente nel settore dell'intermediazione finanziaria, introdurrebbe una deroga ai principi generali sanciti dalla legge sulle sanzioni penali (la 689/1981). In particolare, verrebbe meno il principio di specialità secondo il quale nel nostro ordinamento vale la regola del *ne bis in idem* anche nel rapporto tra reati e illeciti amministrativi. Né va taciuta la possibilità di contrasti di giudicati: l'apertura di un procedimento sanzionatorio amministrativo sarebbe, infatti, quasi sempre affiancata da una segnalazione all'autorità giudiziaria, per l'eventuale rilevanza penale dei medesimi fatti".

⁶¹ Anche in ragione dei poco perspicui passaggi della sentenza *Grande Stevens* in cui i giudici strasburghesi non hanno ritenuto l'incompatibilità con l'art. 6, par. 1, CEDU del procedimento sanzionatorio presso la CONSOB, poiché comunque seguito dal "controllo di un organo giudiziario dotato di piena giurisdizione" (punto 139), nelle sentenze del Cons. st., 26 marzo 2015, nn. 1595 e 1596 è stato sì sottolineato il deficit di contraddittorio e di imparzialità, ma si è escluso che via siano profili di diretto contrasto con le norme convenzionali, in quanto "la CEDU [...] non impone che le sanzioni inflitte dalla Consob siano assistite, già nella fase amministrativa del procedimento sanzionatorio che precede la fase giurisdizionale, da garanzie assimilabili a quelle che valgono per le sanzioni penali in senso stretto". Purtroppo, si è condivisibilmente rilevata la violazione delle norme di legge interne (artt. 187-*septies*, comma 2, e 195, comma 2, t.u.f.) che orientano l'esercizio dei poteri regolamentari delegati alla CONSOB, imponendole il rispetto dei "principi del contraddittorio, della conoscenza degli atti istruttori, della verbalizzazione nonché della distinzione tra funzioni istruttorie e funzioni decisorie", così giungendo per altra via all'esito di pronunciare l'illegittimità *in parte qua* del reg. sanzioni (nel testo applicabile *ratione temporis*). Merita in ogni caso di essere sottolineato che il contenuto precettivo delle norme nazionali poste a termini di raffronto di quelle regolamentari è sostanzialmente sovrapponibile a quello dell'art. 6 CEDU. Per maggiori ragguagli sulla vicenda sottoposta al giudice amministrativo e talune valutazioni critiche, v. B. RAGANELLI, (nt. 60), p. 512 ss., e 518; E. DESANA, *Il caso Banca Profilo e le statuizioni dei giudici amministrativi illegittimità del procedimento CONSOB: cronaca di una morte annunciata?*, in *Giur. it.*, 2015, p. 1434 ss.; EAD., (nt. 60), p. 1647 s. Non è tuttavia da escludere che la difformità dell'attuale assetto del procedimento sanzionatorio di fronte alla CONSOB rispetto alla garanzia di imparzialità non sia accertata in futuro, alla stregua di quanto accaduto nella sentenza CEDU, 11 settembre 2009 (caso *Dubus S.A. c. France*: punti 57 - 62) in relazione alla regolamentazione francese vigente all'epoca.

ampiamente superati dalla durezza delle critiche mosse - punti 2, 5-7 e 32 - dai giudici Pinto de Albuquerque e Karakaş nella loro *opinion* parzialmente dissenziente unita alla pronuncia), che presumibilmente sarà sempre il primo ad essere attivato ed a giungere a conclusione.

A questo punto, non è forse peregrino *rebus sic stantibus* suggerire un'interpretazione conforme alla CEDU degli artt. 187-*decies*, comma 2, e 187-*duodecies* t.u.f., che possa concorrere a *prevenire* il realizzarsi dell'inammissibile *bis in idem*⁶².

In particolare, il primo dei due precetti citati statuisce che “il Presidente della Consob trasmette (*id est*, deve trasmettere) al pubblico ministero, con una relazione motivata, la documentazione raccolta nello svolgimento dell'attività di accertamento nel caso in cui emergano elementi che facciano presumere la esistenza di un reato. La trasmissione degli atti al pubblico ministero avviene al più tardi al termine dell'attività di accertamento delle violazioni [...]”; il secondo, invece, dispone che “il procedimento amministrativo di accertamento e il procedimento di opposizione di cui all'articolo 187-*septies* non possono essere sospesi per la pendenza del procedimento penale avente ad oggetto i medesimi fatti o fatti dal cui accertamento dipende la relativa definizione”.

Orbene, se solo si considera che nel caso dell'abuso di informazioni privilegiate la sovrapposibilità tra reato e violazione amministrativa è pressoché *totale* (attualmente solo il *trading*, il *tipping* ed il *tuyantage* da parte del *tippee* - e non anche del *tuyantee* - sono sanzionati amministrativamente: art. 187-*bis*, comma 4, t.u.f.), e che pertanto la CONSOB nell'esercizio dei suoi poteri di indagine su questo fronte viene a conoscere vicende che in larga misura rappresentano *notitiae criminis*, la trasmissione della relazione motivata e dei documenti al pubblico ministero deve avvenire praticamente sempre ed “al più tardi al termine dell'attività di accertamento”⁶³. Sia in base ad un'interpretazione letterale e sistematica⁶⁴, sia in base alle

⁶² Diverse altre proposte interpretative volte a correggere le storture dell'ordinamento interno sono già state formulate all'indomani della pronuncia dei giudici di Strasburgo, ma esse, a differenza della lettura qui tentata, sono volte in vario modo a scongiurare il verificarsi di una duplice condanna (penale ed amministrativa) per i medesimi fatti e non ad impedire, per quanto possibile, lo svolgimento parallelo dei relativi procedimenti: G.M. FLICK, V. NAPOLEONI, (nt. 13), p. 953 ss.; F. D'ALESSANDRO, *Tutela*, (nt. 60), p. 627 ss.; B. RAGANELLI, (nt. 60), p. 511 ss.; B. LAVARINI, (nt. 60), p. 85 ss.; V. ZAGREBELSKY, (nt. 60), p. 1199 s.; F. VIGANÒ, (nt. 13), p. 226 ss., 232 ss.; M. VENTORUZZO, *Abusi*, (nt. 60) p. 720 ss.; G. DE AMICIS, (nt. 60), p. 213 ss.; A.F. TRIPODI, *Abusi di mercato*, (nt. 60), p. 106 ss.; ID., *Uno più uno*, (nt. 60), § 6.

⁶³ È appena il caso di sottolineare che la fase dell'accertamento, benché caratterizzata anche da passaggi valutativi di notevole complessità, deve essere contenuta in termini ragionevoli, secondo quanto condivisibilmente affermato da App. Milano, 4 aprile 2013, in *Soc.*, 2014, p. 719 ss., con nota di E. QUARANTA, che ha annullato un provvedimento sanzionatorio della CONSOB rilevandone “una condotta qualificata, nel complesso e quantomeno, da una inerzia non incolpevole”. Si veda anche Cass., 2 dicembre 2011, n. 25836, in *CED Cassazione*. Già da tempo, comunque, la dottrina aveva segnalato l'eccessiva lunghezza dei termini per la durata del procedimento previsti nella regolamentazione CONSOB: S. SEMINARA, *Disposizioni comuni*, (nt. 1), p. 16.

⁶⁴ L'aspetto letterale della lettura proposta si incentra sulla circostanza che l'art. 187-*decies*, comma 2, t.u.f. prevede variamente la trasmissione al pubblico ministero della “documentazione raccolta” o, più generalmente, degli “atti” e non di loro copie. Su questo versante non sembra quindi destituito di fondamento dedursi che la documentazione raccolta o prodotta durante la fase di accertamento debba essere integralmente trasmessa in originale.

Sul piano sistematico, poi, la soluzione tratteggiata nel testo è confortata dal fatto che il sintagma “trasmissione degli atti” è utilizzato dal legislatore in tutte le situazioni in cui l'autorità vincolata si spoglia o deve spogliarsi

conclusioni della CEDU, si potrebbe argomentare che la trasmissione degli atti di cui parla l'art. 187-*decies*, comma 2, t.u.f. conduca alla perdita del potere sanzionatorio in capo alla CONSOB (fatta comunque salva l'eventuale imposizione delle misure cautelari: art. 187-*octies*, comma 6, t.u.f.).

Come avviene nell'ipotesi di connessione oggettiva tra illecito amministrativo e reato (ex art. 24 l. 689/1981, che nonostante il diverso avviso di vari autori⁶⁵, non pare essere testualmente derogato dall'art. 187-*duodecies* t.u.f.), deriverà l'esclusiva giurisdizione e competenza dell'autorità giudiziaria ordinaria, poiché, ai fini della cognizione penale, anche in tal caso sarà necessario stabilire preventivamente se il fatto sanzionato in via amministrativa sia stato commesso⁶⁶.

A sua volta, il giudice penale, investito dell'esame dell'unico fatto contemplato e sanzionato sia in ambito penale, che amministrativo, potrà applicare *esclusivamente* le sanzioni penali per almeno due ordini di motivi, l'uno legato ai confini della sua giurisdizione, che non si può estendere a pene la cui imposizione non è formalmente rimessa al potere giudiziario, e l'altro al fatto che le sanzioni amministrative del t.u.f., come accertato nella sentenza *Grande Stevens*, hanno natura sostanzialmente penale ed una loro ipotetica applicazione cumulativa darebbe luogo ad un'ingiusta duplicazione sanzionatoria, da scongiurare mediante un'applicazione estesa del principio di assorbimento (*ne bis in idem* sostanziale). Differentemente, nel caso in cui si presenti un'ipotesi di connessione oggettiva tra reato e illecito amministrativo,

del procedimento intrapreso (e si vedano, ad es.: artt. 9-*bis*, comma 1, e 9-*ter*, comma 2, l. fall.; artt. 20, 22, comma 3, 23, 24, 33-*sexies*, 33-*septies*, 33-*octies*, 54, 54-*bis*, 54-*quater*, 67, 307, comma 4, 568, comma 5, 604, 625, 625-*ter*, comma 3, 672, comma 2, c.p.p.).

Il "travaso" dal procedimento amministrativo al processo penale, comunque, dev'essere scevro da automatismi ed al riguardo bisogna ricordare, come correttamente fa G. LUNGHINI (nt. 60), p. 488 ss., tutta una serie di importanti profili problematici riguardanti l'acquisibilità al fascicolo dibattimentale della relazione del Presidente della CONSOB e degli atti ad essa allegati, nonché le condizioni di utilizzabilità delle audizioni personali ex art. 187-*octies*, comma 3, lett. c), t.u.f.

⁶⁵ Cfr. E. DESANA, *Procedimento CONSOB*, (nt. 60), p. 1644; A.F. TRIPODI, *Abusi di mercato*, (nt. 60), p. 107; ID., F. SGUBBI, D. FONDAROLI, (nt. 1), p. 240 s.; M. VENTORUZZO, *Abusi*, (nt. 60) p. 704; S. GIAVAZZI, *L'abuso*, (nt. 1), p. 762; M. FRATINI, *Commento agli artt. 187-duodecies e 187-terdecies t.u.f.*, in *Il testo unico della finanza*, a cura di M. Fratini e G. Gasparri, III, (nt. 1), p. 2575 s.; F. CONSULICH, (nt. 1), p. 398 ss.; E. AMATI, *Abusi di mercato*, (nt. 1), p. 297 e 402, nt. 28; L.D. CERQUA, voce *Reati di aggio*, in *Dig. disc. pen., agg. *****, Torino, 2008, p. 903; L. TERZI, *Rilievi critici in tema di manipolazione del mercato*, in *Riv. pen.*, 2008, p. 1107; S. SEMINARA, *Disposizioni comuni*, (nt. 1), p. 17 s. In questo senso in giurisprudenza, App. Torino, 23 gennaio 2008, in *Soc.*, 2008, p. 1013 ss., con nota di F. SPORTA CAPUTI. Ma si veda l'inciso al riguardo dell'art. 24 l. 689/1981 presente in ZAGREBELSKY, (nt. 60), p. 1200.

⁶⁶ A favore di quanto si sostiene, merita di essere ricordato il passaggio di Cass. pen., 8 maggio 1968, n. 977 (citata e condivisa da Cass. SU, 13 novembre 2000, n. 20, in *Cass. pen.*, 2001, p. 1747 ss., con nota di L. NORCIO) secondo cui "l'attrazione di competenza al giudice penale si verifica nei casi di *connessione teleologica e strumentale* e nel caso di *coincidenza, totale o parziale, dell'attività non costituente reato con quella costituente reato*" (corsivi aggiunti). Sul punto F. D'ALESSANDRO, *Tutela*, (nt. 60), p. 630, ritiene invece che, stanti le peculiari clausole di riserva contenute negli esordi degli artt. 187-*bis* e 187-*ter* t.u.f. ("salve le sanzioni penali quando il fatto costituisce reato"), per ottenere un risultato come quello descritto sarebbe necessario un "intervento normativo, volto a delineare un meccanismo di coordinamento tra la Consob e la Procura della Repubblica, che accordi in ogni caso la preferenza, nell'attuale quadro normativo che riconosce ancora valore al principio dell'obbligatorietà dell'azione penale, all'azione repressiva dell'organo giudiziario".

allora il giudice sarà pure competente a decidere su quest'ultimo ed eventualmente ad applicare la relativa sanzione in ossequio al disposto dell'art. 24 l. 689/1981. In entrambi i casi, in presenza del raggiungimento di una decisione dell'autorità giurisdizionale passata in giudicato, la CONSOB non potrà procedere con la fase sanzionatoria del procedimento di sua competenza.

Non vi sarebbe, peraltro, alcuna interferenza con il precetto dell'art. 187-*duodecies* t.u.f.⁶⁷, poiché, anche in pendenza del procedimento penale, il procedimento amministrativo potrebbe senz'altro proseguire fintantoché non si concluda la fase dell'*accertamento* (e sino a tale momento la norma dell'art. 187-*duodecies* t.u.f. espressamente delimita il suo ambito temporale d'efficacia): ove, però, si sia in presenza di un'ipotesi di connessione oggettiva tra un mero illecito amministrativo ed il compimento di un reato (*ex art. 24 l. 689/1981*), anche allora *dovrà* darsi luogo alla trasmissione degli atti all'autorità giudiziaria ordinaria, con conseguente *cessazione* (e *non* sospensione) di ogni potere in capo alla CONSOB. Con l'instaurarsi del procedimento penale sarebbero inoltre salvaguardate tutte quelle garanzie sostanziali e procedurali la cui lesione è stata lamentata dai giudici di Strasburgo, come avvertito poc'anzi. Non solo, si eviterebbe altresì di sovraccaricare gli apparati statali con due distinte indagini, accompagnate dal rischio di diverse pronunce sui medesimi fatti, pericolo, quest'ultimo, condivisibilmente sottolineato anche nell'*opinion* dei giudici Pinto de Albuquerque e Karakaş (punto 27).

Si osserverà che una simile lettura spoglierebbe nella sostanza la CONSOB di larghissima parte del suo potere sanzionatorio in presenza di abusi di informazioni privilegiate, ma questo è il portato dell'iniqua - e certo non necessitata - serie di duplicazioni punitive riscontrabile nel nostro ordinamento: l'autorità amministrativa potrà comunque proseguire il proprio procedimento soltanto laddove la *condotta concretamente tenuta* sia sanzionata *soltanto* sul piano amministrativo (in ciò richiamando l'attenzione della CEDU per la materialità del fatto storico rispetto alle fattispecie astratte ed in applicazione del principio di specialità sancito dall'art. 9 l. 689/1981, nei residui ambiti di applicabilità) e *non* si presenti alcuna ipotesi di *connessione oggettiva* con un reato.

⁶⁷ L'indicazione esegetica qui enunciata è inoltre suscettibile di disinnescare la disciplina del cumulo sanzionatorio *par différence* tra pene pecuniarie e sanzioni amministrative pecuniarie recata dall'art. 187-*terdecies* t.u.f. senza entrare formalmente in contrasto con essa. Invero, in tale disposizione implicitamente si presuppone la contestuale pendenza dei procedimenti sanzionatori penale ed amministrativo e si intende amplificare al massimo grado l'intensità della risposta punitiva. Conseguenza di quanto argomentato nel testo è la concreta impossibilità del verificarsi delle condizioni in cui essa potrebbe spiegare i suoi effetti (ossia l'irrogazione della sanzione amministrativa da parte della CONSOB seguita dall'applicazione della pena pecuniaria "supplementare" da parte del giudice). Sebbene sia stato condivisibilmente segnalato il rischio di pervenire per tramite di un'interpretazione convenzionalmente conforme ad una sostanziale disapplicazione dell'art. 187-*terdecies* t.u.f. (così, A.F. TRIPODI, *Abusi di mercato*, (nt. 60), p. 107, nt. 16), il problema è altrove: all'indomani della sentenza sul caso *Grande Stevens*, la disposizione citata presenta vari ed importanti profili di incostituzionalità e di incompatibilità con il *ne bis in idem* processuale e sostanziale che ne raccomanderebbero in ogni caso la soppressione (oltre all'autore appena citato, in tal senso si pronuncia anche F. D'ALESSANDRO, *Tutela*, (nt. 60), *loc. ult.*).

Opinare diversamente alla luce delle conclusioni della sentenza *Grande Stevens*, peraltro, avrebbe conseguenze di ben altra portata, in quanto comporterebbe realizzare una surrettizia - quanto inammissibile - depenalizzazione degli reati in materia di abusi di mercato⁶⁸: allo stato attuale, infatti, l'irrogazione della sanzione all'esito di un procedimento amministrativo impedirebbe l'inizio o la prosecuzione del processo e la conseguente condanna penale. Un simile esito, ad ogni modo, concorre insieme alle altre considerazioni altrove svolte ad imporre *de jure condendo* una netta distinzione degli illeciti penali ed amministrativi, ossia l'opposto dell'attuale doppio binario sanzionatorio.

Viceversa, l'approdo qui prefigurato non sarebbe ad ogni modo così esiziale, se solo si pone mente al fatto che l'opera di accertamento dell'autorità amministrativa potrebbe rappresentare un qualificato e valido ausilio per un tempestivo ed accorto esercizio dell'azione penale.

Un più articolato discorso meriterebbe d'essere svolto in relazione alle fattispecie di manipolazione del mercato (artt. 185 e 187-*ter* t.u.f.), ove più numerosi e sensibili sono invece i profili di differenziazione... e più ancora sembrano destinati ad aumentare all'esito del recepimento della normativa europea qui commentata⁶⁹. Nella consapevolezza che i profili distintivi tra le due fattispecie punitive di manipolazione del mercato sono assai dibattuti sia in dottrina, che in giurisprudenza e che in queste pagine non è possibile fornire un quadro ricostruttivo sia pure sintetico, ci si può limitare ad affermare che la soluzione prima adombrata potrebbe essere trasposta anche in questo ambito *mutatis mutandis* in quei casi di identità tra la fattispecie (concreta) sanzionata al contempo penalmente ed amministrativamente, in cui quindi non sia possibile applicare il principio di specialità *ex* art. 9 della l. 689/81, o nelle ipotesi di connessione oggettiva tra violazione amministrativa e reato.

⁶⁸ Analogamente anche G.M. FLICK, V. NAPOLEONI, *A un anno*, (nt. 60), p. 885, i quali considerano che “quando uno stesso illecito resti punibile tanto con sanzioni penali che con sanzioni amministrative, inflitte tramite percorsi procedurali distinti, il divieto «dilatato» del *bis in idem* equivale difatti, in pratica, alla codificazione della regola «vince chi arriva prima». Col risultato che il trattamento sanzionatorio del medesimo illecito finisce per essere determinato da un fattore casuale (ma, in buona misura, anche «pilotabile» dall'interessato o dalla controparte pubblica tramite i meccanismi di impugnazione): sarà penale o amministrativo a seconda di quale, tra i due procedimenti sanzionatori, sia giunto per primo al traguardo della decisione definitiva. Tramite un simile congegno, d'altra parte, la previsione di sanzioni (formalmente) extrapenali in funzione «di rinforzo» rispetto a quelle di natura criminale rischia di trasformarsi, con eterogenesi dei fini, in un fattore di «esonero» da queste ultime”. Questi autori rilevano inoltre l'intrinseca disfunzionalità di un simile esito, che finirebbe “per rendere in larga parte inutile lo stesso doppio «dispiegamento di forze»” (p. 887); su quest'ultimo argomento *ab inconvenienti* va comunque ribadito che il “doppio dispiegamento di forze” non era certo necessario e di sicuro dovrà essere in larga misura smantellato, data la sua incompatibilità con la CEDU e, anche se più sfumatamente, con il MAR.

⁶⁹ Senza la benché minima pretesa di completezza, si segnalano, da ultimi: FR. MUCCIARELLI, *La nuova disciplina*, (nt. 1), p. 31 ss.; A. ALESSANDRI, *Rassegna*, (nt. 51), p. 445 ss.; F. D'ALESSANDRO, (nt. 1), p. 170 ss., 205 ss.; F. SGUBBI, A.F. TRIPODI, D. FONDAROLI, (nt. 1), p. 158 ss.; E. AMATI, *Abusi di mercato*, (nt. 1), p. 291 ss.; M.B. MAGRO, *Manipolazioni*, (nt. 1), p. 245 ss., 269 ss.. In giurisprudenza si segnala sul punto l'argomentazione concernente i tratti distintivi tra gli illeciti di manipolazione di mercato ed il principio di specialità operata da Cass. pen., 3 maggio 2006, n. 15199, sulla quale si vedano altresì le osservazioni presenti nella Relazione n. 35/2014, (nt. 60) p. 24 s., cui *adde* Cass. pen., 20 giugno 2012, n. 40393, in *Cass. pen.*, 2013, p. 1944 ss., con nota di L. LUDOVICI.

Complessivamente, una simile lettura ha il pregio di ricostruire una serie di percorsi procedurali vincolati tra autorità amministrativa ed autorità giurisdizionale, che non sacrificano la celerità dell'intervento sanzionatorio e preservano il rispetto degli essenziali presidi garantistici, almeno per le ipotesi di illeciti di maggiore gravità (reati ed violazioni amministrative oggettivamente connesse ad essi). D'altro canto, non pare che, pur con il conforto dei dettami della CEDU, l'interpretazione possa spingersi oltre per rimediare ad una serie di altri dilemmi provocati dall'afflato "iper repressivo" del diritto interno, perdurando così ancora in taluni casi la competenza esclusiva della CONSOB per l'irrogazione di sanzioni amministrative pecuniarie dalla natura sostanzialmente penale, nonché residue possibilità di *simultanei processus* (penale e di opposizione).

Tali dubbi, tuttavia, potranno essere definitivamente sciolti soltanto se all'esito del recepimento della normativa europea nel nostro paese ed anche negli altri stati membri si riuscirà, nel rigoroso rispetto dei principi di proporzionalità e di sussidiarietà, nonché della doverosa progressività e coerenza dell'apparato sanzionatorio, a tracciare una netta linea distintiva tra reati e violazioni amministrative⁷⁰, cosicché non possano più ripresentarsi rischi di duplicazioni procedurali e cumuli sanzionatori. Ciò in consonanza con il sensato indirizzo per cui "una legislazione severa non è sufficiente a determinare comportamenti virtuosi"⁷¹, come *a posteriori* testimonia la stessa infruttuosa *escalation* punitiva... sebbene, a dire il vero, sia davvero difficile immaginare un impopolare temperamento - o anche solo una razionalizzazione - dello strumentario repressivo in un paese, come il nostro, che si è così ampiamente e negativamente distinto nel settore della criminalità economica.

Se anche tale auspicio fosse accolto, non ci si può comunque esimere dal rilevare un ulteriore serio profilo critico circa l'effettiva imparzialità della CONSOB nel suo complesso in relazione ai procedimenti sanzionatori di sua competenza in una prospettiva il cui esame non è stato sinora sottoposto alla giurisprudenza ed è stato avvertito solo dalla dottrina più accorta⁷². Il timore sorge in relazione alla previsione dell'art. 187-*undecies* t.u.f., che attualmente riconosce a tale autorità la facoltà di costituirsi parte civile e richiedere nel processo

⁷⁰ Come auspicano pure B. LAVARINI, (nt. 60), p. 86; A.F. TRIPODI, *Abusi di mercato*, (nt. 60), p. 107 s., nt. 17; E. AMATI, *Abusi di mercato*, (nt. 1), p. 432 ss.. Cfr. anche FR. MUCCIARELLI, *La nuova disciplina*, (nt. 1), p. 20 s., nonché p. 29 ss., il quale fondatamente lamenta i "vasti ambiti di piena sovrapposizione" tra le fattispecie definite nel MAR e quelle tracciate nella MAD 2, e ciononostante individua una serie di indici che, pur nella denunciata contraddittorietà ed atecnicità dei testi normativi europei, depongono nel senso di tracciare "un apparato unitario, articolato secondo un gradualismo sanzionatorio" (p. 27); l'autorevole studioso si sofferma inoltre con particolare attenzione anche sui rapporti tra MAR e MAD 2, tracciando un interessante ed in larga parte condivisibile ricostruzione delle ragioni della preminenza del primo sulla seconda, purtuttavia destinata a divenire il veicolo (indiretto) per la diffusione dell'assetto più compiutamente definito nel testo regolamentare.

⁷¹ Così, N. LINCIANO, A. MACCHIATI, (nt. 1), p. 8.

⁷² Ci si riferisce a S. SEMINARA, *Disposizioni comuni*, (nt. 1), p. 18 s., richiamato anche da F. SGUBBI, A.F. TRIPODI, D. FONDAROLI, (nt. 1), p. 253 e da G. LUNGHINI, (nt. 60), p. 492 e 498, il quale ultimo peraltro segnala come in Francia il "Conseil Constitutionnell ha ritenuto la contrarietà alla Costituzione di tale legge [n.d.a.: si tratta della *loi* 2 agosto 1989, n. 89-531 "relative à la sécurité et à la transparence du marché financier"] nella parte in cui attribuiva alla COB la facoltà di intervenire ed esercitare tutti i diritti della parte civile nel processo penale per reati relativi ai medesimi fatti sanzionabili in via amministrativa considerando che altrimenti

penale la riparazione dei danni cagionati dai reati *ex artt.* 184 e 185 t.u.f. all'integrità del mercato⁷³: in conseguenza di ciò pare che la CONSOB versi in una situazione di tangibile ed immanente conflitto di interessi rispetto a quelle condotte simultaneamente costituenti reato ed illecito amministrativo. Infatti, essa può percepire sia le somme derivanti dall'esazione delle sanzioni amministrative comminate (art. 187-*octies*, comma 14, t.u.f.)⁷⁴, sia quelle deri-

si determinerebbe uno squilibrio della parità delle parti e una vulnerazione dei diritti della difesa". La pronuncia citata è la n. 89-260 DC del 28 luglio 1989.

Non si può mancare di ricordare anche il pensiero fortemente critico di A. CRESPI, *Le argomentazioni*, (nt. 60), p. 1360 ss., che taccia di "assurdità" e addirittura di "immoralità" l'art. 187-*undecies* t.u.f., rilevando inoltre in tono canzonatorio che "al legislatore dev'essere invero sembrata cosa poco feconda mantenere, confinandola in una sorta di sterile limbo giudiziale, una situazione di conflitto di interessi, per sfacciata che fosse, senza provvedere appunto a locupletarla ricorrendo assai disinvoltamente al promettente strumento del risarcimento (o «riparazione» che dir si voglia: la sostanza delle cose non cambia) di un danno indeterminato, e pure indeterminabile sì, ma proprio per questo affidato al - va da sé - saggio apprezzamento della giurisdizione ordinaria".

⁷³ È appena il caso di puntualizzare che allo stato nulla impedisce che la Commissione, in quanto danneggiata, per così dire, *ex lege*, possa azionare autonomamente le sue pretese in sede civile. Per altro verso, vi è una certa concordanza in dottrina nel ritenere lo strumento accordato alla CONSOB dall'art. 187-*undecies*, comma 2, t.u.f. una sorta di sanzione privata, più che un vero e proprio risarcimento dei danni, in quanto le condotte illecite ledono, appunto, l'integrità del mercato, e non certo quella dell'autorità: il danno, in altre parole, non è patito dall'ente cui la legge riconosce il diritto di chiedere una "riparazione". Così: F.R. FANTETTI, (nt. 19), p. 626 ss.; T. MAUCERI, *Abusi di mercato e responsabilità civile: danni all'integrità del mercato e danni non patrimoniali agli enti lucrativi lesi dal reato* (nota a Cass. pen., 20 gennaio 2010, n. 8588, (nt. 15)), p. 1001 ss., il quale, pur nel tentativo di recuperare un ruolo *latu sensu* risarcitorio, condivisibilmente rileva che i parametri cui la "riparazione" in questione è agganciata sono riconducibili più al giudizio sulla gravità del reato (art. 133 c.p. e artt. 184, comma 3, 185, comma 2, 187-*bis*, comma 5 e 187-*ter*, comma 5, t.u.f.: così pure F. SGUBBI, A.F. TRIPODI, D. FONDAROLI, (nt. 1), p. 245), che non al lessico usuale della responsabilità per danni e che perciò tale rimedio corre il serio rischio di rappresentare una ridondante duplicazione delle multe e delle sanzioni amministrative pecuniarie, esprimendo quindi fondati dubbi di costituzionalità e conformità alla MAD della disposizione italiana; R. RORDORF, *Ruolo e poteri*, (nt. 60), p. 818. Per tale ragione, in giurisprudenza si è affermato che il diritto previsto nell'art. 187-*undecies*, comma 2, t.u.f. rappresenti un *novum* e che non può essere utilizzato per fatti anteriori alla sua entrata in vigore: Cass. pen., 20 gennaio 2010, n. 8588, , nella quale opportunamente si precisa che la discrasia "tra il soggetto titolare del diritto leso (il mercato) e la titolarità all'indennizzo conseguente alla lesione, CONSOB [...] priva di serietà la verifica circa la misura del *quantum*, oggetto di condanna, frutto d'un computo equitativo".

⁷⁴ Dissimilmente da quanto attualmente previsto, ad esempio, per la Banca d'Italia, per cui i proventi derivanti dall'applicazione delle sanzioni di propria competenza devono essere devoluti al bilancio dello Stato: art. 145, comma 9, ult. periodo, t.u.b., come introdotto dall'art. 1, comma 53, lett. *m*), d.lgs. 72/2015. Il discorso si può ripetere anche per la sanzioni amministrative pecuniarie irrogate dall'Autorità Garante per la Concorrenza ed il Mercato, salva la limitata eccezione per le sanzioni comminate ai sensi del Codice del consumo e del d.lgs. 145/07 nel periodo dall'1 gennaio 2009 al 31 dicembre 2012 fino all'importo di 50.000 euro (l'art. 9, comma 1, secondo periodo, d.l. 207/2008 - soppresso dall'art. 5-*bis*, comma 2, lettera *d*), d.l. 1/2012 - prevedeva che fino alla concorrenza di tale importo per ciascuna sanzione, la somma andasse versata direttamente su un conto di tesoreria intestato all'AGCM, mentre la parte eccedente tale importo dovesse essere corrisposta all'erario). A metà strada, si colloca, invece, il Garante per la protezione dei dati personali, i proventi delle cui sanzioni sono "nella misura del cinquanta per cento del totale annuo, sono riassegnati al fondo di cui all'articolo 156, comma 10, e sono utilizzati unicamente per l'esercizio dei compiti di cui agli articoli 154, comma 1, lettera *b*), e 158" (art. 166 d.lgs. 196/2003).

Viceversa, similmente alla CONSOB, anche l'IVASS è la destinataria del pagamento delle sanzioni amministrative pecuniarie da essa comminate (art. 328, comma 3, d.lgs. 209/2005; art. 15, commi 4 e 5, reg. IVASS 1/2013), eccettuate quelle sul cui importo grava il vincolo di destinazione a favore del Fondo di garanzia delle vittime della strada, gestito dalla Consap s.p.a. (art. 328, comma 4, d.lgs. 209/2005).

vanti dall'accoglimento in sede giurisdizionale delle pretese risarcitorie e riparatorie lì azionate, per non dimenticare l'immane effetto "amplificatore" dalla confisca amministrativa obbligatoria prevista dall'art. 187-*sexies* t.u.f., sulla quale si deve notare incidentalmente la mancanza di qualsiasi accenno nel MAR⁷⁵. È da supporre, anzi, che tali canali di alimenta-

⁷⁵ Non valgono a supplire il silenzio del legislatore europeo le previsioni dell'art. 23, par. 2, lett. *i*) o dell'art. 30, par. 2, lett. *b*), MAR (su quest'ultima disposizione, v. V.D. TOUNTOPOULOS, (nt. 17), p. 317 ss.). Nel primo caso, con riferimento all'enumerazione dei poteri di "controllo e indagine" riconosciuti alle autorità amministrative, si identifica quello di procedere al sequestro o al "congelamento" dei beni. La vaghezza di tale ultimo termine - impiegato in tutte le versioni linguistiche del MAR, tranne in quella tedesca, in cui si adopera un più puntuale "Beschlagnahme" - impedisce di enuclearne un significato intellegibile per il nostro ordinamento, o, se non altro, una portata distinguibile da quella del sequestro, unica misura autenticamente esercitabile nell'ambito di una fase di "controllo e indagine". Per quanto concerne l'art. 30, par. 2, lett. *b*), MAR, viceversa, si è già detto (v. *supra*, sub nt. 17) del dubbio inerente alla collocazione tra le sanzioni amministrative della "restituzione dei guadagni realizzati o delle perdite evitate grazie alla violazione, per quanto possano essere determinati": tale misura, che in nessun caso può essere accostata alla confisca nostrana, è equivalente al *disgorgement* di matrice anglosassone (tant'è che nel testo inglese del MAR appare questo termine al posto di "restituzione"), che in quegli ordinamenti è un *remedy* (sia pure a vocazione "para-sanzionatoria") e non un *punishment*. Si pensi che anche la SEC statunitense, cui è riconosciuta la possibilità di ricorrere a tale strumento nell'ambito dei propri poteri amministrativi (15 U.S. Code sec. 78u-2), nella stragrande maggioranza dei casi preferisce richiedere il *disgorgement of profits* mediante un'apposita azione civile instaurata presso il competente tribunale distrettuale federale e per tale via negli ultimi anni ha conseguito importi ampiamente superiori a quelli incamerati attraverso le sanzioni pecuniarie (in proposito, v. R.G. RYAN, *The equity façade of SEC disgorgement*, in *Harv. Bus. L. Rev. online*, 2013, Vol. 4, p. 1 ss., leggibile sul sito <http://www.hblr.org>, il quale articola una serrata critica su più fronti della qualifica di *equitable remedy* del *disgorgement* azionabile amministrativamente e giudiziariamente dalla SEC e s'interroga altresì sulla sua costituzionalità). La SEC, però, a differenza di quanto previsto per le autorità amministrative europee dal MAR, è tenuta a ridistribuire le somme così ottenute in favore dei soggetti pregiudicati dalle violazioni (15 U.S. Code sec. 7246(a): "If, in any judicial or administrative action brought by the Commission under the securities laws, the Commission obtains a civil penalty against any person for a violation of such laws, or such person agrees, in settlement of any such action, to such civil penalty, the amount of such civil penalty shall, on the motion or at the direction of the Commission, be added to and become part of a disgorgement fund or other fund established for the benefit of the victims of such violation", nonché 17 *Code of Federal Regulations* secs. 201.1100 - 201.1106, contenenti le regole più dettagliate su "*fair fund and disgorgement plans*" della SEC). Si segnala, inoltre, che la FCA britannica non dispone del *disgorgement* quale autonoma sanzione amministrativa, ma lo contempla come uno dei criteri di calcolo per la quantificazione delle sanzioni pecuniarie (DEPP 6.5, 6.5A, 6.5B, 6.5C, *FCA Handbook*), la cui misura non è definita nella legge, ma rimessa all'autorità stessa (secs. 123 e 124 *Financial Services and Markets Act 2000*).

Sia consentita un'ultima divagazione circa la metamorfosi che il *disgorgement* ha subito nella sua emersione nel diritto europeo dei mercati finanziari: l'art. 30, par. 2, lett. *b*), MAR tramuta questo rimedio civilistico *quasi-punitivo* azionabile dal danneggiato - cfr. nel nostro ordinamento gli artt. 125, comma 3, c.p.i. e 158, comma 2, l. 633/1941, attuativi dell'art. 13, par. 1, lett. *a*), dir. 2004/48/CE - in una sanzione amministrativa pecuniaria ad esclusivo appannaggio dell'autorità competente, che si cumula a quelle esistenti in stridente contrasto con il divieto di *ne bis in idem* (si consideri al riguardo quanto deciso nell'ambito del diritto della concorrenza dalle corti inglesi: *Devenish Nutrition Ltd v Sanofi-Aventis SA* [2007] EWHC 2394 (Ch), al cui punto 52 si legge: "The principle of *non bis in idem* precludes the award of exemplary damages in a case in which the defendants have already been fined (or had fines imposed and then reduced or commuted) by the European Commission"; 2 *Travel Group PLC v Cardiff City Transport Services Ltd* [2012] CAT 19, in cui la soluzione adottata dal primo giudice è estesa anche alle sanzioni applicate dalle autorità nazionali: punto 497). Al riguardo, si crede che sarebbe forse stato più opportuno concedere l'accesso al *disgorgement* ai singoli investitori pregiudicati e non alle autorità amministrative, rimettendo ai primi un efficace strumento di ristoro di danni di ardua quantificazione (peraltro non inedito: cfr. art. 449 *código das sociedades comerciais* portoghese, in cui è riconosciuto ai danneggiati un indennizzo "equivalente ao montante da vantagem patrimonial realizada") e mitigando così il profilo di contrasto con il *ne*

zione del proprio fabbisogno finanziario saranno tanto più intensamente sfruttati in conseguenza dell'azzeramento dei trasferimenti a carico dello Stato causato da quanto previsto nell'art. 8, comma 3, d.l. 95/2012⁷⁶, potenzialmente generando un effetto collaterale perverso, ossia riducendo in maniera sensibile le possibilità di effettivo ristoro patrimoniale per i danneggiati e le loro associazioni rappresentative, la cui legittimazione attiva è concorrente - e non subordinata - a quella della CONSOB, pur non disponendo della medesima ampiezza di poteri.

Cosicché, nella misura in cui la CONSOB presenta un interesse, anche solo potenziale, a ricorrere al rimedio risarcitorio in relazione a condotte di cui si trovi a valutare la liceità amministrativa, essa dovrebbe astenersi dall'irrogare sanzioni in questi casi e ciò sia che ci si limiti a prendere in considerazione le garanzie tipiche del procedimento amministrativo (artt. 1 e 6-*bis* l. 241/1990 in combinazione con l'art. 8, comma 5, reg. sanzioni), sia che si vogliano ritenere applicabili quelle tipiche del processo penale (trattandosi dell'applicazione di sanzioni sostanzialmente penali: art. 36, comma 1, lett. *a*), c.p.p. in combinazione con l'art. 8, comma 5, reg. sanzioni). Né può ritenersi assistito dalle garanzie di imparzialità (sia ai sensi dell'art. 6 CEDU, sia degli artt. 97, comma 2, o 111, comma 2, Cost., a seconda dell'inquadramento dogmatico ritenuto preferibile⁷⁷) un procedimento in cui l'organo giudicante sia già designato dalla legge stessa quale soggetto danneggiato e perciò legittimato a richiedere in via diretta il risarcimento dei danni per i medesimi fatti sottoposti al suo giudizio.

Tale situazione è suscettibile di ulteriori complicazioni ed aggravamenti all'indomani della sentenza *Grande Stevens*, se solo si pensa, come già accennato, che l'imposizione delle sanzioni amministrative potrebbe impedire l'inizio o la prosecuzione del processo penale, acuendo il conflitto di interessi in capo all'autorità di vigilanza, che in questo scenario resterebbe unica *domina* di un variegato arsenale di sanzioni amministrative e civile. A tutto ciò, evidentemente, non può rimediarsi attraverso la mera rimozione dell'art. 187-*undecies* t.u.f.,

bis in idem. Da ultimo, va ricordato che all'esito della spoliazione dei profitti in capo ai responsabili manca la fase redistributiva verso i danneggiati e pertanto il risultato è quello di un ulteriore arricchimento dell'autorità di vigilanza, che assorbirà e preserverà nel proprio patrimonio quanto ricavato (e questo ragionamento potrebbe essere ripetuto con gli opportuni adattamenti anche per la confisca *ex* 187-*sexies* t.u.f.). Così anche V.D. TOUNTOPOULOS, (nt. 17), p. 319, il quale nelle pagine successive critica inoltre la mancanza in MAR e MAD 2 di ogni riferimento al rapporto tra le sanzioni penali ed amministrative ivi previste e l'esperibilità di forme di tutela private. Più diffusamente nella nostra letteratura, circa il rapporto tra *public* e *private enforcement* nei mercati finanziari, v. E. MACRÌ, (nt. 15), p. 99 ss.; P. GIUDICI, (nt. 14), p. 39 ss., 77 ss., 100 ss., 292 ss.

⁷⁶ Sul punto, non ci si può che riportare alle condivisibili preoccupazioni già espresse in altra stagione da A. CRESPI, *Le argomentazioni*, (nt. 60), p. 1368 s., e volte a recuperare dei vincoli all'impiego da parte della CONSOB delle somme conseguite all'esito della condanna agli effetti civili nel processo penale. Sulla sorte degli importi liquidati a titolo riparatorio, si veda anche Trib. Milano, 27 marzo 2006, in *Riv. dir. soc.*, 2007, p. 96 ss., spec. 104, con nota di E. DI LAZZARO e D. SPEDICATI.

⁷⁷ Si rende peraltro ormai indispensabile un profondo ripensamento del ruolo svolto dalle autorità amministrative indipendenti nell'ambito delle procedure sanzionatorie affidate ad esse, specie alla luce dell'ormai consolidato inquadramento della Corte EDU che le assimila a "tribunali" (ai sensi dell'art. 6, comma 1, CEDU) con conseguente applicazione di tutte le garanzie nazionali e sovranazionali: CEDU, 4 marzo 2014, (punti 132 ss.); CEDU, 27 settembre 2011 (caso *A. Menarini Diagnostics s.r.l. c. Italia*: punti 40 - 44); CEDU, 11 settembre 2009, (punto 38); CEDU, 27 agosto 2002 (caso *Didier c. France*: punto 3); CEDU, 26 settembre 2000 (caso *Guisset c. France*: punto 59).

poiché anche in sua assenza la CONSOB potrebbe comunque chiedere (come già discutibilmente faceva in passato, vedendo per giunta più volte accolte le sue richieste) di essere risarcita per le lesioni subite con riguardo alla frustrazione dei propri fini istituzionali, così come definiti dagli artt. 5 e 91 t.u.f.: salvaguardia della fiducia nel sistema finanziario, tutela degli investitori, stabilità, competitività e buon funzionamento del sistema finanziario, efficienza e trasparenza del mercato del controllo societario e del mercato dei capitali, osservanza delle disposizioni in materia finanziaria⁷⁸. La soluzione, piuttosto, ancora una volta risiede nel compimento di accorte scelte normative che ridefiniscano i confini tra gli illeciti penali e quelli amministrativi, eliminando ogni ambito di sovrapposizione, e che eventualmente spostino la legittimazione all'esercizio delle azioni risarcitorie in capo al ministero dell'economia e delle finanze, secondo lo schema già noto, ad esempio, in materia di danno ambientale.

Come si vedrà alla fine di questo studio, ad ogni modo, il recepimento di MAR e MAD 2 è solo uno tra i molteplici fattori suscettibili di indurre imprevedibili capovolgimenti del nostro quadro normativo nel prossimo futuro, ragion per cui si è consapevoli che il presente spunto possa avere vita breve. Ciononostante, lo si è formulato anche nell'auspicio che possa contribuire a mitigare *medio tempore* l'applicazione della disciplina repressiva degli abusi di mercato ed a fornire un'utile base per gli interventi *de jure condendo*.

4. L'insider di se stesso nella nuova disciplina: il requisito dell'alterità dell'informazione rispetto al suo utilizzatore...

Come in precedenza anticipato, il forte "sbilanciamento" nell'ottica della garanzia della parità informativa della nuova disciplina europea ha fortemente condizionato anche le modalità dell'inserimento nel testo normativo di un elemento che a lungo è stato relegato nei considerando delle direttive precedenti e del quale si è da più parti invocato l'innalzamento al rango di precetto, soprattutto allo scopo di tracciare dei confini solidi alle forti possibilità di espansione applicativa dell'apparato di sanzioni che si è avuto modo di constatare: si parla della problematica configurabilità della figura del c.d. *insider* di se stesso, la quale è oggi approdata nella scomoda sede dell'art. 9, par. 5, MAR⁷⁹.

⁷⁸ Ancora una volta giova ripercorrere le osservazioni al vetriolo di A. CRESPI, *Le argomentazioni*, (nt. 60), p. 1363 s., per il quale "prospettare quindi una frustrazione delle finalità dell'ente quante volte venga leso l'interesse tutelato dalla legge è un palese e poco decoroso artificio, tanto più sconcertante se indirizzato a giustificare la richiesta di adeguati comfort pecuniari per un'attività esplicata nell'esercizio delle proprie pubbliche funzioni. Un danno, oltre tutto - come par di capire dalla norma in esame - che non sarebbe neppure menomamente lenito dall'eventuale successo per la punizione del colpevole", cui si aggiunge: "Unico soggetto abilitato ad addolorarsi per la «frustrazione dei propri fini istituzionali», nonché per la caduta del proprio tasso di efficienza, è la Consob. L'Addolorata per antonomasia".

La situazione che si viene a creare a seguito della costituzione come parte civile della CONSOB nel procedimento penale è peraltro foriera di ulteriori difficoltà, quale, ad esempio, la sua incompatibilità rispetto alla nomina quale CTU, come ricordato anche da N. LINCIANO, A. MACCHIATI, (nt. 1), p. 149.

⁷⁹ Da ultimi, C. DI NOIA, M. GARGANTINI, *Issuers*, (nt. 1), p. 520 s., avevano auspicato che il considerando 30 ed anche il 29 MAD fossero trasfusi nel testo del MAR.

L'incapacità di delineare con sufficiente precisione i valori protetti dalle comminatorie sugli abusi di informazioni privilegiate rispecchia una problematica che il legislatore europeo, con le sue ultime scelte, come visto, ha soltanto amplificato e forse è stato per via della consapevolezza delle criticità generate che si è sentito il bisogno di creare dei *safe harbours* anche per quanto riguarda gli abusi di informazioni privilegiate e non solo per le fattispecie di abusi manipolativi⁸⁰.

Per quanto sinora affermato ed a dispetto delle dichiarazioni di principio che affollano i considerando di MAR e MAD 2, la certa inidoneità delle norme (*rectius*, di qualsiasi norma) sull'abuso di informazioni privilegiate ad introdurre e proteggere un'irrealizzabile parità informativa sui mercati finanziari non dovrebbe consentire già in partenza di punire la condotta di chi agisce esclusivamente sulla scorta delle proprie decisioni⁸¹: non si può certo ritenere che si sia indebitamente conseguita una posizione di privilegio informativo solo perché si è maturata la risoluzione di effettuare una certa operazione finanziaria⁸². Lo stesso

⁸⁰ Calzanti si rivelano le riflessioni di carattere generale svolte da F. DENOZZA, *Norme, principi e clausole generali nel diritto commerciale: un'analisi funzionale*, relazione presentata a Roma il 16 luglio 2010 per introdurre il convegno "Le clausole generali nel diritto commerciale e industriale" (svoltosi a Roma, 11 e 12 febbraio 2011), reperibile sul sito <http://www.orizzontideldirittocommerciale.net>, p. 7: "A me sembra che esista anche un problema che attiene invece al livello di precisione raggiunto nella determinazione delle *valutazioni*, cioè, in sostanza, degli interessi da proteggere. In questo secondo ambito il problema appare ancora più articolato e complesso, perché non credo si riproduca qui quel chiaro accoppiamento tra tipi di fattispecie e tipi di regole (chiare definizioni-rules / elementi di incertezza-standards) [...]. Voglio dire, cioè, che quando è in gioco la definizione non dei fatti ma delle valutazioni e degli interessi da proteggere, non è affatto detto che valutazioni chiaramente definite si traducano in rules mentre vaghezze e ambiguità si traducano in standards. Può darsi che questa seconda ipotesi (ambiguità nella definizione degli interessi protetti) richieda invece il ricorso ad analitici sistemi di rules". Sulle problematiche ripercussioni dello *standard* della parità di accesso alle informazioni utilizzato nella sentenza CGUE, 23 dicembre 2009, C-45/08, v. L. KLÖHN, *The European*, (nt. 15), p. 358 ss., ove anche per ulteriori riferimenti in nt. 42.

⁸¹ Discorso a parte meriterebbe di essere fatto almeno per le operazioni poste in essere dall'emittente sulle proprie azioni: sia sufficiente per ora sottolineare che anche a prescindere dalla valutazione sull'abuso di qualsivoglia posizione informativamente privilegiata e dalla finalità perseguita, la decisione concernente il riacquisto può porre plurimi rischi di ingiuste sperequazioni tra gli azionisti. Proprio per tale motivo, al di là dei limiti e delle condizioni di ispirazione europea al riguardo dell'esecuzione di tali operazioni (considerando 11 e 12, art. 5 MAR), si sottolinea l'importanza dell'introduzione della clausola sulla parità di trattamento *ex art.* 132, comma 1, t.u.f., a sua volta munito di specifica sanzione penale (art. 172 t.u.f.). Su questa disposizione, v. R. GHETTI, *Commento all'art. 132 t.u.f.*, in *Commentario t.u.f.*, (nt. 1), p. 1434 s., 1439 ss.; F. CARBONETTI, *Commento all'art. 132 t.u.f.*, in *Il testo unico della finanza*, a cura di M. Fratini e G. Gasparri, II, (nt. 1), p. 1800 s.; ID., *Commento all'art. 132 t.u.f.*, in *Commentario al Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, a cura di G. Alpa e F. Capriglione, II (nt. 1), p. 1209 ss.; ID., *Acquisto di azioni proprie e insider trading*, in *Il dovere di riservatezza*, (nt. 1), p. 231 ss., spec. 243 ss.; ID., *Acquisto di azioni proprie*, (nt. 1), p. 1012 ss., spec. 1020 s.; C. DI NOIA, M. GARGANTINI, *The market abuse*, (nt. 1), p. 824 ss.; R. SANTAGATA, *Commento all'art. 132 t.u.f.*, in *Il Testo Unico della Finanza*, a cura di G.F. Campobasso, (nt. 1), p. 606, 608 s. (versione informatica); S. SEMINARA, *Commento all'art. 172 t.u.f.*, *ivi*, p. 794 s. (versione informatica). L'importanza del problema era già stata avvertita ed attentamente affrontata da FR. MUCCIARELLI, *Speculazione*, (nt. 1), p. 86 ss., anche se in questa sede non è affrontato l'argomento della parità di trattamento dei soci; G.L. CARRIERO, *Informazione, mercato*, (nt. 1), p. 126 ss.; P.L. CARBONE, (nt. 1), p. 139 ss., spec. 143 s.

⁸² Sebbene sia senz'altro lecita un'inferenza inversa, ossia che "il soggetto può assumere quella decisione, poi utilizzata nei mercati finanziari, proprio perché titolare di quella qualifica": A.F. TRIPODI, *Informazioni*, (nt. 1), p. 291, il quale da tale considerazione prende le mosse per elaborare una teoria che ammette cautamente la liceità dell'*insider* di se stesso.

dicasi per chi ha preso una decisione basandosi su informazioni precedentemente in suo possesso⁸³.

Una simile conclusione è tuttavia insoddisfacente, una volta dimostrato che la dilagante parità informativa non consente distinzioni tra privilegi meritevoli e immeritevoli, né in relazione alle modalità della loro formazione.

Per altro verso, ai fini della risoluzione della questione qui affrontata, non si reputa necessario invocare l'esistenza di un "diritto di proprietà" sull'informazione da parte di chi la ha "creata", diritto che si tradurrebbe in sostanza nella facoltà di sfruttare esclusivamente ed in maniera lecita l'informazione⁸⁴: è pur vero che gli artt. 8, par. 1, MAR e 184 t.u.f. parlando di "possesso di informazioni privilegiate" evocano la terminologia che connota la relazione materiale con un bene tipica nell'ambito dei diritti reali, ma per quanto qui interessa

⁸³ Di cui si preoccupa indirettamente il considerando 15, quando suggerisce che le informazioni (*rectius*, le conoscenze) *a posteriori* "non dovrebbero essere usate per intervenire nei confronti di quanti abbiano tratto conclusioni ragionevoli da informazioni precedentemente in loro possesso": precisazione apparentemente inutile, ma non in un sistema normativo guidato dal *market egalitarianism*, nel quale anche aver anticipato i movimenti delle negoziazioni grazie alle proprie capacità o ai mezzi a propria disposizione potrebbe essere valutato come un sintomo di sfruttamento di informazioni *price sensitive*, che in realtà erano pubbliche.

La considerazione in merito ai pericoli insiti nell'estremizzazione del *market egalitarianism/equal access* è presente anche in sistemi giuridici certamente non caratterizzati da questo approccio teleologico, ed al riguardo, *e plurimis*, v. S.M. BAINBRIDGE, (nt. 15), p. 90 ss., che afferma: "Equality of access results in standards that inevitably chill important functions by market makers and analysts that contribute significantly to the efficiency of the capital markets. Taken to its logical extreme, moreover, *equal access would forbid traders from trading on the basis of their own intentions*" (corsivo aggiunto).

⁸⁴ Su quest'aspetto che richiederebbe di essere oggetto di studio specifico, si rinvia alle riflessioni di S. GILOTTA, *Trasparenza*, (nt. 14), p. 9 ss., spec. nt. 17 e 18; ID., *Disclosure*, (nt. 14), p. 50 s., testo e nt. 9; N. LINCIANO, A. MACCHIATI, (nt. 1), p. 17 ss., 55 ss., 156 ss.; P.L. CARBONE, (nt. 1), p. 84 ss., 105 s., 210 ss., testo e note, 228 ss., 296 ss.; G.L. CARRIERO, *Informazione, mercato* (nt. 1), p. 127 s., 218 ss.; R. PARDOLESI, C. MOTTI, «*L'idea è mia!»: lusinghe e misfatti dell'economics of information*, in *Dir. inform.*, 1990, p. 345 ss., spec. 348 s.; A. BARTALENA, *L'abuso*, (nt. 1), p. 15 ss. Cui *adde* lo spunto critico di R. COSTI, *Gli interessi tutelati*, in *Il dovere di riservatezza*, (nt. 1), p. 379. Il dibattito è viceversa acceso negli USA, ove tra tanti, anche per gli opportuni riferimenti, si ricorda S.M. BAINBRIDGE, (nt. 15), p. 91 ss., sintetizzando idee già esposte più diffusamente altrove; ID., *Insider trading*, in *Encyclopedia of Law and Economics*, eds. B. Bouckaert, G. De Geest, Cheltenham-Northampton, 2000, p. 791 ss., leggibile su <http://encyclo.findlaw.com>; J.C. COFFEE JR., *Introduction: mapping the future of insider trading law: of boundaries, gaps and strategies*, in *Col. Bus. L. Rev.*, 2013, No. 2, p. 299 ss., in cui l'autore tenta un suggestivo innesto della dottrina di *common law* della *lost property* sulle informazioni privilegiate, derivandone in primo luogo che l'estraneo che ne viene a conoscenza avrebbe l'obbligo di astenersi dalle negoziazioni e di non dar luogo ad ulteriori episodi di *tipping* o *tuyantage*, e, in second luogo, che l'estraneo, ove violasse tali divieti, sarebbe vincolato da un *constructive* (o *implied*) *trust* a restituire i profitti ottenuti al titolare, individuato nell'emittente; Z. GOSHEN, G. PARCHOMOVSKY, *On insider trading, markets, and "negative" property rights in information*, in *V.A. L. Rev.*, 2001, Vol. 87, No. 7, p. 1233 ss., 1266 ss.; J.R. MACEY, *From fairness to contract: the new direction of the rules against insider trading*, in *Hofstra L. Rev.*, 1984, Vol. 13, No. 1, p. 24 ss., 30 ss.; ID., G.P. MILLER, *Good finance, bad economics: an analysis of the fraud-on-the-market theory*, in *Stan. L. Rev.*, 1990, Vol. 42, No. 4, p. 1063 ss.; F.H. EASTERBROOK, *Insider trading, secret agents, evidentiary privileges, and the product of information*, in *Sup. Court R.*, 1981, p. 309 ss. Contraria all'opzione interpretativa incentrata sull'individuazione di un diritto di proprietà sull'informazione è R.S. KARMEI, *Outsider trading on confidential information - a breach in-search of a duty*, in *Cardozo L. Rev.*, Vol. 20, No. 1, p. 112 s.; EAD., *The relationship between mandatory disclosure and prohibitions against insider trading: why a property rights theory of inside information is untenable*, in *Brooklyn L. Rev.*, 1993, Vol. 59, No. 1, p. 168 ss.

le acute argomentazioni svolte sul punto si rivelano maggiormente utili a discernere e giustificare la liceità delle condotte di tutti coloro (tra cui le agenzie di *rating*, i consulenti ed i giornalisti finanziari⁸⁵...) che sostengono un costo per reperire o anche per elaborare dati (artt. 20 e 21 MAR) e poi si servano dell'informazione così "raffinata" per cederla, oppure per compiere o raccomandare operazioni basate su di essa⁸⁶, anziché a fornire uno spunto decisivo con riguardo a qualsiasi altro soggetto che si limiti a decidere di compiere certi atti o serie di atti.

Piuttosto, pare il caso di sottolineare - come anche altri hanno fatto⁸⁷ - che della nozione di "informazione privilegiata" continua a restare in ombra proprio il fulcro intorno a cui ruota sia la disciplina dell'informazione continua, che quella repressiva degli abusi di mercato, ossia il concetto stesso d'informazione, che nel tempo è stato sempre più arricchito con esiti discutibili di connotazioni e qualifiche, ma non è stato mai esplicitato.

Dell'informazione in sé, quindi, in mancanza di qualsiasi definizione normativa, non sembra potersi rilevare uno scollamento rispetto alla sua accezione ordinaria: essa, in altri termini non può che consistere nel dato che interseca ed incrementa *ab externo* il patrimonio cognitivo di un soggetto⁸⁸. È vero che tale "alienità" non è più letteralmente desumibile da

⁸⁵ Per un'analisi concernente l'attività di questi soggetti alla luce dell'art. 114, comma 8, t.u.f. e delle relative norme attuative, si vedano F. ANNUNZIATA, *Abusi di mercato*, (nt. 31), p. 53 ss.; ID., *Commento all'art. 114 t.u.f.*, (nt. 31), p. 1518 s.; E. PEDERZINI, *Commento all'art. 114 t.u.f.*, (nt. 1), p. 990 ss..

⁸⁶ Al riguardo si segnala la distinzione tra *corporate information* e *analytical information* di matrice dottrinarie statunitense e riproposta da P.L. CARBONE, (nt. 1), p. 232 ss., 243 ss., secondo cui solo la seconda categoria di informazioni è liberamente appropriabile e disponibile per la società che ha come oggetto della propria attività d'impresa proprio l'analisi di dati finanziari, mentre la prima categoria (limitatamente alle informazioni designate come *material* dall'autore: ossia quelle notizie "sulle strategie, sulla vita, sulla produzione dei beni") non costituirebbe un "prodotto finito dell'attività d'impresa" e, essendo naturalmente destinata alla diffusione sul mercato, non potrebbe essere liberamente disponibile per l'impresa interessata. Cfr. anche le diverse impostazioni di FR. MUCCIARELLI, *Speculazione*, (nt. 1), p. 113 ss.; G.L. CARRIERO, *Informazione, mercato*, (nt. 1), p. 218 ss.; L. DI BRINA, *Il divieto di insider trading*, in *Il dovere di riservatezza*, (nt. 1), p. 433 ss.; S. SEMINARA, *Insider trading*, (nt. 1), p. 178 ss., spec. 181 ss..

⁸⁷ Cfr. FR. MUCCIARELLI, *Commento all'art. 184 t.u.f.*, (nt. 1), p. 2325 ss.; F. SGUBBI, A.F. TRIPODI, (nt. 1), p. 22 ss.; ID., D. FONDAROLI, (nt. 1), p. 52 ss.; V. NAPOLEONI, voce *Insider trading*, (nt. 1), p. 583, anche se con accenti critici; A.F. TRIPODI, (nt. 1), p. 2531, 2538 ss.; L. DI BRINA, (nt. 85), p. 430 ss., 442 ss..

⁸⁸ Non pare quindi che le correnti di pensiero per cui l'informazione va identificata in una "trasmissione intersoggettiva" (L. DI BRINA, (nt. 85), p. 430, ripreso anche da E. AMATI, *Abusi di mercato*, (nt. 1), p. 119 s.) o che identificano il suo aspetto rilevante nell'estraneità del dato al patrimonio conoscitivo del percettore (FR. MUCCIARELLI, *Commento all'art. 184 t.u.f.*, (nt. 1), p. 2326) siano alternative ed inconciliabili: entrambe sembrano piuttosto frutto dell'osservazione da diversi punti di vista del medesimo fenomeno e si crede che possano essere utilmente iscritte nella definizione che si è suggerito nel testo. Diversamente, A.F. TRIPODI, *Informazioni*, (nt. 1), p. 328 ss.; ID., *Commento agli artt. 180 - 187-quaterdecies t.u.f.*, (nt. 1), p. 2540 s., il quale, rielaborando alcune riflessioni di S. SEMINARA (*Insider trading e gruppi di società*, in *Riv. pen.*, 1998, p. 546, in cui si sostiene che la società che abbia maturato un proposito operativo possa incontrare dei limiti nella sua messa in atto, in quanto ove tale intenzione debba essere oggetto di comunicazione alla CONSOB, essa, per così dire, si "oggettivizza" acquisendo la natura di informazione, in ragione della sua alterità rispetto alla sua fonte originaria, e fa così insorgere temporaneamente in capo alla società i divieti operativi previsti; ID., *Disclose or abstain*, (nt. 1), p. 348 s., nt. 33) e con l'apprezzabile intento di salvaguardare il principio di materialità giunge tuttavia ad esiti che non pare di poter condividere: "Quando il dato interno si «oggettiva» in virtù di un processo di «esternazione»,

alcun testo normativo vigente⁸⁹ è stato espunto, ma ciò non impedisce di dedurre la rilevanza da molteplici altri indici logici, testuali e sistematici.

Sul primo versante, senza potersi dare spazio ad una divagazione filosofica al riguardo, affermare che ciò che una persona intende fare rappresenti per essa un'informazione equivarrebbe a scindere artificiosamente sul piano giuridico il momento volitivo da quello puramente conoscitivo in una rincorsa degna d'un paradosso eleatico, secondo una logica simile a quella cui si accederebbe accogliendo le conclusioni di CGUE, 28 giugno 2012, C-19/11, sulle fattispecie a formazione progressiva.

Un'autonoma determinazione interna di acquisto o di vendita di strumenti finanziari, anche se derivante dalle superiori capacità di analisi del suo ideatore, non costituisce, però, in capo a lui una posizione di vantaggio informativo che egli possa sfruttare indebitamente, né di per sé gli assicura di operare senza correre rischi sul mercato. Non solo, il coerente sviluppo dell'assunto che vorrebbe in tal modo completamente ed acriticamente compenetrare volontà ed informazione ai fini della disciplina punitiva - e che purtroppo è adombrato nel MAR - può condurre a delle aporie nella misura in cui nessuno potrebbe più eseguire (o far eseguire) alcuna operazione frutto di una propria decisione(/informazione privilegiata), nota (ovviamente) a soltanto a se stesso; non solo da diverso punto di vista, la logica presuntiva introdotta con il MAR ciò potrebbe insidiosamente implicare l'obbligatorietà dell'intervento sanzionatorio per ogni operazione che generasse un sensibile scostamento nei corsi di un certo titolo: la mera realizzazione della condotta farebbe sempre presumere l'esistenza di una decisione/informazione a monte⁹⁰, in maniera ancor più ampia ed indiscriminata di

realizzato attraverso l'atto comunicativo, può considerarsi «*finzionisticamente*» soddisfatto il requisito della diversità tra la fonte dell'informazione ed il soggetto che la utilizza, in quanto costui, una volta comunicata ad altri la notizia prodotta, utilizzerà la medesima come qualsiasi altro dato conoscitivo esterno rispetto a sé" (corsivo aggiunto). In particolare, si crede che esso sia viziato dall'esempio prescelto per la sua dimostrazione, ovvero quello di un amministratore apprezzato dal mercato che decide di dimettersi e vende i propri titoli prima di comunicare la propria volontà alla società d'appartenenza allo scopo di evitare il ribasso delle quotazioni. Se tuttavia egli rende note ad un collega la sua intenzione di dimettersi, l'informazione privilegiata ed il relativo apparato di divieti e sanzioni si possono profilare, casomai, per quest'ultimo, né si coglie perché al primo dovrebbe "di rimbalzo" risultare inibita la vendita delle proprie azioni, a meno che, come si vedrà (*infra, sub par. 5*), tale complessiva operazione non costituisca il momento preparatorio o esecutivo di una più articolata attività delittuosa.

⁸⁹ Il riferimento all'ottenimento dell'informazione era presente nell'abrogato art. 2, comma 1, l. 157/1991 ed in proposito rilevava F. GALGANO, (nt. 1), p. 639, che "ciò che si «ottiene» è quanto in precedenza non si ha, cioè la conoscenza di eventi o propositi altrui". Per un commento sull'irrelevanza dell'eliminazione nella norma vigente del participio "ottenuta", presente nell'art. 2, comma 1, l. 157/1991, v. F. SGUBBI, A.F. TRIPODI, (nt. 1), p. 23 s.; A.F. TRIPODI, *Commento agli artt. 180 - 187-quaterdecies l.u.f.*, (nt. 1), p. 2540.

⁹⁰ Quanto detto vale, si ribadisce, solo per quanto riguarda le persone fisiche, presentandosi invece problemi di natura evidentemente diversa se il discorso viene svolto in relazione a soggetti giuridici. In merito a questi ultimi, come noto, il procedimento formativo della volontà dell'ente si può scomporre in una sequenza complessa e variamente articolata di fasi prodromiche e preparatorie più o meno formalizzate e di deliberazioni conseguentemente assunte da organi con competenze e poteri eterogenei, ma sul punto si rinvia a quanto esposto *supra, sub par. 2*. Inoltre, l'acquisizione e l'imputazione della conoscenza al loro interno sono situazioni che presentano aspetti problematici non risolvibili ricorrendo all'analogia con i principi concernenti le persone fisiche (sul punto si rinvia all'ampio studio di M. CAMPOBASSO, *L'imputazione di conoscenza nelle società*, Milano, 2002,

quanto temuto da alcuni studiosi all'indomani della prima apparizione normativa nel nostro ordinamento dell'*insider trading*⁹¹ e senza che sia affatto agevole fornire prova contraria.

Simili conclusioni appaiono tuttavia da respingere, poiché in primo luogo obliterano il preciso e persistente riferimento funzionale alla "ragione" di apprendimento delle notizie da parte dell'*insider* (art. 8, par. 4, MAR, ma di questo si dirà più oltre) e, poi, risentono di un vizio di fondo legato all'interferenza dei modelli interpretativi sperimentati, da un lato, nell'ambito degli obblighi di comunicazione al pubblico, e, dall'altro, nell'ambito dell'*insider trading*. In particolare, stante la già ricordata parziale sovrapposibilità al vertice tra le due discipline, le tendenze espansive che si registrano rispetto al complesso degli obblighi informativi degli emittenti offuscano, anche se forse in modo non del tutto consapevole, pure il dibattito intorno all'abuso di informazioni privilegiate, dove invece è necessario che l'interpretazione sia orientata da particolari rigore e prudenza, nel rispetto del principio di legalità ed allo scopo di scongiurare ingiustificate dilatazioni dell'intervento punitivo⁹².

p. 127 ss., 312 ss., 377 ss., nonché a 24 ss., 100 ss., per alcune considerazioni critiche sui *chinese walls*; cui *adde*, E. MACRÌ, (nt. 15), p. 34 ss., 83 s.; A. ZOPPINI, *Imputazione dell'illecito penale e «responsabilità amministrativa» nella teoria della persona giuridica*, in *Riv. soc.*, 2005, p. 1314 ss., spec. 1321 ss.; differentemente, G. MEO, (nt. 1), p. 307 s.). Si avverte comunque che ai quesiti che qui ci si limita a porre si potrà dare una risposta solo attraverso gli argomenti che si presenteranno più oltre nel testo in corrispondenza della nt. 89 e nel par. 5.

⁹¹ Timori espressi con particolare incisività da E. MUSCO, (nt. 1), p. 336, che rispetto agli *insiders* societari rappresentava il concreto rischio di "scivolare verso un reato «di autore», legato semplicemente all'effettuazione di un'operazione borsistica da parte di determinati soggetti".

⁹² Cosa che invece non è avvenuta nella vicenda di cui si è occupata App. Bologna, 29 ottobre 2013, nella cui trama argomentativa emerge una certa superficialità nel restringere i casi di utilizzazione lecita di informazioni privilegiate ai *safe harbour* a quelli espressamente previsti (e per smentire questa conclusione basterebbe confrontarla con il considerando 12 MAR, in cui si legge che "la negoziazione di azioni proprie nell'ambito di programmi di riacquisto di azioni proprie e la stabilizzazione di uno strumento finanziario che non beneficerebbero delle esenzioni a norma del presente regolamento non dovrebbero essere considerate abusi di mercato"). Completamente destituita di fondamento ed ampiamente controvertibile appare, poi, la distinzione - suggerita dalla difesa della CONSOB ed accolta nel ragionamento della corte - tra rastrellamenti *ante* OPA finalizzata a conseguire il controllo di una società e rastrellamenti *ante* OPA volta al suo *delisting*, in quanto la seconda non sarebbe "funzionale all'efficienza ed alla trasparenza del mercato societario" nella misura in cui "il gruppo di controllo della società non si pone su un piano di parità rispetto ai terzi ed è in possesso di un'informazione di cui si può avvalere sul mercato a proprio vantaggio". Oltre all'assoluta mancanza di indici normativi su cui fondare una simile distinzione, l'asserzione per cui solo le operazioni che non provochino la fuoriuscita dal mercato finanziario sono funzionali alla sua efficienza e trasparenza rappresenta una sorprendente lettura a senso unico del principio di cui all'art. 91 t.u.f., che, a volerne estremizzare la portata, renderebbe le società ed i loro soci di riferimento prigionieri del mercato stesso. Con tutt'altro equilibrio, invece, TAR Lazio, sez. Roma, 10 luglio 2012, n. 6257, , aveva osservato che non è comprensibile "il significato della distinzione, proposta dalle difese CONSOB, tra rastrellamenti ammessi - finalizzati ad acquisire il controllo della società - e vietati, cui sarebbe riconducibile quello in esame". Le prospettazioni cui fa cenno il giudice amministrativo, peraltro, non sembrano neppure collimare con i convincimenti in passato espressi da una componente del collegio difensivo della CONSOB, la quale, pur propugnando una lettura restrittiva del considerando 30 MAD, riteneva che dovessero iscriversi nel principio da esso espresso proprio il "rastrellamento di titoli effettuato per il lancio di un'OPA, ovvero una rilevante operazione su strumenti finanziari che sia di per sé idonea ad incidere sensibilmente sul prezzo degli stessi titoli" (così, M.L. ERMETES, (nt. 1), p. 987).

Gli ultimi riferimenti impongono di allargare nuovamente gli orizzonti a considerare gli spunti desumibili dai testi normativi, da cui si può facilmente evincere che l'intero *corpus* disciplinare europeo ed italiano in materia di *insider trading* presuppone l'acquisizione dell'informazione da una fonte esterna alla sfera volitivo-conoscitiva dell'agente.

Iniziando dalle fonti europee, non si può mancare di ribadire che da più parti è stata enfatizzata l'importanza dei considerando che si sono accompagnati a tutte le fonti europee della materia, spesso evidenziandone non solo il ruolo ausiliare all'interpretazione delle norme da esse introdotte, ma anche una forte valenza assiologica.

In un quadro di accresciuta incertezza definitoria e di vaghezza nell'individuazione del bene giuridico e degli interessi protetti, come già visto, il rischio di "straripamento" teleologico della disciplina sull'*insider trading* è stato chiaramente avvertito a livello sovranazionale e di ciò fornisce conferma il fatto che il considerando 30 della MAD ("poiché l'acquisizione o la cessione di strumenti finanziari implica necessariamente una *decisione preliminare* di acquisire o di cedere da parte della persona che procede ad una di queste operazioni, non si dovrebbe considerare che il fatto di effettuare questo acquisto o cessione costituisca di per sé un'utilizzazione di un'informazione privilegiata") sia stato così riadattato nel MAR: "Il semplice fatto che una persona utilizzi la propria *cognizione* di aver deciso di acquisire o cedere strumenti finanziari per l'acquisizione o la cessione di tali strumenti finanziari *non* costituisce di per sé utilizzo di informazioni privilegiate" (art. 9, par. 5, MAR). La norma, di cui si è già rilevata l'impropria formulazione finalizzata ad esonerare l'agente da una presunzione relativa di utilizzazione dell'informazione, è però tutt'altro che irrilevante in un quadro in cui la portata dei divieti operativi per l'*insider* rischia di essere indiscriminatamente onnicomprensiva: questa avvertenza serve a delineare taluni profili di (in)offensività dell'illecito ed a contenerne la potenziale propagazione entro i limiti del principio di proporzionalità.

Passando, quindi, all'ambito nazionale, è pure dato di reperire vari indizi che univocamente convergono nell'attribuire rilevanza alle modalità con cui si è avuto accesso all'informazione⁹³. In particolare, è orientamento unanime e pacifico quello secondo cui gli illeciti previsti dagli artt. 184 e 187-*bis*, comma 1, t.u.f. siano di natura propria, nonostante il testo di queste disposizioni sembri deporre nel senso che chiunque possa commetterli: invero, solo chi sia in possesso delle informazioni privilegiate "in ragione" di un rapporto qualificato con

⁹³ Anche il complesso di talune norme attinenti l'informazione societaria denota la speciale attenzione posta nell'identificazione dei soggetti che possono accedere alle informazioni privilegiate (attraverso la loro iscrizione in appositi registri tenuti dagli emittenti: considerando 58 ss. e art. 18 MAR, art. 115-*bis* t.u.f., artt. 152-*bis* - 152-*quinquies* reg. emittenti, com. CONSOB, 28 marzo 2006, n. DME/6027054, parte VI) e nell'evidenziazione delle operazioni che taluni di loro possono effettuare (c.d. *internal dealing*: art. 19 MAR, art. 114, comma 7, t.u.f., artt. 152-*sexies* - 152-*octies* reg. emittenti, com. CONSOB, 28 marzo 2006, n. DME/6027054, parte VII) al triplice e combinato scopo di rendere più visibili al mercato le loro scelte di investimento, dissuaderli dall'indebito sfruttamento delle informazioni che hanno acquisito, ed agevolare le indagini delle autorità competenti in merito alla commissione di abusi di mercato.

l'emittente (o con un altro *insider*) può porre in essere le condotte sanzionabili e conferma di ciò si può ritrarre anche sul piano della nuova normativa europea, che presenta un elenco di soggetti tipici (art. 8, par. 4, MAR), completato poi da una clausola di chiusura, la quale comunque denota il contatto tra l'*insider* secondario ed il primario (art. 8, par. 4, MAR). Analoga conclusione si può altresì ricavare dalla disciplina dei sondaggi (11, par. 1, MAR), e, *a contrario*, da quella sulla comunicazione illecita di informazioni privilegiate (art. 10 MAR), laddove l'anomalia del travaso informativo rispetto all'ordinaria modalità di svolgimento del rapporto, la mancanza di obblighi di riservatezza e la consapevolezza (anche solo potenziale) della natura privilegiata delle informazioni costituiscono già i presupposti minimi per la realizzazione di una loro circolazione illecita dall'*insider* primario al secondario.

Questo *legame funzionale* rappresenta l'indispensabile antecedente logico-causale che fa oltrepassare la soglia dell'illiceità a comportamenti altrimenti consentiti, fornendo all'interprete il più solido aggancio circa la necessaria provenienza esterna delle informazioni⁹⁴: solo per effetto dell'esistenza e dell'attuazione del rapporto (organico, societario, lavorativo, professionale...) con l'emittente l'informazione giunge al soggetto ed incide sul suo processo decisionale. Come detto, è questa contiguità a definire la posizione di potenziale privilegio⁹⁵, che diviene a sua volta attuale nel momento della trasmissione del dato cognitivo⁹⁶, e pertanto la fortuità del contatto con la fonte dell'informazione non espone l'informato ad alcun divieto o sanzione.

Ciononostante, se ci si fermasse a questa constatazione, il *market egalitarianism* in tutte le sue varie declinazioni si potrebbe facilmente riaffacciare nel percorso interpretativo, inquinandone gli esiti ed esponendolo in special modo al rischio di *overinclusion*⁹⁷: certe condotte (peraltro del tutto inoffensive) potrebbero essere sanzionate solo perché attuate da chi sapeva

⁹⁴ Cfr. le concordi opinioni di FR. MUCCIARELLI, *Commento all'art. 184 t.u.f.*, (nt. 1), p. 2349 ss.; F. SGUBBI, A.F. TRIPODI, (nt. 1), p. 4 ss.; IID., D. FONDAROLI, (nt. 1), p. 36 ss., 55 ss.

⁹⁵ Non a caso FR. MUCCIARELLI, *Speculazione*, (nt. 1), p. 65, parla di "rapporto «privilegiato»", riferendo questo attributo all'elemento della fattispecie che più direttamente d'ogni altro rappresenta il presupposto genetico della posizione di vantaggio informativo.

⁹⁶ Vale la pena precisare che la ricorrenza del presupposto oggettivo del rapporto qualificato con l'emittente ricorre altresì nella norma dell'art. 187-bis t.u.f., con cui è stato introdotto l'illecito amministrativo di abuso di informazioni privilegiate. Inoltre, per quanto riguarda le condotte poste in essere dai c.d. *secondary insiders* ed oggi sanzionate dall'art. 187-bis, comma 4, t.u.f., si concorda con l'autorevole opinione secondo cui, nonostante la disposizione si concentri sull'individuazione dello stato soggettivo dell'agente e non menzioni le modalità d'acquisizione dell'informazione, queste ultime non siano del tutto indifferenti, poiché "essere a conoscenza del carattere privilegiato di una parte dell'informazione implica la diretta conoscenza dell'origine dell'informazione o quantomeno la consapevolezza della provenienza di quella informazione da un *insider*" (il virgolettato appartiene a G. FERRARINI, (nt. 1), p. 56; cui *adde* S. GILOTTA, *L'insider trading "secondario"* (nota a App. Milano, 13 novembre 2013), (nt. 22), p. 535 s.). Ma in senso contrario, v. App. Milano, 13 novembre 2013,

⁹⁷ Rischio già avvertito in tempi non recentissimi anche dalla sensibilità di studiosi facenti entrambi capo all'epoca alla CONSOB: N. LINCIANO, A. MACCHIATI, (nt. 1), p. 32 s., i quali anzi avvertivano che "l'ambiguità degli effetti dell'*insider trading* dovrebbe scoraggiare la ricerca di soluzioni del tipo «o tutto o niente», ossia di soluzioni basate o su un'inibizione totale ovvero sull'assenza di divieti; il controllo invece dovrebbe essere parziale, ossia strutturato in maniera tale da permettere un «modesto» utilizzo di informazioni riservate".

di più. In proposito, è ormai incontestato che l'abuso non si concretizza nel momento acquisitivo della notizia, il quale anzi può essere in sé perfettamente lecito, se non addirittura doveroso, bensì nell'impiego che l'"iniziato" ne fa⁹⁸. Bisogna allora mettere a fuoco quest'ultimo aspetto ed apportare una specificazione importante, il cui pregio è stato talvolta intuito dalla dottrina più accorta nel momento in cui qualificava come "indebito" lo sfruttamento dell'informazione privilegiata, restando però latente il parametro rispetto al quale valutare la ricorrenza di tale connotazione. In questo senso, sembra di poter affermare che l'abuso dell'informazione privilegiata è "funzionale"⁹⁹ ed il suo sfruttamento "indebito" in quanto l'*insider*, una volta conseguita la notizia, la piega ad interessi alieni (propri o altrui) tradendone l'originaria finalità (o "funzione d'uso", mutuando l'espressione dal linguaggio aziendalistico)¹⁰⁰ e

⁹⁸ L'inquadramento in tal senso risale già a FR. MUCCIARELLI, *Speculazione*, (nt. 1), p. 162 ss.

⁹⁹ Molti autori pongono l'accento su tale qualificazione della fattispecie oggi descritta parallelamente (anche se non simmetricamente) dagli artt. 184 e 187-bis t.u.f.: FR. MUCCIARELLI, *Commento all'art. 184 t.u.f.*, (nt. 1), p. 2357 s., e 2360 s., che opportunamente sottolinea la notevole anticipazione dell'intervento della sanzione penale che si realizza nelle condotte di *tipping* e di *tuyantage*, alla cui base vi sarebbe una "esigenza di ridurre il novero dei soggetti in condizione di privilegio informativo" (su quest'ultimo punto, cfr. M.L. ERMETES, (nt. 1), p. 985, 987); ID., *Speculazione*, (nt. 1), p. 62 ss., 134 s., ove comunque è svalutato il momento dell'abuso funzionale riprendendo l'opinione di C. Pedrazzi; V. NAPOLEONI, voce *Insider trading*, (nt. 1), p. 596; A.F. TRIPODI, *Informazioni*, (nt. 1), p. 186 ss., spec. 194, 200; ID., *Commento agli artt. 180 - 187-quaterdecies t.u.f.*, (nt. 1), p. 2518, 2526 ss., il quale fungibilmente parla di "sfruttamento indebito del vantaggio conoscitivo" e di "ingiustificato approfittamento di una posizione di privilegio informativo"; F. SGRUBBI, A.F. TRIPODI, (nt. 1), p. 4, 7, in cui si trova inoltre questa rilevante sottolineatura: "Il mercato è tutelato da qualsivoglia condotta di sfruttamento di vantaggio informativo privo di merito, ma la reazione sanzionatoria si diversifica a seconda della «significatività» del fenomeno lesivo"; IID., D. FONDAROLI, (nt. 1), p. 7; E. PEDERZINI, *Commento all'art. 181 t.u.f.*, (nt. 1), p. 1025; A. BARTALENA, voce *Insider trading*, in *Dig. disc. priv., sez. comm., agg. **, (nt. 1), p. 408 ss.; ID., *Commento agli artt. 180-187 t.u.f.*, (nt. 1), p. 1988 ss.; ID., *Insider trading*, in *Trattato Colombo-Portale*, (nt. 1), p. 220 s., 233, 317; ID., *L'abuso*, (nt. 1), p. 12 ss., 92 ss.; S. SEMINARA, *Il reato di insider trading*, (nt. 5), p. 328; ID., *Insider trading*, (nt. 1), p. 141 ss., 152 ss., 170 ss., 315 ss.; M. RIGOTTI, (nt. 1), p. 1354, 1365 s.; G.L. CARRIERO, *Informazione, mercato*, (nt. 1), p. 6 s.; A. BARTULLI, voce *Insider trading*, (nt. 1), p. 112, 117; ID., *Profili penali*, (nt. 1), p. 999.

¹⁰⁰ Fermo restando che l'accertamento non può che essere condotto su base casistica, qualche esempio può essere illuminante: il dirigente di una società bancaria che conosca le condizioni economico-finanziarie di una società quotata con cui sussiste un'apertura di credito "in sofferenza" può utilizzare tale informazione soltanto per concorrere all'assunzione delle opportune decisioni al riguardo del rapporto e non per speculare sull'andamento dei titoli di quella società; l'amministratore delegato di una società che sia al corrente dell'imminente soccombenza in un giudizio che ha ad oggetto un ingente risarcimento danni non può realizzare operazioni finalizzate a lucrare dal previsto ribasso, ma deve adoperarsi per attenuare le conseguenze negative (interne e di mercato) dell'atteso depauperamento patrimoniale; il socio che abbia avuto accesso a notizie sul prossimo lancio di un'OPA da parte della società cui appartiene nei confronti di un'emittente quotata non può rastrellare azioni della società "bersaglio" per approfittare personalmente del prevedibile rialzo delle quotazioni, ma potrà soltanto beneficiare degli effetti dell'acquisizione una volta ultimata (come visto nel caso dell'art. 9, par. 4, MAR). Ciò che si vuole evidenziare è che nei casi qui proposti il comune denominatore dei comportamenti proibiti è l'inconciliabilità dei moventi personali (come rispecchiati dalle azioni compiute) rispetto al bisogno o interesse dell'ente che l'informazione privilegiata è volta a soddisfare. Cfr. E. AMATI, *Commento all'art. 184 t.u.f.*, (nt. 60), p. 1050, che esclude dall'ambito di applicabilità delle previsioni sull'*insider trading* "coloro che posseggono l'informazione sulla società in forza della stessa gestione societaria e che utilizzano la notizia in vista dell'utilità dell'organismo medesimo"; S. GILOTTA, *L'insider trading "secondario"*, (nt. 95), p. 535, il quale osserva incidentalmente che per l'*insider* l'informazione "non rappresenta il frutto di un investimento a ciò finalizzato, ma il *byproduct* di un'attività avente tutt'altre finalità" (ultimo corsivo aggiunto).

se ne serve al riparo da rischi per estrarre un profitto parassitario nel lasso di tempo che intercorre fino alla sua avvenuta disseminazione nel mercato.

Che questo profitto sia poi ottenuto o meno ad oggi non rileva ai fini dell'irrogazione di condanne penali a carico dell'*insider*¹⁰¹ (ma con il recepimento della MAD 2 presumibilmente lo sarà), poiché la repressione s'incentra sull'utilizzazione egoistica di informazioni conseguite esclusivamente in virtù del rapporto (diretto o indiretto) più volte ricordato e non grazie a migliori abilità analitico/predittive o in virtù dell'esecuzione di un programma d'investimento di cui si sostengono tutti gli oneri ed i rischi.

Quanto detto, peraltro, non comporta che anche sotto la futura vigenza di MAR e MAD 2 la radice del divieto di abuso di informazioni privilegiate, potrà (o dovrà) essere riconosciuta nell'inosservanza di un preesistente *fiduciary duty* o, più in generale, di un dovere di correttezza, il quale può variamente gravare su certi soggetti in relazione all'attività svolta o all'ufficio o funzione ricoperti, ma non può certo investire tutti i potenziali "iniziati", né ogni loro possibile scelta di investimento o comportamento comunicativo; tantomeno si vuole sostenere che sia la difformità dell'operato del singolo rispetto ad un vago e sovraordinato interesse sociale¹⁰² a spiegarne l'illiceità, bensì soltanto e più limitatamente che essa debba essere constatata caso per caso sulla scorta della divergenza tra funzione d'uso dell'informazione (da identificarsi in base al contesto operativo in cui si cala ed al suo grado di precisione¹⁰³) e la concreta destinazione che ad essa è impressa per effetto delle azioni che l'*insider* compie sulla sua scorta.

Tracce dell'"interversione" del possesso dell'informazione realizzata dall'*insider* si possono ravvisare sul piano normativo nell'art. 8, par. 1, MAR, nell'art. 3, par. 2, MAD 2 e nell'art. 184, comma 1, t.u.f., laddove, ad esempio, si evidenzia che egli pone in essere sul mercato operazioni "per conto proprio o per conto di terzi" e quindi incongruenti con gli interessi sottesi alla comunicazione della notizia; lo stesso vale con riguardo l'incidenza causale dell'*insider* sulle scelte d'investimento altrui: indurre o comunque raccomandare ad altri a

¹⁰¹ Più precisamente, il conseguimento di un profitto non è un elemento della fattispecie incriminata, ma può essere apprezzato dal giudice *ex art.* 184, comma 3, t.u.f. in vista di un inasprimento della condanna di carattere pecuniario. Su tale aspetto è particolarmente incisiva la riflessione, oggi ancor più attuale, di A. ALESSANDRI, *Attività*, (nt. 60), p. 11 s., il quale in proposito afferma che "la pena pecuniaria modulata in questi termini rischia, però, di incarnare o simboleggiare forti desideri di punizioni esemplari, dal momento che si corre il pericolo di perdere di vista che la dimensione economica, in certi casi, è del tutto casuale e sovente non apprezzabilmente *expressiva* del disvalore del fatto e, in esso, della colpevolezza. Collegare, ad esempio, la pena pecuniaria all'entità del profitto, significa dimensionare la risposta punitiva su un carattere nient'affatto necessario, ma soprattutto accidentale: l'operazione può arrecare profitti o perdite, modesti o ingenti, per dinamiche del tutto estranee al reo. Non solo per fortuna o sfortuna, o per effetto delle reazioni del mercato: soprattutto per il gioco di entità che appartengono all'*impresa*, non al dominio del reo".

¹⁰² Segnalava opportunamente l'inconsistenza di una simile impostazione CARRIERO, *Informazione, mercato*, (nt. 1), p. 127 ss.

¹⁰³ Preferibilmente identificati nel modo più oggettivo possibile.

fare ciò che personalmente non è consentito presenta la stessa carica di disvalore di una diretta esecuzione delle operazioni.

Meno evidente è ad una prima lettura il significato da attribuire all'“anormalità” della comunicazione della notizia (*tipping*) rispetto all'esercizio del lavoro, della professione, della funzione o dell'ufficio a causa del quale la si è appresa; se però, come sembra condivisibile, non è tanto alle mansioni, agli obblighi, ai poteri e ad ogni altra caratteristica astrattamente tipica di tali rapporti che si deve guardare, bensì anche qui ad un profilo funzionale, allora emerge che in questo caso, come segnalato da autorevole dottrina, deve concludersi per la liceità dell'“utilizzo delle informazioni quando tale impiego sia *coerente* con la ragione per la quale la comunicazione dell'informazione è stata legittimamente effettuata: l'uso dell'informazione privilegiata [...] non costituisce violazione dei divieti degli artt. 184, 1° co., o 187-*bis* t.u.f., limitatamente ai casi nei quali l'utilizzazione della conoscenza privilegiata sia *funzionale* al compimento di operazioni (qualunque ne sia la tipologia) *strumentali alla realizzazione di esigenze dell'emittente (o del soggetto che ne ha il controllo)*” (corsivi aggiunti)¹⁰⁴.

Il principio che è così parso di poter enucleare, naturalmente, dev'essere considerato nell'ottica della destinazione dell'informazione privilegiata ad essere utilizzata nel mercato finanziario¹⁰⁵: la consistenza e l'istantaneità dei profitti - nonché la magnitudo degli eventuali pregiudizi a terzi ignari - che si possono ingiustamente¹⁰⁶ ricavare in tale ambiente operando in condizioni di ridotta o nulla esposizione al rischio grazie alle informazioni privilegiate ottenute possono rappresentare l'elemento chiave idoneo a soddisfare il principio di sussidiarietà, ed a giustificare così l'intervento sanzionatorio lì (ed esclusivamente lì) dove ogni altro rimedio civilistico preventivo o successivo risultava inidoneo a tutelare adeguatamente il risparmio (artt. 47 e 117, comma 2, lett. e), Cost.).

Tale criterio fornisce inoltre un'utile chiave di lettura del diverso e meno intenso disvalore dell'*insider* secondario che traspare oggi dal suo trattamento sanzionatorio: rispetto a quest'ultimo, infatti, manca la stabile prossimità che lega l'*insider* primario alla fonte dell'informazione privilegiata ed è perciò meno percepibile (se non del tutto ignoto) quale fosse l'originaria funzione d'uso della conoscenza ottenuta, cosicché l'uso “eterodosso” che ne può fare il *tippe* o il *tuyantee* risulta meritevole di una sanzione differente e ridotta rispetto a quello

¹⁰⁴ Questa è l'opinione di FR. MUCCIARELLI, *Commento all'art. 184 t.u.f.*, (nt. 1), p. 2365, espressa all'esito di un ragionato confronto tra vari possibili scenari ricompresi nelle norme citate per evidenziarne il tratto comune. Cfr. anche V. NAPOLEONI, voce *Insider trading*, (nt. 1), p. 598 s.; A.F. TRIPODI *Commento agli artt. 180 - 187-*quaterdecies* t.u.f.*, (nt. 1), p. 2542.

¹⁰⁵ Ciò testimonia la graduale ibridazione normativa delle finalità societarie ed imprenditoriali con gli interessi speculativi tipici dei mercati finanziari presagita da ANGELICI, (nt. 31), p. 265.

¹⁰⁶ O, se si preferisce, immeritadamente, scontando tuttavia quest'ultima connotazione uno sbilanciamento verso componenti valutative di carattere etico, che si possono comunque scongiurare adoperando il genere di verifica proposto.

dell'“iniziato”¹⁰⁷. Anche per questo si crede che l'art. 187-*bis*, comma 4, t.u.f. menzioni la conoscenza o la conoscibilità in base all'ordinaria diligenza della natura privilegiata dell'informazione quali stati soggettivi rilevanti per l'applicabilità della sanzione amministrativa pecuniaria: mentre per gli *insiders* primari si può dire che il contatto istituzionale con le informazioni esclude in *re ipsa* l'ignoranza circa la loro natura (ed il loro scopo), per gli altri soggetti è necessario indagare le circostanze dell'apprendimento. Ed in fondo il fine di questo accertamento altro non è se non quello di verificare che il *tippee* o il *tuyantee* usando l'ordinaria diligenza avrebbero potuto almeno accorgersi della provenienza dell'informazione privilegiata da un *insider*, il che, muovendosi nell'ordine di idee qui accolto, implica la loro colpevole ignoranza in merito all'avvenuto distacco dell'informazione dalla sua iniziale funzione d'uso, quale che essa fosse stata. Quest'equilibrio, tuttavia, è destinato ad essere travolto dalla generalizzata omologazione sul piano sanzionatorio di *insider* primari e secondari per le condotte di *tippling* e *tuyantage* prevista dall'art. 4, par. 3, MAD 2, ed al riguardo non si può che auspicare che nel recepimento della direttiva si voglia ponderare sulla cornice editale da riservare a queste figure per far sì che, pur accomunate dalla sanzione penale agli *insider* primari, non siano a loro ingiustamente equiparate (come oggi questi ultimi lo sono sul piano della pena detentiva a chi si rende responsabile di manipolazioni di mercato).

5. ...ed il requisito della liceità dei propositi dell'*insider*.

Partendo dalla imprescindibile alterità dell'informazione privilegiata rispetto al patrimonio cognitivo dell'*insider* si è così creduto possibile scorgere un elemento in grado di gettare nuova luce sulla valutazione del profilo abusivo della condotta di costui: si tratta della conformità o meno dell'impiego dell'informazione rispetto alla sua funzione d'uso (già identificata con il bisogno o interesse altrui che lo sfruttamento dell'informazione privilegiata è strumentalmente diretto ad appagare).

Questa ricostruzione si consolida grazie alle conferme che si possono ancora una volta evincere dalla trama nazionale e sovranazionale delle fonti che governano la materia.

In primo luogo, l'art. 8, par. 5, MAR, ultimo di una catena di precetti analoghi, stabilisce che i divieti operativi sanciti nei paragrafi precedenti si applicano alle persone fisiche che prendono parte alla decisione di compiere un'operazione per conto di una persona giuridica. La scelta così effettuata nella direttiva non è priva di ripercussioni sull'ordinamento italiano, poiché il suo scopo è quello di circoscrivere la punibilità delle condotte di chi delibera di mettere in atto, esternandola, la volontà dell'organizzazione cui appartiene¹⁰⁸: solo chi non

¹⁰⁷ Manifesta un orientamento ovviamente contrario alla soluzione argomentata nel testo chi sostiene che la disciplina sugli abusi di mercato sia *market oriented*, concludendo pertanto che l'eventuale mancanza di un legame con la fonte dell'informazione sia irrilevante: MOLONEY, (nt. 15), p. 723 s..

¹⁰⁸ Sempre che essa sia lecita e legittima, naturalmente, poiché in caso contrario è doveroso per i componenti dell'organo competente rifiutarsi di darle seguito. Per altro verso, se decidessero ugualmente di eseguirla, allora essi resteranno personalmente responsabili per i danni arrecati al soggetto giuridico cui appartengono ed ai terzi

opera nell'interesse dell'ente, bensì coltiva il proprio tornaconto, va soggetto a sanzione¹⁰⁹. Proprio per la sua natura scriminante, questa previsione deve orientare l'interpretazione e l'applicazione delle pene previste nel nostro ordinamento in modo da tenere al riparo coloro che si inseriscono nella fase esecutiva del procedimento deliberativo societario in consonanza con la volontà dell'ente così come formata e manifestata secondo le prescrizioni legali e statutarie¹¹⁰.

A questa copertura, però, giustamente si sottraggono quegli usi dell'informazione privilegiata che, pur in sintonia con gli interessi dell'ente collettivo (ed anzi proprio in virtù di ciò o della realizzazione di un vantaggio), si traducono nella commissione di illeciti amministrativi ad esso ascrivibili - o "rimproverabili", per adoperare la terminologia della relazione ministeriale di accompagnamento al d.lgs. 231/2001 - per tramite dei soggetti in posizione apicale o sottoposti all'altrui direzione o vigilanza enumerati nell'art. 187-*quinquies*, comma 1, lett. a) e b), t.u.f.¹¹¹.

Analoghe considerazioni sono state già svolte in precedenza¹¹² per le fattispecie cui si riferiva il considerando 18 MAD, che ora corrisponde all'art. 9, par. 2, MAR. In questa sede ci si limita ad aggiungere che la mera esecuzione dell'ordine¹¹³ non può in alcun modo pre-

e potranno essere inoltre revocati dal loro incarico. In proposito, v. per tutti P. ABBADESSA, *La gestione dell'impresa nella società per azioni. Profili organizzativi*, Milano, 1975, p. 61 ss..

¹⁰⁹ Concordi sul punto sono le osservazioni di F. SGUBBI, A.F. TRIPOLI, (nt. 1), p. 24; E. AMATI, *Commento all'art. 184 t.u.f.*, (nt. 48), p. 1050. Peraltro, già in merito all'art. 2, par. 2, dir. 89/592/CEE P. CASELLA, *Alcune osservazioni in tema di «insider trading»*, in *Giur. comm.*, 1989, I, p. 842, si pronunciava a favore di "limitare il divieto di operare al caso in cui l'insider (comprendendo nel termine anche i *tippees*) operi nell'interesse proprio o di un terzo, ma escludendo ogni divieto nel caso in cui agisca nella sua veste organica, nell'interesse della società"; nello stesso senso anche C. PEDRAZZI, *Riflessioni*, (nt. 1), p. 1666, il quale puntualizza che "l'efficacia preclusiva della notizia di una deliberazione non ancora resa pubblica non si estende alla società interessata (meglio: *a chiunque operi per suo conto*)" (corsivo aggiunto).

¹¹⁰ Su altra scala e con altre finalità è comunque possibile individuare una fattispecie dalla logica affine a quella descritta nel testo leggendo la parte finale del considerando 13 MAR: "l'esenzione applicabile alla politica monetaria, dei cambi o di gestione del debito pubblico non dovrebbe estendersi ai casi in cui tali organismi pubblici effettuano operazioni, inoltrano ordini o tengono condotte *diversi* da quelli finalizzati a tali politiche o ai casi in cui *persone impiegate* da tali organismi effettuano operazioni, inoltrano ordini o tengono condotte *per conto proprio*". Lo stesso vale per l'ambito della politica climatica, per la PAC e per la PCP (considerando 20 e 21 MAR).

¹¹¹ Coerentemente con la logica che qui si segue, l'ente è viceversa esente dalla responsabilità amministrativa se riesce a fornire la prova della riferibilità delle operazioni ai soggetti nel cui interesse sono state svolte (arg. *ex art.* 9, par. 1, lett. a), MAR, e art. 187-*quinquies*, comma 3, t.u.f.): alla base dell'esonero da responsabilità vi è, cioè, ancora una volta lo sviamento di un'informazione dalle sue finalità per poter soddisfare interessi particolari e non imputabili all'ente nel suo insieme. Sulla responsabilità amministrativa dell'ente per il compimento di abusi di mercato, v. F. BRUNO, *Commento all'art. 187-quinquies t.u.f.*, in *Commentario t.u.f.*, a cura di Vella, (nt. 1), p. 1819 ss.; M. FRATINI, *Commento all'art. 187-quinquies t.u.f.*, in *Il testo unico della finanza*, a cura di M. Fratini e G. Gasparri, III, (nt. 1), p. 2518 ss.; F. SANTI, *La responsabilità delle "persone giuridiche" per illeciti penali e per illeciti amministrativi di abuso di informazioni privilegiate e di manipolazione di mercato*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2006, I, p. 81 ss.; S. SEMINARA, *Disposizioni comuni*, (nt. 1), p. 13 ss.

¹¹² V. *supra*, sub par. 2.

¹¹³ Ordine che, ricorrendone i presupposti, dev'essere considerato come un'informazione privilegiata in capo all'intermediario.

sentare profili di anti-giuridicità, in quanto, anche in mancanza della previsione di una specifica scriminante (e quella dell'art. 9, par. 2, per la sua formulazione non può essere considerata tale, ma, come più volte detto, si tratta soltanto di un dispositivo operante esclusivamente sul piano probatorio), trova comunque applicazione la norma dell'art. 51 c.p.. Un profilo di illiceità del comportamento dell'intermediario può allora emergere solo laddove tra l'ordine ricevuto e le operazioni effettuate sia riconoscibile un iato funzionale del genere già descritto in precedenza¹¹⁴.

A questi tasselli si aggiunge il l'art. 5 MAR (a sua volta richiamato dal considerando 9 MAD 2 ed eccettuato dall'ambito di applicazione di questa direttiva dall'art. 1, par. 3, lett. a) e b)), che prefigura le condizioni di liceità delle negoziazioni di azioni proprie e delle operazioni di stabilizzazione di strumenti finanziari nell'ottica degli abusi di mercato, condizioni che dovranno poi essere normativamente specificate dall'ESMA, che a sua volta le presenterà alla Commissione per l'adozione; a livello nazionale, i riferimenti sono dati dall'art. 183, comma 1, lett. b), t.u.f., nonché dagli artt. 34-*septies* e 144-*bis* reg. emittenti. L'insieme delle regole introdotte e di futura introduzione, attraverso l'individuazione di finalità tipiche, di obblighi informativi e di vincoli operativi, tende a reprimere fenomeni patologici di sfruttamento di informazioni elaborate dagli stessi emittenti, specie di carattere manipolativo. L'estrema complessità della materia rende tuttavia pressoché impossibile raggiungere un definitivo equilibrio tra le opposte istanze di riservatezza e flessibilità operativa, da un lato, e di trasparenza, dall'altro, cosicché il considerando 12 MAR concorre opportunamente ad indicare che non tutte le operazioni realizzate al di fuori dei casi ammessi devono ritenersi di per sé illecite. Ai limitati fini dell'indagine che si sta svolgendo, comunque, ciò vale a provare che perfino nel settore in cui maggiormente se ne paventava l'incidenza, ossia nella negoziazione dei propri strumenti finanziari¹¹⁵, non solo la condotta dell'"*insider* di se stesso" può essere riconosciuta come lecita a certe condizioni e finalità, ma anche che, al di fuori di queste, non se ne può reputare *ipso facto* la contrarietà ad espressi divieti. Al riguardo si potrà forse utilmente ricorrere al criterio fin qui proposto ed affinato: pertanto, ove gli amministratori provvedano ad effettuare tali operazioni in conformità alle direttive assembleari o statutarie o della controllante e queste a loro volta non presentino dei profili di illiceità (nei termini esposti all'inizio di questo paragrafo), allora non si potrà concludere che siano integrati i presupposti dell'abuso di informazioni privilegiate.

¹¹⁴ Cfr. FR. MUCCIARELLI, *Commento all'art. 184 t.u.f.*, (nt. 1), p. 2349; ID., *L'abuso*, (nt. 1), p. 1468; G. GASPARRI, (nt. 15), p. 2460 s.; F. SGUBBI, A.F. TRIPODI, (nt. 1), p. 22; V. NAPOLEONI, voce *Insider trading*, (nt. 1), p. 591; E. PEDERZINI, *Commento all'art. 181 t.u.f.*, (nt. 1), p. 1036 ss.; A. BARTALENA, *Insider trading* (nt. 1), p. 246.

¹¹⁵ In proposito, si può rinviare alle trattazioni degli autori citati *supra*, *sub* nt. 81, cui *adde*, sullo specifico argomento dei *safe harbours*, M. RAGNO, *Gli «abusi di mercato»*, in *Banche e mercati finanziari*, a cura di F. Vella, Torino, 2012, p. 466 ss.; FR. MUCCIARELLI, *Commento all'art. 184 t.u.f.*, (nt. 1), p. 2376 s.; G. GASPARRI, (nt. 15), p. 2474 s.; F. SGUBBI, A.F. TRIPODI, (nt. 1), p. 39 s.; IID., D. FONDAROLI, (nt. 1), p. 25 ss.; V. NAPOLEONI, voce *Insider trading*, (nt. 1), p. 601; A.F. TRIPODI, (nt. 1), p. 2543; AS. DI AMATO, (nt. 1), p. 96 s.; M. RONDINELLI, *Commento all'art. 183 t.u.f.*, (nt. 1), p. 1042 ss.; S. SEMINARA, *Disposizioni comuni*, (nt. 1), p. 11.

Al termine di questa ricognizione resta da affrontare la clausola di chiusura del sistema rappresentata dalla figura del *criminal insider*¹¹⁶. Storicamente inserita nella MAD in reazione agli atti terroristici dell'11 settembre 2001, essa presenta cionondimeno una portata tale da ricomprendere qualsiasi delitto la cui preparazione o esecuzione è in grado di mettere l'agente a conoscenza di informazioni privilegiate (art. 8, par. 4, lett. d), MAR; artt. 184, comma 2, 187-*bis*, comma 2, t.u.f.). La sua introduzione si era resa necessaria per reprimere quelle condotte che si collocherebbero per la loro natura al di fuori dello spettro applicativo della disciplina repressiva dell'*insider trading* poiché in relazione ad esse non si può riscontrare la necessaria alterità dell'informazione rispetto all'agente: l'informazione privilegiata è nel caso in parola costituita dalla stessa preparazione o esecuzione del reato a cui sia connesso uno sfruttamento borsistico delle cognizioni ricavate, che prevedibilmente avrà degli effetti *price sensitive* sul titolo (o sui titoli) interessato(/i).

Pertanto, ancorché non si possa parlare propriamente di un'informazione, bensì di un proposito interno, e non sia dato riscontrare un disallineamento tra quest'intenzione e la sua concreta attuazione, il genetico ed intrinseco disvalore della condotta del *criminal insider* non potrebbe essere più evidente e merita plauso la scelta operata dal legislatore europeo e recepita nel nostro ordinamento grazie alla quale è stata chiusa una grave falla del sistema repressivo¹¹⁷.

In sintesi, l'analisi condotta porta a maturare il convincimento che nonostante il massiccio allineamento alla logica della parità informativa la disciplina degli abusi di informazioni privilegiate sia percorsa da una logica binaria valida tanto per le persone fisiche, quanto, *mutatis mutandis*, per i soggetti giuridici e che questa logica possa essere espressa in questi termini: 1) non è antigiuridica ogni forma di sfruttamento dei propri propositi sul mercato finanziario quando essi siano leciti in partenza; 2) di "informazione privilegiata" si può parlare solo in presenza di un fenomeno trasmissivo di un dato precedentemente alieno alla sfera cognitiva del suo percettore¹¹⁸ e lo sfruttamento che egli faccia di questo dato nel mercato non è *abusivo*

¹¹⁶ In merito alla quale, v. FR. MUCCIARELLI, *Commento all'art. 184 t.u.f.*, (nt. 1), p. 2368 s.; ID., *L'abuso*, (nt. 1), p. 1472; G. GASPARRI, (nt. 15), p. 2442 ss.; ID., (nt. 16), p. 79 ss.; A.F. TRIPODI, *Informazioni*, (nt. 1), p. 273 ss.; ID., *Commento agli artt. 180 - 187-quaterdecies t.u.f.*, (nt. 1), p. 2530 s., 2541 s.; S. SEMINARA, *Disclose or abstain*, (nt. 1), p. 357 ss.; F. SGUBBI, A.F. TRIPODI, (nt. 1), p. 7 s., 24 s.; ID., D. FONDAROLI, (nt. 1), p. 51 s.; V. NAPOLEONI, voce *Insider trading*, (nt. 1), p. 594; R. ZANNOTTI, (nt. 1), p. 407 ss.; E. AMATI, *Commento all'art. 184 t.u.f.*, (nt. 1), p. 1055.

¹¹⁷ Opportunamente si precisa, comunque, che il termine "preparazione" adoperato nelle disposizioni del t.u.f. va interpretato "come organizzazione o predisposizione di mezzi che abbia raggiunto uno stato tale da rendere la verifica dell'evento ragionevolmente prevedibile" (così S. SEMINARA, *Disclose or abstain*, (nt. 1), p. 360; cui *adde* G. GASPARRI, (nt. 15), p. 2444; ID., (nt. 16), p. 82 s.), affinché non si possa giungere a ritenere punibile in violazione del principio *nemo cogitationis poena patitur* anche la sola ideazione del piano criminoso, che di per sé non può neppure aspirare ad essere configurata quale tentativo.

¹¹⁸ A scanso di equivoci, si ribadisce ulteriormente che la trasmissione della notizia deve avvenire nell'ambito di una *situazione di privilegiata prossimità* - di natura istituzionale o anche professionale/lavorativa - tra la sua fonte

nei limiti in cui risulta conforme alla sua originaria funzione d'uso (oltre ad essere corrispondentemente *lecito* nella misura in cui questa funzione d'uso lo sia). Il risultato che si ritiene di aver raggiunto nell'ambito del fenomeno del c.d. *insider* di se stesso è rilevante e suscettibile di essere esportato anche in altri ambiti della nuova disciplina sugli abusi di mercato, specialmente per limitare certe derive eticizzanti e mitigare “i rischi di una disciplina normativa che, per voler essere onnicomprensiva, conduce poi, in concreto, nel vicolo cieco costituito, a seconda dei casi, dalla sua applicazione a *fattispecie lecite affatto differenti da quelle che si intendono reprimere*, ovvero alla sua inattuazione in ragione della genericità della norma incriminatrice”¹¹⁹.

6. Troppi attori sul palco delle riforme?

I suggerimenti sin qui articolati, ad ogni modo, possono soltanto aspirare a contenere le spinte impetuose di una regolamentazione ipertrofica e mal concepita, ma non sono assolutamente idonei a risolvere un problema di fondo, ossia il fatto che MAR e MAD 2 potrebbero dimostrarsi essi stessi degli insidiosi nemici per l'integrità dei mercati che asseriscono di tutelare: la fuga dai mercati regolamentati (principalmente a causa dei costi di varia natura che impongono agli emittenti, non ultimi quelli diretti ed indiretti relativi alla *disclosure*¹²⁰) ha fatto la fortuna delle piattaforme alternative di scambio, le quali, però, si sono viste lentamente riassorbire nelle medesime spire che stanno soffocando le “gloriose” borse valori, nell'illusione legislativamente alimentata che la finanza possa essere democratica.

Dall'altro lato, le preoccupazioni sin qui adombrate acquistano ulteriore peso, se raffrontate a livello nazionale con un orizzonte legislativo profondamente incerto a causa del parallelo affollarsi di molteplici impulsi endogeni ed esogeni suscettibili di influenzare in maniera scoordinata la futura conformazione degli obblighi informativi e del regime degli abusi di mercato.

Da una parte, infatti, è stata approvata la legge di delegazione comunitaria per l'anno 2014 (l. 114/2015), il cui art. 11 contiene apposita delega al governo per l'attuazione della disciplina sin qui discussa, senza che tuttavia siano poste anche solo le premesse per rimediare a nessuno nei problemi che si è toccato in precedenza, stante l'assoluta genericità dei principi e criteri direttivi, peraltro aggravata quando si limitano a ripetere pedissequamente le prescrizioni di MAR e MAD 2. A ciò si somma l'ancora inesaurito dispiegarsi delle conseguenze della sentenza *Grande Stevens*, che al momento vedono la pendenza di fronte alla Corte costi-

e l'“iniziato” suscettibile di mettere quest'ultimo in grado di utilizzarla in una condizione di prevedibile insensibilità ai rischi ricavando un profitto parassitario. Cfr. G. GASPARRI, (nt. 16), p. 71 s.

¹¹⁹ La citazione, a cui si è soltanto aggiunto il corsivo, appartiene a CARRIERO, *Informazione, mercato*, (nt. 1), p. 164 s.

¹²⁰ Al riguardo si veda l'interessante saggio di G. FERRARINI, *I costi dell'informazione societaria per le PMI: mercati alternativi, «crowdfunding» e mercati privati*, in *AGE*, 2013, n. 1, p. 207 ss, nonché le osservazioni di L. ENRIQUES, S. GILOTTA, (nt. 9), p. 29 s.

tuzione di due giudizi scaturiti dalle ordinanze dei giudici della V sezione penale e della sezione tributaria della Corte di Cassazione (l'una depositata il 15 gennaio 2015, n. 1782, l'altra il 21 gennaio 2015, n. 950). Con la prima sono state poste due questioni di legittimità relative all'art. 187-*bis* t.u.f. e, subordinatamente, all'art. 649 c.p.p., entrambe volte a conseguire l'adeguamento dell'ordinamento interno ai principi ed alla giurisprudenza CEDU¹²¹, mentre nella seconda l'oggetto era l'art. 187-*ter* t.u.f.. Se, da un lato, è plausibile immaginare che l'attuazione della legge di delegazione comunitaria precederà i giudici della Consulta (o che in ogni caso costoro attenderanno l'intervento del potere legislativo, come avvenuto, ad esempio, con la sentenza n. 60/1990 o con la ordinanza n. 438 dello stesso anno), va rimarcato che essa continua a non proporre alcuna forma di coordinamento tra il procedimento sanzionatorio presso la CONSOB ed il giudizio penale, ed anzi si continua a profilare un "doppio binario" con una seconda condanna *par difference*¹²² di dubbia compatibilità con il *ne bis in idem* di matrice CEDU.

Imprevedibile è invece la possibile reazione delle corti territoriali, le quali potrebbero *medio tempore* conformarsi all'autorevole opinione¹²³ che, in caso di precedente definizione del procedimento sanzionatorio amministrativo, riconosce la possibilità al giudice penale di pronunciarsi in diretta applicazione dell'art. 50 della Carta dei Diritti Fondamentali dell'Unione Europea per il proscioglimento o per l'improcedibilità dell'azione penale per *bis in idem ex art. 649 c.p.p.*, interpretato conformemente agli indirizzi espressi dalla CEDU nel caso *Grande Stevens*¹²⁴.

¹²¹ Su quest'ordinanza, si veda la notizia ed i rilievi critici di M. SCOLETTA, *Il doppio binario sanzionatorio del market abuse al cospetto della Corte costituzionale per violazione del diritto fondamentale al ne bis in idem*, in *Dir. pen. cont.*, 2014, disponibile sul sito <http://www.penalecontemporaneo.it>. Per ulteriori considerazioni critiche, anche sulla seconda ordinanza, v. G.M. FLICK, V. NAPOLEONI, *A un anno*, (nt. 60), p. 875 ss.

¹²² L'art. 11, comma 1, lett. *m*), l. 114/2015 impone al legislatore delegato di "evitare la duplicazione o il cumulo di sanzioni penali e sanzioni amministrative per uno stesso fatto illecito, attraverso la distinzione delle fattispecie o attraverso previsioni che consentano l'applicazione della sola sanzione più grave ovvero che impongano all'autorità giudiziaria o alla CONSOB di tenere conto, al momento dell'irrogazione delle sanzioni di propria competenza, delle misure punitive già irrogate". In merito si osserva l'intrinseca contraddittorietà della previsione citata che intenderebbe evitare "la duplicazione o il cumulo di sanzioni", ma nella sua seconda parte, con l'opzione dell'applicazione della sola sanzione più grave e quella della condanna per l'eccedenza, finisce per consentire anche una sostanziale preservazione dello *status quo* così perpetuando la possibilità di concomitante svolgimento dei due procedimenti punitivi per il medesimo fatto. Di conseguenza, pare il caso di ribadire che solo una seria opera di distinzione dei reati dagli illeciti amministrativi, così come indica anche la prima parte della norma, consentirà di evitare il *bis in idem*.

¹²³ Espressa da F. VIGANÒ, (nt. 13), p. 232 ss., ma non pacifica nella dottrina richiamata *supra*, *sub* nt. 60. Contrari, da ultimi, a interpretazioni convenzionalmente orientate, in un'ottica per lo più restrittiva delle potenziali ripercussioni della sentenza *Grande Stevens*, sono G.M. FLICK, V. NAPOLEONI, *A un anno*, (nt. 60), p. 873 s., 902 ss., in quanto, richiamandosi all'orientamento espresso in Corte cost., 14 gennaio 2015, n. 49, ritengono che non si possa registrare un consolidamento ermeneutico della Corte EDU in materia.

¹²⁴ Per vero, si è già avuto riscontro di una simile evenienza, seppure in ambito diverso da quello dell'applicazione delle sanzioni relative a fatti di abuso di mercato, con la sentenza del Trib. Brindisi, sent. 17 ottobre 2014, in cui è stata dichiarata l'improcedibilità dell'azione penale *ex art. 649 c.p.p.* nei confronti di un imputato che, per il medesimo fatto, aveva già subito una sanzione definita come disciplinare dall'ordinamento penitenziario italiano, e pur tuttavia qualificabile secondo il giudice come penale alla luce dei parametri elaborati dalla CEDU. Sul punto, v. la segnalazione di S. FINOCCHIARO, *Improcedibilità per bis in idem a fronte di sanzioni formalmente 'disciplinari': l'art. 649 c.p.p. interpretato alla luce della sentenza Grande Stevens*, in *Dir. pen. cont.*, 2014, leggibile sul sito

Da ultima, la CONSOB certamente avrà - come ha sempre avuto - un ruolo centrale nella ridefinizione dell'assetto della normativa secondaria, ma le notevoli reticenze da essa dimostrate nel procedere alla revisione del proprio reg. sanzioni non lasciano intravedere al momento un avvenire sereno per i procedimenti in corso e per quelli che saranno instaurati prossimamente, a dispetto delle severe censure mosse dalla CEDU e, più in generale, dell'esigenza di un doveroso ripensamento in chiave unitaria dell'intero quadro dei procedimenti sanzionatori innanzi alle autorità amministrative indipendenti¹²⁵, costantemente oggetto di spinte eccentriche ed agitato da importanti profili di disomogeneità ed illegittimità.

<http://www.penalecontemporaneo.it>; il commento con alcuni condivisibili rilievi critici di M.L. DI BITONTO, *Una singolare applicazione dell'art. 649 c.p.p.*, in *Dir. pen e proc.*, 2015, p. 441 ss., e, infine, G.M. FLICK, V. NAPOLEONI, *A un anno*, (nt. 60), p. 881 ss.

¹²⁵ Su cui, da ultimo, v. P. MONTALENTI, (nt. 12), p. 489 s.

LA SOCIETÀ UNIPERSONALE IN ARGENTINA: UN CONFRONTO CON L'ITALIA

RICCARDO RUSSO

SOMMARIO: 1. L'unificazione del diritto civile e commerciale in Argentina: una premessa. – 2. La dottrina e la giurisprudenza argentina di fronte alla società unipersonale. Tesi a confronto. – 3. La nuova cornice normativa. – 4. Un primo bilancio della riforma: verso un intervento correttivo? – 5. La disciplina italiana tra spinta comunitaria e riforma del diritto societario. – 6. Uno sguardo più ampio: la società unipersonale nel contesto del MERCOSUR e della UE. Cenni. – 7. Conclusioni.

1. L'unificazione del diritto civile e commerciale in Argentina: una premessa.

In Argentina l'unificazione del Codice civile e di quello di commercio si deve alla recente *Ley* 26994, del 1° ottobre 2014¹. Tuttavia, sollecitazioni in tal senso si rintracciavano già da tempo nella dottrina², oltreché in una lunga serie di progetti dalle alterne fortune³; a livello comparato, il legislatore argentino si è posto sulla falsariga di altre esperienze giuridiche, assunte come quella italiana a modello⁴.

Hanno preceduto l'accorpamento dei Codici i lavori preparatori della *Comisión para la Elaboración del Proyecto de Ley de Reforma, Actualización y Unificación de los Códigos Civil y Comercial de la Nación*, trasfusi in massima parte nel nuovo testo di legge. La Commissione si è mossa con la consapevolezza dell'avvenuta erosione, ad opera della legislazione speciale,

¹ La bibliografia in tema di evoluzione storica della codificazione argentina è naturalmente ampia: v. almeno PÉREZ-SERRABONA GONZÁLEZ, "El nuevo (proyecto de) Código civil y comercial de Argentina y la unificación del derecho de obligaciones y contratos", *Revista crítica de derecho privado*, 2013, 10, 381 ss.; ESTIGARRIBA BIEBER – PIRIS, "Unificación del derecho privado. Unificación de la legislación civil y comercial en la Argentina. Unificación de Principios del Derecho Privado Patrimonial en el Mercosur", in MARTORELL (diretto da), *Tratado de derecho comercial. Parte general*, I, Buenos Aires, 2010, 167 ss.; ETCHEVERRY, *Derecho Comercial y Económico. Parte General*, Buenos Aires, 1998, 90.

² Tra i molti, v. STIGLIZ, *Contratos civiles y comerciales. Parte general*, I, Buenos Aires, 2010 e LORENZETTI, *Tratado de los Contratos*, Buenos Aires, 2004.

³ Si possono ricordare in proposito l'*Anteproyecto* di Juan Antonio Bibiloni, nel 1926 seguito dal *Proyecto* dieci anni più tardi; l'*Anteproyecto* di Jorge Joaquín Llambías, nel 1954; il *Proyecto de Unificación* approvato dalla Camera dei deputati nel 1987, ma non dal Senato, e indicato sovente come *Proyecto* 1987); il *Proyecto de Unificación della Comisión Federal* della Camera, nel 1993 (*Proyecto* 1993 CF); infine, i progetti consegnati dalle Commissioni istituite dai decreti 468/1992 (*Proyecto* 1993 PEN) e 685/1995 (*Proyecto* 1998).

⁴ Nel *Proyecto* 1998 si leggeva espressamente che "come avvenuto in Italia con l'emanazione del Codice del 1942", l'unificazione non avrebbe dovuto risolversi nella "dissoluzione del diritto civile né di quello commerciale intese come discipline tipiche", ma avrebbe permesso "l'abrogazione di distinzioni generalmente artificiose". Sulla confluenza del Codice di commercio nel Codice civile italiano, v. gli interessanti contributi di RONDINONE, *Storia inedita della codificazione civile*, Milano, 2003, 315 e TETI, *Codice civile e regime fascista. Sull'unificazione del diritto privato*, Milano, 1990, 43 ss.

del primato codicistico; da qui, la presa di posizione sfavorevole a modifiche su apparati normativi estranei al Codice e, perciò, sostanzialmente autosufficienti⁵.

Con una vistosa eccezione, però.

I compilatori del *Proyecto* hanno invitato il legislatore a cogliere nella riforma l'opportunità per un intervento mirato sulla *Ley* 19950, del 3 aprile 1972, ora ribattezzata *Ley General de Sociedades*, anziché *Ley de Sociedades Comerciales*: si è così dato ingresso alla società azionaria unipersonale, seppure circoscrivendone come si vedrà l'applicazione.

2. La dottrina e la giurisprudenza argentina di fronte alla società unipersonale. Tesi a confronto.

Il legislatore storico argentino non dubitava che la pluripersonalità dei soci fosse elemento essenziale del contratto di società: l'art. 1 *Ley* 19950 richiedeva espressamente che alla costituzione della società partecipassero almeno due soggetti, residuando una deroga isolata per le società pubbliche (*Sociedades del Estado*)⁶. L'unipersonalità sopravvenuta aveva carattere esclusivamente interinale: nello spazio massimo di tre mesi la compagine societaria avrebbe dovuto reintegrarsi, pena lo scioglimento della società e la perdita della responsabilità limitata in capo al socio unico, seppure con riferimento alle obbligazioni sorte durante il periodo in cui questi avesse concentrato tutte le partecipazioni (art. 94 *Ley* 19950). Nelle società di capitali, la pluripersonalità di comodo, data dalla titolarità da parte di soci prestanomi di percentuali prossime allo zero, era censurata dalla dottrina e dalla giurisprudenza, perché considerata un espediente per conseguire surrettiziamente la responsabilità limitata⁷.

La tesi a sostegno dell'introduzione della società unipersonale degradava la pluripersonalità a semplice opzione di politica legislativa, negandole il valore assoluto di "condizione imprescindibile" della limitazione di responsabilità⁸; per giustificare tale impostazione, si enfatizzava l'attitudine dell'unipersonalità ad incrociare istanze provenienti dai piccoli imprenditori, restii a costituire società personali per via della prospettiva dalla responsabilità illimitata, e dei gruppi, intenzionati ad articolarsi internamente in più società controllate per intero dalla *holding*⁹.

⁵ Cfr. *Fundamentos del Anteproyecto de Código Civil y Comercial de la Nación*, 1.4., reperibili su www.nuevocodigocivil.com.

⁶ V. art. 2 *Ley* 20705, del 31 luglio 1974.

⁷ HALPERIN, *Sociedades Anónimas*, Buenos Aires, 1978, 73. In giurisprudenza, *ex aliis*, v. CNCom (*Cámara Nacional de Apelaciones en lo Comercial*), Sala E, 3 maggio 2005, *Inspección General de Justicia c/ Fracchia Raymond SRL*, JA, 2005, III, 776, e Id., Sala A, 27 giugno 2006, *Inspección General de Justicia c/ Boca Crece SA*, ED, 13/08/2007, 5.

⁸ HUERTAS BURAGLIA, "Limitación de la responsabilidad del empresario individual. Conveniencia de la admisión de la figura", *La Ley Online*, 2004.

⁹ VITOLO, "Pluralidad de socios en las sociedades comerciales", *La Ley*, 2005-D, 1317 ss.; PIAGGI, "Otra vez sobre la sociedad unipersonal", *ivi*, 1995, 827 ss.; ALEGRÍA, "La sociedad unipersonal", RDCO, 1994, 1 ss.; MOEREMANS, "Recepción de la sociedad unipersonal de responsabilidad limitada en el proyecto de unificación civil y comercial en la Argentina.

All'alternativa tra società pluripersonale o unipersonale, altri preferivano la figura dell'impresa individuale a responsabilità limitata, che avrebbe avuto il duplice pregio di consentire la limitazione della responsabilità in capo all'imprenditore, senza assoggettarlo alla disciplina societaria, non sempre adatta per il suo grado di complessità al fenomeno della piccola, o piccolissima, impresa¹⁰.

3. La nuova cornice normativa.

L'attuale art. 1, comma primo, *Ley* 19950, è il manifesto della mutata concezione del legislatore: “si avrà una società”, recita la norma, “se una o più persone in forma organizzata secondo uno dei tipi previsti da questa legge si obbligano a effettuare conferimenti da destinare alla produzione o allo scambio di beni o servizi, partecipando ai benefici e sopportando le perdite”. Il secondo e il terzo comma pongono però due limiti: i) la società unipersonale deve adottare esclusivamente la forma della società azionaria (*sociedad anónima*) – e perciò costituirsi esclusivamente “*por instrumento público y por acto único o per suscripción pública*” (art. 165 *Ley* 19950); ii) socio unico non può essere a sua volta una società unipersonale.

Quanto all'unipersonalità sopravvenuta, essa non è più causa di scioglimento della società, ma innesca una modificazione strutturale di diritto: la società anonima, la società in accomandita, semplice o per azioni, e la *sociedad de capital e industria*¹¹ si trasformeranno in tal caso in società anonime unipersonali, sempreché il numero dei soci non sia reintegrato entro tre mesi (art. 94 *bis Ley* 19950).

Protección de los acreedores”, RDCO, 1990, 169 ss.; FARGOSI, “*Anotaciones sobre la sociedad unipersonal*”, *La Ley*, 1989-E, 1028 ss.; MANÓVIL, “*Establecimiento individual de responsabilidad limitada*”, *ivi*, 1987-C, 652 ss.; In argomento, cfr. FABIANI, *Società insolvente e responsabilità del socio unico*, *Quaderni Giur. Comm.*, Milano, 1999, 162, secondo il quale “società unipersonali e gruppi di società sembrano apparentemente figure antitetiche visto che evocano, l'una la semplicità dell'organizzazione dell'impresa e l'altra la complessità dei modelli organizzativi: ciò nondimeno accade ripetutamente che il modello della società unipersonale venga adoperato quale articolazione del gruppo societario”, dal momento che “la società interamente posseduta può costituire comunque una autonoma articolazione per aree merceologiche, geografiche o semplicemente per dissociare il segmento industriale da quello dei servizi”.

¹⁰ VERÓN, “*La empresa unipersonal de responsabilidad limitada*”, *La Ley*, 2006-C, 1058; MOSSO, “*Consideraciones sobre la sociedad de un solo socio*”, ED, Buenos Aires, UCA, n. 10382, 16/11/2001, 1 ss.; ANAYA, “*Sobre la reforma de la Ley de Sociedades*”, RDCO, 1990, 442 ss.

¹¹ Nella *sociedad de capital e industria*, disciplinata agli artt. 141 e ss. *Ley* 19950, vi sono due categorie di soci: i *socios capitalistas* apportano capitale, godono degli stessi diritti e sono soggetti ai medesimi obblighi dei soci della *sociedad colectiva* (accostabile alla società in nome collettivo del diritto italiano); i *socios industriales*, invece, conferiscono esclusivamente la propria opera. I primi rispondono in via sussidiaria, solidale ed illimitata per le obbligazioni sociali; i secondi, invece, nella misura in cui non percepiscono guadagni. La ragione sociale non potrà recare il nome di un socio apportatore di opera, pena la comminatoria nei confronti di quest'ultimo della responsabilità in solido per le obbligazioni sociali: cfr. art. 2314, comma secondo, c.c.; v. ESCUTI, *Sociedades*, Buenos Aires, 2006, 156 ss.

Gli organi di gestione e controllo della società unipersonale sono necessariamente collegiali: il legislatore ha stabilito infatti che gli amministratori (art. 255, comma secondo, *Ley* 19950) e i sindaci (art. 284, comma secondo, *Ley* 19950) devono essere almeno tre. Altre disposizioni sono state dettate a tutela dei terzi e della collettività in generale: la denominazione della società deve riportare l'indicazione “*sociedad anónima unipersonal*” o l'acronimo “S.A.U.” (art. 164 *Ley* 19950); il capitale sociale è versato interamente al momento della costituzione (artt. 11, n. 4; 186, n. 3; 187 *Ley* 19950); la società unipersonale è soggetta alla vigilanza pubblica (art. 299, n. 7, *Ley* 19950)¹².

4. Un primo bilancio della riforma: verso un intervento correttivo?

Senza voler negare che l'introduzione della società unipersonale sia “una delle riforme più importanti” tra quelle approvate insieme al Codice unitario¹³, ricorre già nei primissimi scritti della dottrina la messa in luce di alcune criticità. Nel complesso, il recepimento dell'istituto è stato definito “molto limitato”¹⁴, per via delle restrizioni *ex art. 1*, commi secondo e terzo, *Ley* 19950.

La scelta di attribuire alla società unipersonale la forma dell'anonima rende più gravoso ai terzi conoscere il mutamento della persona del socio: la regola secondo cui il trasferimento della partecipazione è loro opponibile soltanto se iscritto nel *Registro Público de Comercio* si applica in via esclusiva alle *sociedades de responsabilidad limitada* (art. 152 *Ley* 19950), per le quali continua ad essere richiesta però la pluripersonalità¹⁵. Inoltre, la costituzione

¹² L'ordinamento argentino prevede due forme di controllo pubblico (*fiscalización estatal*): una attinente all'aspetto statico, o della costituzione, della società; l'altro al profilo dinamico, o del funzionamento. La *fiscalización estatal permanente* implica l'esercizio di entrambi i controlli; l'art. 299 *Ley* 19950 elenca le società soggette a tale modalità di *fiscalización*. Il legislatore, nell'*Exposición de motivos* della legge, ha affermato di aver predisposto controlli differenziati, a seconda che la società anonima sia “aperta” o “chiusa”: la vigilanza, secondo l'*intento legis*, dovrebbe essere più estesa nel primo caso, al fine di proteggere l'azionista. In concreto però l'elenco delle società sottoposte alla *fiscalización estatal permanente* ricomprende sia società aperte, sia società chiuse se, ad esempio, il loro capitale supera un determinato parametro dimensionale o esercitano servizi pubblici: v. FARINA, *Estudio de las Sociedades Comerciales*, Rosario, 1973, *passim*. La *fiscalización estatal permanente* comporta per la società l'obbligo di presentare all'autorità territorialmente competente le scritture contabili e le delibere assunte dagli organi sociali. In materia, v. gli atti del XXXII *Simposio Nacional de Profesores de Práctica Profesional – “Por la Ética en la Práctica Profesional”*, Facultad de Humanidades, Ciencias Sociales y de la Salud – Universidad Nacional de Santiago del Estero (U.N.S.E.), Termas de Río Hondo, 23 y 24 de setiembre 2010, riportati su www.econ.uba.ar e ESCUTI (*supra*, n. 11), 320 ss.

¹³ Così, BARBIERI, *Las sociedades unipersonales en el código civil y comercial*, www.infojus.gov.ar.

¹⁴ RICHARD, “*La sociedad unipersonal*”, in *Código Civil y Comercial de la Nación, Suplemento Especial. Aspectos Tributarios, comerciales y empresariales, contables*, Buenos Aires, 2015, 77 ss.

¹⁵ VÍTOLO, “*La sociedad unipersonal. Idas y venidas en el proyecto del Código Civil y Comercial de la Nación*”, *Revista de Derecho Privado*, 2012, 2, 165 ss., www.infojus.gob.ar.

della società anonima, dovendo avvenire come anticipato per atto pubblico, si rivela un costo per l'imprenditore¹⁶

La legge vieta alla società unipersonale di costituire una società dello stesso tipo; dal punto di vista strettamente letterale, non si rinviene tuttavia un divieto parallelo di concentrare, in un momento posteriore alla costituzione, tutte le partecipazioni e vi è divergenza sul significato della lacuna. Secondo alcuni, il divieto investe la sola fase della costituzione, potendosi ammettere che socio unico diventi nel tempo un'altra società unipersonale¹⁷; altri invece offrono un'interpretazione più coerente sul piano sistematico, proponendo un'accezione lata del divieto e richiedendo pertanto che il socio unico sia, in ogni fase, una persona fisica o una persona giuridica pluripersonale¹⁸.

La dottrina ha esaminato altresì il profilo dell'unipersonalità sopravvenuta: la sua espunzione dall'elenco delle cause di scioglimento della società è stata senz'altro una scelta inevitabile, dal momento che è consentita la costituzione per atto unilaterale della società azionaria, ed è simbolo del *favor* del legislatore per la continuità aziendale¹⁹. La *reductio ad unum* dei soci, che si protragga oltre tre mesi, è però come detto il presupposto della trasformazione per legge: un meccanismo che ha sollevato più di un'incertezza interpretativa. In primo luogo, escludendo un'applicazione analogica della disciplina della trasformazione facoltativa, si è evidenziata la necessità che il legislatore intervenga per scandire un procedimento *ad hoc*²⁰; secondariamente, per un difetto di coordinamento, la trasformazione in società anonima unipersonale sembrerebbe obbligatoria soltanto per le società ricomprese all'elenco *ex art. 94 bis Ley* 19950 (società anonima, società in accomandita, semplice o per azioni, e *sociedad de capital e industria*); da ciò discende la conseguenza – di non agevole giustificazione – per cui le società a responsabilità limitata e quelle in nome collettivo continuano ad operare pure in presenza di un socio unico, senza però potere essere costituite unilateralmente²¹.

Anche le disposizioni in tema di gestione e controllo riceveranno forse un prossimo ripensamento: è avvertito il rischio che l'obbligo di nominare almeno tre amministratori e altrettanti sindaci, combinato con la previsione della vigilanza pubblica, possa in concreto

¹⁶ ACEVEDO, *La sociedad unipersonal en la Ley General de Sociedades*, 2015, www.microjuris.com.

¹⁷ BALONAS, "La sociedad unipersonal como titular de una sociedad unipersonal", in AA.VV., *Las reformas al derecho comercial en el proyecto del Código Civil y Comercial de la Nación*, Buenos Aires, 2012, 269 ss.

¹⁸ HAGGI – NISSEN, "Necesarias modificaciones en materia de sociedades unipersonales: alcances de la incapacidad de una sociedad unipersonal de integrar otra sociedad de esta naturaleza y el caso de la disolución de la sociedad por reducción a uno del número de socios", in AA.VV. (*supra*, n. 17), 265 ss.

¹⁹ ACEVEDO, "Aspectos trascendentes del tratamiento de las sociedades unipersonales en el proyecto de incorporación a nuestro ordinamiento", *La Ley*, 2013, 101 ss.; HAGGI – NISSEN (*supra*, n. 18).

²⁰ VÍTOLO (*supra*, n. 15); ACEVEDO, (*supra*, n. 16).

²¹ ACEVEDO (*supra*, n. 16).

disincentivare l'imprenditore, di piccole o medie dimensioni, a costituire una società unipersonale²².

5. *La disciplina italiana tra spinta comunitaria e riforma del diritto societario.*

L'ordinamento italiano, a differenza di quello argentino, consente la costituzione per atto unilaterale sia della s.p.a. sia della s.r.l.; la disciplina attuale è però il portato di un *iter* normativo complesso: il codice civile del 1942, con una soluzione di "compromesso"²³, da un lato, situava nel difetto di pluralità di soci fondatori un'ipotesi di nullità della s.p.a. (art. 2332, n. 8, c.c. p.v.); dall'altro, prevedeva, per il solo caso di insolvenza della società e limitatamente al periodo in cui le azioni fossero state concentrate in un solo socio, che questi decadde dal beneficio della responsabilità limitata (art. 2362 c.c. p.v.). Regole analoghe seguiva peraltro la s.r.l. (artt. 2475, comma secondo, 2497, comma secondo, c.c. p.v.)²⁴.

L'opzione del legislatore risultava in linea con la Relazione al codice civile (n. 943), restia a consentire la "limitazione della responsabilità nell'esercizio individuale dell'impresa"²⁵.

²² Secondo la previsione di MARTÍNEZ, "*Sociedad anónima unipersonal en la Argentina*", in AA.VV. (*supra*, n. 17), 301 ss., lo schema sarà impiegato per lo più da società di dimensioni elevate, al fine di costituire società filiali. In tema di controlli, si segnalano divergenze di vedute in dottrina: da un lato, è stato suggerito di sostituire i sindaci con un revisore esterno indipendente: v. VÍTOLO (*supra*, n. 15); dall'altro, invece, si è guardato con favore al rafforzamento dei controlli societari come rimedio a possibili frodi: v. BARBIERI (*supra*, n. 13).

²³ PIRAS, "Le nuove frontiere della unipersonalità societaria", in ABBADESSA – PORTALE (diretto da), *Il nuovo diritto delle società*. Liber amicorum G.F. Campobasso, 1, Torino, 2006, 334.

²⁴ Per un'ampia disamina delle posizioni dottrinali e giurisprudenziali antecedenti all'introduzione della società costituita per atto unilaterale in Italia, si rinvia, per tutti, a SCOTTI CAMUZZI, "L'unico azionista", in COLOMBO – PORTALE (diretto da), *Trattato delle società per azioni*, 2, Torino, 1991, 667 ss.

²⁵ La disciplina anteriore al 1942 è ricostruita nell'opera di SPIOTTA, *La società unipersonale: una parabola normativa*, Milano, 2012, 4 ss.; l'Autrice ricorda che il Codice di commercio del 1882 e, prima ancora, quello del 1865 stabilivano la costituzione plurilaterale della società, senza disciplinare la monosoggettività sopravvenuta. Nel silenzio del legislatore, quindi, erano maturati due orientamenti: il primo, maggioritario, favorevole alla continuazione della società anonima unipersonale con conseguente decadenza dell'unico socio dal beneficio della responsabilità limitata (*ex aliis*, VIVANTE, *Trattato di diritto commerciale. Le società commerciali*, Milano, 1923, II, 462 ss.; L. MOSSA, "Responsabilità dell'unico socio di un'anonima", *Riv. dir. comm.*, 1931, II, 315 ss.); il secondo, minoritario, riteneva invece che il difetto sopravvenuto di pluralità dei soci fosse causa di scioglimento della società (v. almeno MANARA, "La pretesa personalità giuridica di una c.d. società anonima con un solo azionista", *Riv. dir. comm.*, 1911, 1059 ss.; BRAGANTINI, *L'anonima con un solo azionista*, Milano, 1940). Occorre ricordare la presenza anche di proposte apertamente favorevoli all'introduzione della società unipersonale, sulla base dell'argomento secondo cui "chi costituisce da solo un ente sociale o da solo lo amministra, per soddisfare bisogni delle società familiari, delle piccole industrie, delle società a catena o dell'unico responsabile, può dare un più vigoroso impulso all'impiego dei capitali individuali e collettivi a vantaggio dell'economia nazionale": così VIVANTE, "Contributo alla Riforma delle società anonime", *Riv. dir. comm.*, 1934, I, 314 ss.. Quanto alla giurisprudenza, essa affermava peraltro che la concentrazione in un solo socio delle azioni della anonima non avrebbe comportato né lo scioglimento di quest'ultima, con conseguente liquidazione, né all'estinzione della società, negando così che il patrimonio sociale si confondesse in via

Come nel diritto argentino, anche nel sistema italiano la prima eccezione alla regola della pluripersonalità si rinveniva nella legislazione settoriale: in particolare, in quella in tema di ristrutturazione degli enti pubblici creditizi²⁶ e riorganizzazione delle società o dei gruppi partecipati dallo Stato o da enti pubblici²⁷. Fuori di queste specifiche ipotesi, il legislatore ha scartato per più decenni l'ipotesi della società unipersonale: il suo successivo riconoscimento non è avvenuto in modo spontaneo, ma forzatamente e a seguito dell'emanazione a livello comunitario della Dodicesima direttiva²⁸, il cui fine principale era di rendere omogenee le legislazioni continentali in materia²⁹. Liechtestein (dal 1926)³⁰, Danimarca (1973)³¹, Germania (1980)³², Francia (1985)³³, Olanda (1986)³⁴, Portogallo (1986)³⁵ e Belgio (1987)³⁶ già consentivano infatti la società unipersonale. Tra gli altri scopi

immediata con quello del socio unico: tra le altre, v. Cass., 5 luglio 1928, *Riv. dir. comm.*, 1929, II, 154 ss., con nota adesiva di SRAFFA, "L'esistenza formale di una società con un solo azionista".

²⁶ V. artt. 1, l. 30 luglio 1990, n. 218, e 6, comma secondo, d.lgs. 20 novembre 1990, n. 356.

²⁷ Artt. 1, l. 29 gennaio 1992, n. 58; 12, comma ottavo, l. 23 dicembre 1992, n. 498; 56, comma secondo, d.lgs. 23 luglio 1996, n. 415; 10, comma primo, d.l. 31 maggio 1994, n. 332, convertito in legge da l. 30 luglio 1994, n. 474. In argomento, v. NAZZICONE, *Le società unipersonali*, Milano, 1993, 5 ss.

²⁸ Per un'approfondita disamina del fenomeno a livello europeo, si rinvia a WEIGMANN, "Società di un solo socio", in *Dig. comm.*, IX, Torino, 1997, 212 ss.; SCOGNAMIGLIO, "La disciplina della s.r.l. unipersonale: profili ricostruttivi", *Giur. Comm.*, 1994, I, 237 ss.; ANGELICI, "Società unipersonali: l'esperienza comparatistica", *Società*, 1993, 893 ss.

²⁹ Direttiva n. 89/667/CEE del 21 dicembre 1989, consultabile su www.eur-lex.europa.eu.

³⁰ Ci si riferisce all'*Anstalt*, istituto introdotto dal *Personen und Gesellschaftrecht* del 20 gennaio 1926, rispetto al quale si rimanda alle osservazioni di BARBIERA, "Responsabilità patrimoniale. Disposizioni generali", in SHLESINGER (diretto da), *Il codice civile. Commentario*, Milano, 2010, 47 ss., secondo cui si tratta di "una persona giuridica associativa (*Verbandperson*) che col suo patrimonio risponde solo nei confronti dei suoi creditori" e che può essere costituito anche da un solo soggetto. L'*Anstalt* si distingue però dalle persone giuridiche associative tipiche in quanto "le sue determinazioni volitive non sono autonome, ma eteronome, cioè riconducibili alla volontà del fondatore o dei fondatori". L'ordinamento societario del Granducato differenzia tra *Anstalt*, persona giuridica a struttura unipersonale e impresa individuale a responsabilità limitata; secondo l'Autore è a quest'ultima figura a cui più si avvicina la disciplina della direttiva n. 89/667/CEE del 21 dicembre 1989, fermo restando che l'impresa individuale a responsabilità limitata non assume la forma societaria.

³¹ La l. 13 giugno 1973, n. 371 ha previsto la costituzione unilaterale delle s.r.l.; la successiva l. 17 dicembre 1992, n. 61 ha invece esteso la disciplina alle s.p.a.. V. "La società unipersonale in Danimarca", *Riv. soc.*, 1988, 870 ss. e LINDE, "Modificate le leggi societarie danese", *Società*, 1993, 1135 ss.

³² V. l. 4 luglio 1980. Cfr. SPOLIDORO, "La costituzione unipersonale delle società a responsabilità limitata in Germania", *Riv. soc.*, 1988, 837 ss.

³³ V. l. n. 85-697 dell'11 luglio 1985. Cfr. "La legge francese sulla «*entreprise unipersonnelle à responsabilité limitée*»", *Riv. soc.*, 1988, 865 ss.; FLORES – MESTRE, "L'*entreprise unipersonnelle à responsabilité limitée*", *Revue des sociétés*, 1986, 15 ss.; PISAPIA, "Società unipersonale: la società francese", *Società*, 1993, 1003 ss.

³⁴ V. l. 16 maggio 1986. Cfr. "La società unipersonale nei Paesi Bassi", *Riv. soc.*, 1988, 869.

³⁵ Il d.l. 25 agosto 1986, n. 248 ha introdotto in realtà l'*establecimiento mercantil individual de responsabilidad limitada*, strumento "appositamente ideato per risolvere il problema della limitazione di responsabilità dell'imprenditore individuale, ma diverso dalla società nascente con un unico socio (...), istituto che il

perseguiti del legislatore comunitario, quello di arginare il fenomeno della c.d. “società di comodo” e permettere agli imprenditori individuali degli Stati membri di disporre di uno strumento idoneo a limitare la propria responsabilità al patrimonio conferito nell’attività d’impresa³⁷. A tali motivazioni, la dottrina ne aggiungeva a suo tempo una ulteriore, ovvero quella di incentivare l’utilizzo della s.r.l. unipersonale perché “strumento visto di buon occhio” dai creditori – *in primis* banche ed enti finanziari – in grado di ottenere garanzie personali da parte dell’unico socio³⁸.

La direttiva è stata recepita in Italia dal d.lgs. 3 marzo 1993, n. 88, “spazzando d’un sol colpo posizioni legislative e atteggiamenti mentali e impianti concettuali consolidati”³⁹; in un primo momento, con una scelta inversa a quella argentina, il nostro Paese ha previsto esclusivamente la società unipersonale a responsabilità limitata⁴⁰, non avvalendosi così della facoltà, pure prevista dalla direttiva, di consentire la s.p.a. unilaterale (art. 6), perché ritenuta eccessivamente invasiva⁴¹. La nuova disciplina si componeva di più tasselli: comminava la perdita del beneficio della responsabilità limitata come reazione alla violazione delle regole relative ai conferimenti *ex art.* 2476, commi secondo e terzo, c.c. e agli obblighi pubblicitari ai sensi dell’art. 2475 *bis* c.c. (art. 2497, comma secondo, lett. b) e c), c.c.); in caso di insolvenza della società, si manteneva la regola della responsabilità illimitata dell’unico quotista, qualora questi fosse stato una persona giuridica o socio di altra società di capitali (art. 2497, comma secondo, lett. a), c.c.).

legislatore portoghese è poco propenso ad accettare per un’innata fedeltà all’idea della società come contratto”: così BALZARINI, “L’impresa individuale a responsabilità limitata in Portogallo”, *Riv. Soc.*, 1988, 848.

³⁶ V. l. 14 luglio 1987. Cfr. WYMEERSCH, “L’introduction de la société unipersonnelle en droit belge”, *Riv. soc.*, 1988, 834 ss. e AFSCHRIFT – DE HEMPTINNE, “La loi 14 juillet 1987. La société unipersonnelle”, *Revue pratique des sociétés*, 1989, 3, 198.

³⁷ V. *Considerando* n. 5 della direttiva 89/667/CEE. In argomento, si legga PETRAZZINI, “S.r.l. unipersonale come holding?”, *Giur. It.*, 1996, 362 ss.

³⁸ “Questi creditori (...) saranno al riparo dal concorso dei creditori personali del socio unico sul patrimonio dell’impresa e potranno comunque assicurarsi, grazie alla loro forza contrattuale, un diritto di garanzia da far valere sul patrimonio personale dell’unico socio, magari assistito dalla costituzione di un’ipoteca o di un pegno”: così, SPOLIDORO, “La legge sulla s.r.l. unipersonale”, *Riv. Soc.*, 1993, 117.

³⁹ COTTINO, “Dal ‘vecchio’ al ‘nuovo’ diritto azionario: con qualche avviso ai naviganti?”, in COTTINO – SARALE (a cura di), *Società per azioni. Costituzione e finanziamento*, in *Nuova giurisprudenza di diritto civile e commerciale*, fondata da W. Bigiavi, Torino, 2013, 4.

⁴⁰ D.lgs. 3 marzo 1993, n. 88, in attuazione della l. delega 19 febbraio 1992, n. 142.

⁴¹ Tra gli altri, v. IBBA, “La s.r.l. unipersonale tra alterità soggettiva e separazione patrimoniale”, in AA.VV., *Studi in onore di Pietro Rescigno*, IV, Milano, 1998, 254 ss.; FABIANI (*supra*, n. 9), 166 evidenzia l’elevato grado di “prudenza” a cui il legislatore si è attenuto, inizialmente, nell’arginare il beneficio della responsabilità limitata.

Non ponendo alcuna correlazione tra unipersonalità e parametri dimensionali della società⁴², il legislatore italiano aveva però determinato tra s.r.l. e s.p.a. un'asimmetria non sostenibile, rimossa infatti dalla riforma del diritto societario: oggi, la s.p.a. può essere costituita per atto unilaterale (art. 2328, comma primo, c.c.), così come la s.r.l. (art. 2463, comma primo, c.c.); delle obbligazioni sociali risponde soltanto il patrimonio della società unipersonale, s.p.a. o s.r.l. (artt. 2325, comma primo, e 2462, comma primo, c.c.); l'accesso alla limitazione di responsabilità non è più subordinato alla circostanza per cui il socio unico sia persona fisica o socio unico di una sola società. Residua pur tuttavia un'ipotesi di responsabilità illimitata del socio, che "in caso di insolvenza", risponderà illimitatamente per le obbligazioni sorte nel tempo in cui egli abbia concentrato l'intera partecipazione o tutte le azioni, quando i conferimenti in denaro non siano stati effettuati secondo quanto dettato dall'art. 2342 c.c., per le s.p.a., e dall'art. 2464 c.c., per le s.r.l., o fino a quando egli non abbia adempiuto agli obblighi pubblicitari *ex* artt. 2362 (s.p.a.) e 2470 c.c. (s.r.l.)⁴³.

L'inciso "in caso di insolvenza" merita più di una precisazione.

Innanzitutto, pare doversi concludere per la mancata coincidenza tra l'opzione lessicale del legislatore della riforma e lo stato di insolvenza rilevante *ex* art. 5 l. fall.: ai fini della responsabilità illimitata del socio unico rileva piuttosto un'accezione di insolvenza intesa come "oggettiva insufficienza del patrimonio sociale al soddisfacimento dei debiti"⁴⁴. Inoltre, si può osservare che la responsabilità illimitata dell'unico azionista ha carattere sussidiario, potendo essere fatta valere dai creditori sociali "solo dopo che sia stato infruttuosamente escusso il patrimonio sociale o comunque risulti oggettivamente l'insufficienza dello stesso"⁴⁵.

L'insolvenza non è *in re ipsa* causa sufficiente a fondare un'ipotesi di responsabilità illimitata del socio unico; essa piuttosto è "mero presupposto"⁴⁶ della possibile responsabilità illimitata, le cui cause sono però altrove, ovvero nella violazione di prescrizioni organizzative e pubblicitarie. È quindi tale violazione, unita allo stato di insolvenza della società, a provocare la reazione dell'ordinamento e determinare così la perdita, in chiave di sanzione, della responsabilità illimitata⁴⁷. Infine, argomentando *ex* art.

⁴² A livello comparato, si riscontrano ordinamenti, come il Belgio, in cui tale correlazione è stata invece prevista, con il risultato di riservare lo strumento dell'unipersonalità alle piccole imprese: v. l. 14 luglio 1987.

⁴³ Netto il giudizio di COTTINO (*supra*, n. 39), 4, secondo cui la responsabilità illimitata risulta relegata "all'ipotesi, residuale e assai improbabile, dell'improvvida o distratta omissione da parte del padre padrone di una società per azioni degli adempimenti sostanziali e pubblicitari previsti" dalla legge.

⁴⁴ SANFILIPPO, "Commento *sub* art. 2362 c.c.", in NICCOLINI – STAGNO D'ALCONTRES (a cura di), *Società di capitali. Commentario*, Napoli, 2004, 425.

⁴⁵ CAMPOBASSO, *Diritto commerciale*, 2, *Diritto delle società*, Milano, 2013, 176; RESCIGNO, "L'unico azionista", in CAGNASSO – PANZANI (diretto da), *Le nuove s.p.a.*, 1, Bologna, 2010, 363.

⁴⁶ PIRAS (*supra*, n. 23), 342.

⁴⁷ Il termine "sanzione" è contemplato dalla Relazione di accompagnamento alla Riforma (D.lgs. 17 gennaio 2003, n. 6). ZANARONE, "Della società a responsabilità limitata", in SCHLESINGER (*supra*, n. 30), 181 specifica

147 l. fall., si giunge a prevedere un'ipotesi di immunità dal fallimento per il socio unico di s.p.a. o di s.r.l.⁴⁸; la disposizione prevede infatti espressamente che la sentenza dichiarativa di fallimento “produce il fallimento dei soci, pur se non persone fisiche, illimitatamente responsabili”, soltanto se pronunciata nei confronti di società composte – istituzionalmente – da soci illimitatamente responsabili, e ciò indipendentemente che a rispondere in modo illimitato siano tutti i soci (come nella s.n.c.) o solo una categoria di essi (come nella s.a.s. e nella s.a.p.a.).

A breve distanza dall'approvazione della riforma, si è sostenuto che la disciplina della società unipersonale salvaguardasse più l'interesse sociale che non gli interessi dei creditori: la limitazione di responsabilità del socio unico diminuirebbe la tutela dei creditori sociali della s.p.a., tipo sociale “prettamente” utilizzato per l'esercizio dell'impresa medio-grande⁴⁹. Più recentemente, si è invece osservato che il legislatore “non reputa più che la «posizione» dell'unico socio rappresenti una anomalia (o un rischio di vanificazione) del sistema delle regole di funzionamento della società di capitali tale da imporre il superamento della regola della limitazione di responsabilità”⁵⁰; l'atteggiamento di “sospetto” nei confronti dell'unipersonalità ha ceduto quindi il passo alla presa d'atto che la presenza di un socio unico di società di capitali non è una “situazione elusiva da colpire”, quanto invece una “legittima esigenza dei rapporti di impresa”⁵¹. La responsabilità limitata è divenuta perciò “modalità ordinaria” di esercizio di qualsiasi iniziativa economica, nell'ambito di una prospettiva generale di “favore” e di “stimolo” per l'investimento di

però che per “sanzione” deve intendersi “non già, genericamente, una qualsiasi reazione dell'ordinamento alla violazione del medesimo, ma, più specificamente, una misura afflittiva posta a tutela di un interesse di carattere generale, e quindi ancorata necessariamente ad una fonte legale, anche se si fa leva per la sua attivazione sul portatore di un interesse privato (quali sono certamente i creditori sociali di fronte alla responsabilità illimitata dell'unico socio)”. La decadenza dal beneficio della responsabilità limitata è stata altresì ricondotta alla figura delle c.d. pene civili: così in BENAZZO, *Le “pene civili” nel diritto privato d'impresa*, Milano, 2005, 307 ss.. In argomento, v. anche SCOGNAMIGLIO, “L'impresa azionaria unipersonale (spunti dagli scritti di Giorgio Oppo sulla riforma organica del diritto societario)”, *Riv. dir. civ.*, 2015, 451 ss.

⁴⁸ Cfr. Cass., 14 aprile 2010, n. 8964, *Foro pad.*, 2010, 681 con nota di BIANCHI; Cass., 4 febbraio 2009, n. 2711, *Fall.*, 2009, 1399, con nota di PLATANIA, “L'estensione del fallimento all'unico socio di società di capitali”; Cass., 12 novembre 2008, n. 27013, *Foro It.*, 2009, I, 1425 ss.. Per la dottrina, v. PIRAS (*supra*, n. 23), 346. Nella vigenza della precedente formulazione dell'art. 147 l. fall., si era affacciato l'orientamento favorevole al fallimento per estensione del socio unico di s.r.l.: v. Trib. Roma, 9 giugno 2004, *Dir. fall.*, 2005, 2, 1037, con nota di GANGEMI, “Il fallimento in estensione del socio unico di società a responsabilità limitata”, ed in *Società*, 2005, 194, con nota di SPAGNOLO, “Responsabilità del socio quasi totalitario”. Per la dottrina, v. per tutti le osservazioni di SPIOTTA (*supra*, n. 23), 341 ss., ove sono riportati anche ampi riferimenti bibliografici in tema.

⁴⁹ Così SPARANO – ADDUCCI, “Il nuovo diritto societario italiano alla luce dei principi del piano d'azione comunitario”, *Società*, 2004, 237.

⁵⁰ RESCIGNO (*supra*, n. 45), 344.

⁵¹ MINUTOLI, “Riflessioni sulla responsabilità illimitata del socio unico di società di capitali”, *Società*, 2005, 1364.

capitali⁵². È conseguente ritenere che il rapporto tra responsabilità limitata e responsabilità illimitata sia ricostruibile in termini di “regola” (la prima) ed “eccezione” (la seconda)⁵³.

Dal punto di vista organizzativo, la società di capitali unipersonale si pone come modello “intermedio” tra quello “destrutturato” dell’impresa individuale e quello collettivo, societario e pluripersonale⁵⁴.

Il legislatore italiano non ha creato un nuovo tipo di società, dal momento che la struttura dell’organizzazione interna della s.p.a. e della s.r.l. monosoggettiva non risulta oggetto di disciplina peculiare⁵⁵. In seno alla dottrina italiana, è sorto quindi il dubbio se il socio unico di società di capitali possa esercitare poteri di gestione: la soluzione al problema richiede di esaminare separatamente il caso della s.p.a. e della s.r.l.. Com’è noto, l’art. 2380 *bis* c.c. attribuisce in via esclusiva agli amministratori della società azionaria la gestione, precludendo tale funzione ai soci riuniti in assemblea⁵⁶: per il brocardo secondo cui *ubi lex voluit dixit*, la mancata previsione da parte del legislatore di una deroga all’art. 2380 *bis* c.c. fa sì che la norma si applichi anche al caso della s.p.a. unipersonale. Ragionando diversamente, si è ipotizzato che il socio unico, giacché titolare di una “posizione di controllo, addirittura totalitario” sulla s.p.a., eserciti un’attività di direzione e coordinamento *ex art. 2497 sexies* c.c.⁵⁷.

Quanto invece alla s.r.l., la sua disciplina difetta di una disposizione simmetrica all’art. 2380 *bis* c.c.: la ripartizione delle competenze tra soci e amministratori è attratta in massima parte nell’orbita dell’autonomia statutaria, con la conseguenza che lo statuto può concentrare nei soci la totalità dei poteri gestori, fermo restando che “l’identità tra le persone dei soci e degli amministratori non esclude la diversità dei ruoli e delle funzioni e la soggezione a regole diverse nell’una e nell’altra veste”⁵⁸. Si può notare tuttavia che il

⁵² SCOGNAMIGLIO (*supra*, n. 47), 451 ss.

⁵³ COTTINO (*supra*, n. 39), 4.

⁵⁴ PIRAS (*supra*, n. 23), 349 ss., osserva infatti che nel modello intermedio, “individuale, ma di tipo societario”, si crea “una struttura esterna alla sfera giuridico-patrimoniale del conferente costruita, a tutti gli effetti, come centro autonomo di imputazione di rapporti, con pienezza di prerogative e di attributi”.

⁵⁵ Cfr., tra gli altri, SPOLIDORO (*supra*, n. 38) 97; FABIANI (*supra*, n. 9), 167; COSTA, “La società a responsabilità limitata con unico socio”, *Vita not.*, 1993, 41.

⁵⁶ La dottrina italiana riconosce che si tratta di una disposizione “di sistema”, ma nega alla stessa carattere di “assoluto tipologico”; l’osservazione muove dall’interpretazione *a contrariis* dell’art. 2497, comma primo, c.c., secondo cui “nei limiti dei principi di corretta gestione societaria e imprenditoriale, è legittimo esercitare l’attività di direzione e coordinamento”, che si risolve in “un’attività sistematica di indirizzo strategico delle scelte gestorie”; nulla osterebbe quindi a che “comportamenti legittimi se tenuti *de facto*” possano “essere statutariamente dedotti come oggetto di deliberazioni assembleari, allora vincolanti, ferma restando la responsabilità degli amministratori”: v. MONTALENTI, *Società per azioni, corporate governance e mercati finanziari*, Milano, 2011, 116 ss.

⁵⁷ La tesi è esposta, seppure accompagnata da qualche perplessità, da SCOGNAMIGLIO (*supra*, n. 47), 451 ss.

⁵⁸ RIVOLTA, “I regimi di amministrazione nella società a responsabilità limitata”, in ABBADESSA – PORTALE (diretto da), *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum G.F. Campobasso*, Torino, 2007, 3, 523 ss.;

legislatore non attribuisce esplicitamente ai soci (o al socio unico) di s.r.l. il potere di impartire istruzioni agli amministratori⁵⁹.

Si tratta, a ben vedere, di un'incertezza che difficilmente potrebbe presentarsi nel sistema argentino, in cui l'unipersonalità ha un riflesso immediato sulla composizione dell'organo di gestione, imponendo la nomina di almeno tre amministratori (art. 255, comma secondo, *Ley* 19950).

6. Uno sguardo più ampio: la società unipersonale nel contesto del MERCOSUR e della UE. Cenni.

Esaminata la disciplina in vigore nei due Paesi, merita concentrarsi sul ruolo della società unipersonale nelle strutture sovranazionali a cui essi aderiscono: ovvero, il *Mercado Común del Sur* (MERCOSUR) per l'Argentina e l'Unione europea per l'Italia.

In entrambi i mercati è diffusa la tendenza a limitare la responsabilità dell'imprenditore individuale. Il Paraguay⁶⁰, il Cile⁶¹ e il Brasile⁶² hanno introdotto, rispettivamente nel 1983, nel 2003 e nel 2011, l'*Empresa Individual de Responsabilidad Limitada*; la legislazione colombiana, invece, contempla dal 2008 la *sociedad por acciones simplificada* (SAS), che può essere costituita da una o più persone fisiche o giuridiche, che rispondono delle obbligazioni sociali limitatamente a quanto conferito⁶³.

Quanto al versante europeo, la proposta di direttiva della Commissione del 9 aprile 2014 e il successivo testo di compromesso approvato dal Consiglio il 28 maggio 2015, in vista della presentazione al Parlamento, sono segni di un rinnovato interesse per la materia⁶⁴. La Commissione ha rilevato innanzitutto che “costituire società a responsabilità

sull'imprescindibilità dell'organo gestorio nella s.r.l., v. su tutti CAGNASSO, “La società a responsabilità limitata”, in COTTINO (diretto da), *Trattato di diritto commerciale*, Padova, 2007, 283 ss. e ID., “Introduzione alla disciplina della società a responsabilità limitata”, in COTTINO – BONFANTE – CAGNASSO – MONTALENTI (diretto da), *Il nuovo diritto societario*, Bologna, 2009, 906 ss.

⁵⁹ L'osservazione si deve nuovamente a SCOGNAMIGLIO (*supra*, n. 47), 451 ss., secondo cui l'ordinamento societario italiano “non contempla l'attribuzione al socio di società di capitali, quand'anche unico, del potere di direzione e di ingerenza puntuale nella gestione dell'impresa sociale”, eccezion fatta per il caso in cui sussista un'ipotesi di direzione e coordinamento. La soluzione ermeneutica per la quale al socio unico spettano gli stessi poteri che gli competerebbero nella s.p.a. o nella s.r.l. plurisoggettiva incontra però un limite, come ammesso dalla stessa Autrice: “sul piano del fatto, è tuttavia plausibile che l'influenza, se non anche l'ingerenza, dell'unico azionista nella gestione dell'impresa sociale sia intensa e costante; tanto più intensa quando il socio unico rivesta altresì la qualifica di amministratore, e addirittura di amministratore unico”.

⁶⁰ *Ley* n. 1034, emanata il 22 novembre 1983.

⁶¹ *Ley* n. 19857, pubblicata l'11 febbraio 2003.

⁶² *Ley ordinaria* n. 12441, pubblicata il 12 luglio 2011.

⁶³ *Ley* n. 1258, pubblicata il 5 dicembre 2008.

⁶⁴ Il testo della direttiva è consultabile su www.europarl.europa.eu; quello del compromesso su www.dirittobancario.it.

limitata con un unico socio come società controllate in altri Stati membri comporta dei costi dovuti all'eterogeneità dei requisiti giuridici e amministrativi che devono essere rispettati negli Stati membri interessati" (considerando n. 3); di conseguenza, la riduzione dei costi agevolerebbe le attività transfrontaliere e fungerebbe da incentivo alla costituzione di società con un unico socio come società controllate in altri Stati membri (considerando n. 7); si è suggerito altresì di approntare un "quadro giuridico armonizzato che disciplini la costituzione di società unipersonali" nonché un modello uniforme per l'atto costitutivo (considerando n. 8).

La proposta di direttiva prevede quindi l'adozione della *societas unius personae* (SUP), la cui disciplina è riassumibile, con uno sforzo di semplificazione, nei seguenti punti:

- i) la SUP ha piena personalità giuridica ed il socio unico risponde limitatamente al capitale sottoscritto (art. 7);
- ii) la procedura di registrazione deve essere espletata elettronicamente in tutti i suoi elementi (art. 14);
- iii) il capitale sociale minimo, interamente sottoscritto, è pari ad un euro (art. 16);
- iv) la gestione è esercitata dall'organo di direzione (art. 22).

Il testo di compromesso ha insistito in particolare su quest'ultimo profilo; il Consiglio ha preferito infatti eliminare dalla proposta di direttiva la previsione riguardante l'attribuzione al socio unico di competenze in delegabili, nonché del potere di impartire istruzioni agli amministratori, demarcando così nettamente la diversità dei ruoli e delle relative funzioni.

7. Conclusioni.

A livello comparato, la società unipersonale è avanzata come un fiume carsico, scorrendo sotterranea ed affacciandosi in luoghi e momenti tra loro anche distanti. Le resistenze che la sua affermazione ha incontrato sembrano poggiare su considerazioni di ordine sistematico e, prima ancora, storico; la ragione per cui essa è stata a più riprese proposta muove da esigenze pratiche.

Il riconoscimento dell'unipersonalità richiede di dismettere abiti mentali a lungo indossati dai legislatori: alcuni vi hanno impiegato minor tempo; altri maggiore; altri legislatori ancora non sembrano averne intenzione. La stessa dizione "società unipersonale" accosta situazioni che si credevano (e in alcuni ordinamenti sono tuttora) inconciliabili; a ciò si può aggiungere che l'unipersonalità, una volta innestata nelle società di capitali, schiude all'imprenditore individuale la porta, altrimenti serrata, della responsabilità limitata.

Per più secoli, del resto, non si è contestato che la limitazione della responsabilità fosse connaturale al solo fenomeno imprenditoriale collettivo: due esempi contribuiscono probabilmente a giustificare la ritrosia del legislatore a concedere forme di responsabilità

limitata al socio unico. Innanzitutto, torna alla mente la riuscita immagine del “patto”⁶⁵ sottoscritto, da una parte, dall’autorità statale e, dall’altra, dalla classe mercantile, riunita nelle prime compagnie commerciali. L’organizzazione di spedizioni mercantili implicava, come un Giano bifronte, la doppia prospettiva di perdite o guadagni, entrambi di notevole entità: i gruppi imprenditoriali, consapevoli che il potere politico traeva redditi e prestigio dal successo delle iniziative d’oltremare, accettavano di sostenerne i costi ma non prima di aver ottenuto, come privilegio concesso *ad hoc*, l’esenzione dalla responsabilità illimitata⁶⁶. Con un ulteriore passo indietro, si può ricordare come già il diritto medievale, nel caso dell’accomandita, ammettesse una primigenia limitazione della responsabilità per il socio accomandante⁶⁷. Come si può ben comprendere, le due situazioni caratterizzate dalla responsabilità limitata si inserivano pur sempre nella più ampia cornice delle persone giuridiche pluripersonali.

Il rimando all’accomandita non è casuale: nel contesto italiano, si è disconosciuta alla responsabilità limitata la qualità di “effetto coesenziale al riconoscimento della personalità giuridica”, proprio facendo leva sul fatto che il codice civile conosce “ipotesi di illimitata responsabilità normalmente derivanti anche dalla costituzione di società di capitali (quella del socio accomandatario di società in accomandita per azioni) e, per converso, ipotesi di responsabilità limitata per soci di società di persone (il socio accomandante di società in accomandita semplice)”⁶⁸. Inoltre, si è notato che la responsabilità personale dell’imprenditore individuale per i creditori non è di per sé fonte di una “maggiore sicurezza” se rapportata alle garanzie formali proprie della disciplina della s.p.a.⁶⁹.

L’esigenza pratica soddisfatta, almeno astrattamente, dalla previsione della società unipersonale è quella di agevolare lo sviluppo di imprese di “non trascurabile dimensione”, sottraendo l’imprenditore individuale dal gravoso regime della responsabilità illimitata⁷⁰.

⁶⁵ GALGANO, *Lex mercatoria. Storia del diritto commerciale*, Bologna, 1993, 78

⁶⁶ CAPRARA, *Le funzioni dei sindaci tra principi generali e disciplina*, Padova, 2008, 10; ROPPO, *Diritto privato*, Torino, 2012, 159.

⁶⁷ Rileva MONTALENTI, *Il socio accomandante*, *Quaderni Giur. Comm.*, Milano, 1985, 33 ss. che il fondamento della perdita del beneficio della responsabilità limitata in capo all’accomandante, nell’accomandita medievale, non si situava, come nel diritto attuale, essenzialmente nel divieto di immistione: “con ogni probabilità non era affatto così radicato nella coscienza mercantile il principio secondo cui per poter fruire di quel beneficio ci si dovesse astenere da qualunque atto di direzione sulla destinazione economica dei propri capitali”. Piuttosto, l’accomandante avrebbe dovuto attenersi alla “proibizione di compiere atti di rappresentanza, di contrarre cioè obbligazioni in nome e per conto della società”.

⁶⁸ IANNELLO, “*La fallibilità della holding personale tirannica tra presupposti ed effetti contraddittori?*”, *Fall.*, 2002, 1230.

⁶⁹ CAMPOBASSO (*supra*, n. 45), 173, annovera tra tali garanzie l’autonomia patrimoniale, la struttura organizzativa articolata in una pluralità di organi, la strutturazione dell’informazione contabile resa ai creditori.

⁷⁰ P. GROSSO, “L’atto costitutivo e le condizioni per la costituzione”, in COTTINO – SARALE (a cura di), *Società per azioni. Costituzione e finanziamento*, in *Nuova giurisprudenza di diritto civile e commerciale*, fondata da W. Bigiavi, Torino, 2013, 80.

Esaurite queste schematiche osservazioni, merita soffermarsi sulle modalità con le quali la società unipersonale è approdata nel sistema argentino e in quello italiano: le esperienze sono accomunate dal recepimento tardo e, allo stesso tempo, prudente di un istituto che vantava altrove una sperimentazione consolidata. Due sono gli indici più evidenti di tale atteggiamento: *i*) la scelta dell'ordinamento italiano di limitare per un decennio l'unipersonalità alle s.r.l., confermando così queste ultime nel ruolo di "laboratorio" del diritto societario⁷¹; *ii*) la previsione della sola *sociedad anónima unipersonal* in Argentina.

Il raffronto con le esperienze giuridiche dei Paesi limitrofi ha senz'altro pesato nella ricezione della società unipersonale, tanto in Argentina quanto in Italia: nel primo caso, la proliferazione dell'impresa individuale a responsabilità limitata in più ordinamenti, unita al recente avvento della *sociedad anónima simple* in Colombia, ha spinto ad allinearsi ai principali *partners* commerciali del MERCOSUR; minor spazio discrezionale ha avuto il legislatore italiano, che ha dovuto invece immettersi nella via (obbligata) tracciata dalla Dodicesima direttiva. In quest'ultimo dato v'è traccia del ruolo delle istituzioni europee nel ravvicinare le legislazioni societarie: una spinta propulsiva che, come testimoniano la Proposta di direttiva della Commissione del 9 aprile 2014 ed il testo di compromesso del Consiglio del 28 maggio 2015, è lontana dall'esaurirsi. L'imprenditore da tempo può avvalersi in tutti gli Stati membri dello strumento societario unipersonale e, in prospettiva, laddove la *Societas unius personae* (SUP) fosse effettivamente regolata, potrebbe altresì operare in una cornice normativa uniforme: risulta così agevole comprendere che la dizione *European Company Law* non è più una mera espressione accademica, quanto piuttosto una categoria idonea a descrivere una definita realtà normativa⁷². È opportuno enfatizzare, del resto, che l'uniformazione del diritto societario ha un rilevante scopo pratico, nella misura in cui impedisce che la libertà di stabilimento, pure riconosciuta a livello comunitario, possa essere impiegata abusivamente dalla società per assoggettarsi alla disciplina di volta in volta ritenuta più vantaggiosa⁷³.

Tra i due sistemi, però, non vi sono soltanto punti di contatto. Come si è visto, la disciplina della società unipersonale diverge in misura significativa al di qua e al di là

⁷¹ CAGNASSO – MAMBRIANI, "Premessa", in *Codice della società a responsabilità limitata*, Roma, 2015, V. Identico processo si è verificato, con riguardo alla società unipersonale, nel diritto danese; in termini più generali, in quello spagnolo: la riforma del diritto societario, attuata dalla *ley* 31/2014, emanata il 3 dicembre 2014, ha esteso alle società anonime (*sociedades anónimas*) numerose disposizioni inizialmente applicate soltanto alle società a responsabilità limitata (*sociedades de responsabilidad limitada*). Cfr. CUATRECASAS, *Nota monográfica. La Ley de reforma de la Ley de sociedades de capital para la mejora del gobierno corporativo*, consultabile su www.cuatrecasas.com.

⁷² MONTALENTI, *Il diritto societario riformato nel quadro europeo*, in AA.VV., *Il diritto societario riformato: bilancio di un decennio e prospettive in un quadro europeo*, Milano, 2014, 32.

⁷³ Cfr. WOUTERS, "European Company Law: Quo Vadis?", *Common Market Law Review*, 37, 257-307, 2000, 269; WYCKAERT – JENNÉ, "Corporate Mobility", in *The European Company Law Action Plan Revisited*, Leuven, 2010, 287 ss.

dell'Oceano; ciò che più vale a separare i modelli non sembra situarsi tuttavia nel dato letterale delle norme, ma nella diversa impostazione di fondo di cui risentono. L'ordinamento argentino ha avvolto la società unipersonale con un robusto "cordone di sicurezza", in cui si intrecciano l'assoggettamento alla vigilanza pubblica e l'obbligo di nominare almeno tre amministratori e sindaci: peculiarità che rendono l'*anónima unipersonal* un tipo sociale a sé e polo d'attrazione più per i gruppi, che non per l'imprenditore individuale. Il sistema italiano si è mosso invece in altra direzione, non predeterminando per la società unipersonale modalità di controllo o amministrazione differenti rispetto alle s.p.a. e s.r.l. pluripersonali.

Tertium datur: la direttiva SUP, ancora in gestazione, contempla un regime differenziato per le società unipersonali, ma finalizzato, attraverso la riduzione al minimo dei costi e la massima semplificazione del procedimento costitutivo, ad un suo più diffuso impiego da parte dell'imprenditore individuale.

COMMISSIONE PER ELABORARE PROPOSTE DI INTERVENTI DI RIFORMA, RICOGNIZIONE E RIORDINO DELLA DISCIPLINA DELLE PROCEDURE CONCORSUALI

RELAZIONE ALLO SCHEMA DI LEGGE DELEGA PER LA RIFORMA DELLE PROCEDURE CONCORSUALI

Signor Ministro,

la commissione da Lei istituita con decreto del 28 gennaio scorso, cui è stato attribuito il compito di elaborare proposte di riordino e di riforma delle procedure concorsuali, ha concluso i propri lavori entro il termine che le era stato assegnato.

La commissione, sulla falsariga delle indicazioni contenute nel decreto istitutivo, si è posta l'obiettivo di elaborare un progetto di riforma organico delle diverse procedure concorsuali che il nostro ordinamento giuridico oggi contempla. Ha perciò redatto uno schema di legge delega in cui si prospetta la futura emanazione di un testo normativo che abroghi la vigente legge fallimentare e le leggi successive in tema di crisi d'impresa per disciplinare in modo coerente ed unitario il fenomeno dell'insolvenza.

L'ampiezza e la complessità del compito – che oltre alla prospettata riforma della legge fallimentare ha investito anche gli istituti dell'amministrazione straordinaria delle grandi imprese in crisi, del sovraindebitamento del consumatore e degli altri debitori non assoggettati a fallimento, nonché il tema dei privilegi e quello delle garanzie non possessorie – hanno suggerito di ripartire l'attività della commissione in sei diverse aree, ciascuna delle quali affidata ad una sottocommissione, cui sono stati preposti altrettanti coordinatori. Per ogni sottocommissione è stato altresì designato un referente allo scopo di mantenere stretti contatti con i referenti delle altre sottocommissioni e con me stesso, così da favorire l'uniformità dell'impostazione nei differenti settori. Per la medesima ragione sono state tenute nel corso dell'anno ripetute riunioni di

coordinamento, alle quali, oltre a me, hanno partecipato i coordinatori ed i referenti delle singole sottocommissioni. Le periodiche riunioni plenarie hanno consentito di allargare il dibattito a tutti i componenti della commissione e di trarre le fila del lavoro nel frattempo svolto nell'ambito delle sottocommissioni.

Come Ella ben sa, mentre erano in corso i lavori della commissione è sopravvenuta l'emanazione, da parte del Governo, del decreto legge 27 giugno 2015, n. 83, recante misure urgenti anche in materia concorsuale, poi convertito con la legge n. 132 dell'8 agosto 2015. In un primo tempo era parsa profilarsi l'eventualità di una contemporanea emanazione della suaccennata legge di conversione e di una legge delega che potesse già contenere le linee guida della riforma organica in vista della quale la commissione è stata concepita; in seguito si è anche affacciata l'eventualità che dette linee guida potessero essere inserite nel corpo di altri disegni di legge già all'esame del Parlamento. Ciò ha indotto ad elaborare una prima bozza di legge delega, che Le trasmisi in data 31 luglio 2015, di cui è stata in seguito anche formulata una versione più sintetica, che meglio potesse assumere la veste di un eventuale emendamento da collocare nell'ambito di un disegno di legge già in corso di esame parlamentare. Nessuna di queste eventualità si è però concretizzata. Perciò, nell'ultimo scorcio dell'anno, la commissione ha potuto dare corso al programma di audizioni che si era prefisso, acquisendo le osservazioni formulate dal Consiglio Nazionale dei dottori commercialisti e degli esperti contabili, dal Consiglio Nazionale Forense, dall'Associazione fra le Società italiane per Azioni – Assonime, dall'Associazione Bancaria Italiana e dalla Confindustria, per poi procedere alla stesura del testo definitivo dello schema di legge delega.

Giova ancora precisare che, in conformità all'indicazione al riguardo contenuta nel decreto istitutivo della commissione, nell'elaborare proposte di riforma dell'istituto dell'amministrazione straordinaria si è proceduto in coordinamento con il Ministero dello Sviluppo economico, i cui rappresentanti hanno costantemente partecipato ai lavori della sottocommissione cui questo settore era affidato ed hanno condiviso il testo da ultimo elaborato.

Troverà qui di seguito brevemente illustrati i punti principali del progetto.

* * *

1. *Premessa*

E' ampiamente diffusa, tanto tra gli studiosi quanto tra i pratici del diritto, l'opinione che sia divenuta ormai indifferibile una riforma organica dell'intera materia dell'insolvenza e delle procedure concorsuali ad essa relative. Anche solo dal punto di vista dell'immagine appare assai singolare che la normativa di base sia ancora costituita, a tal riguardo, dal r.d. 19 marzo 1942, n. 267 (c.d. legge fallimentare), quando quasi tutti gli altri Stati dell'Unione europea si sono dotati di normative sull'insolvenza ben più recenti. E' ben vero che la legge fallimentare italiana è stata da allora ripetutamente modificata e che talvolta – soprattutto per effetto degli interventi normativi attuati col d. lgs. 9 gennaio 2006, n. 5 – si è trattato di modifiche di ampio respiro, che hanno interessato interi settori della legge; ma, per certi versi, ciò ha persino accentuato lo scarto tra le disposizioni riformate e quelle rimaste invariate, che ancora risentono di un'impostazione nata in un contesto temporale e politico ben lontano dall'attuale.

D'altro canto, la frequenza degli interventi normativi che si sono succeduti negli ultimi tempi, interessando sovente disposizioni della legge fallimentare modificate appena qualche anno prima, ha generato rilevanti difficoltà applicative: non solo per un certo grado di approssimazione nella formulazione tecnica delle norme, inevitabile quando si legifera sotto la spinta dell'urgenza, ma anche – e forse soprattutto – perché il continuo mutamento del dato normativo rende problematico il formarsi di indirizzi giurisprudenziali consolidati e stabili, accentuando l'incertezza del diritto, favorendo il moltiplicarsi delle controversie ed, in definitiva, rallentando il corso delle procedure concorsuali.

Da ciò l'esigenza di un approccio di riforma non più episodico ed emergenziale, bensì sistematico ed organico, in modo da ricondurre a linearità un sistema divenuto nel tempo troppo farraginoso. Non può certo ignorarsi, d'altronde, che la necessità di una risistemazione complessiva

della materia concorsuale è oggi resa ancor più impellente dalle sollecitazioni provenienti dall'Unione europea, ed in particolare dalla Raccomandazione n. 2014/135/UE, espressamente infatti richiamata nel decreto istitutivo della commissione, oltre che dalla recente emanazione del novellato regolamento europeo sull'insolvenza transfrontaliera (Regolamento UE 2015/848). Né vanno trascurati i principi della *Model law*, elaborati in tema d'insolvenza dall'Uncitral, ai quali hanno aderito molti paesi anche in ambito extraeuropeo (compresi gli Stati Uniti d'America), il cui recepimento, in regime di reciprocità, consente che siano riconosciuti i provvedimenti giurisdizionali emessi nei rispettivi paesi, con evidente vantaggio anche per gli imprenditori italiani operanti all'estero.

2. Principi generali

Da quanto appena detto discende una prima fondamentale scelta: quella di disegnare un quadro normativo nel quale siano ben delineati i principi giuridici comuni al fenomeno dell'insolvenza, come tali idonei a fungere da chiari punti di riferimento per l'intera gamma delle procedure di cui si discute, sia pure con le differenziazioni di disciplina di volta in volta rese necessarie dalla specificità delle diverse situazioni in cui l'insolvenza può manifestarsi. L'imperativo della semplificazione ed armonizzazione delle procedure non deve infatti travolgere le esistenti peculiarità oggettive, da salvaguardare all'interno di percorsi secondari, ad esse appositamente dedicati.

In quest'ottica si renderà necessario che vengano definite in modo non equivoco alcune nozioni fondamentali nella materia in esame, a cominciare da quella di "crisi" (che non equivale all'insolvenza in atto, ma implica un pericolo di futura insolvenza) e di "insolvenza" (che è peraltro nozione già sufficientemente collaudata da molti decenni di esperienza giurisdizionale, onde non parrebbe necessario modificarla rispetto all'attuale formulazione normativa).

La profonda e generalizzata crisi economica degli ultimi tempi giustifica il ricorso ad una nozione omnicomprensiva d'insolvenza, come evento che può presentarsi ad ogni livello di svolgimento dell'attività economica, sia essa in forma organizzata, professionale o personale: cambiano infatti le dimensioni del fenomeno e la natura degli strumenti per affrontarlo, ma l'essenza resta la stessa, in ogni sua manifestazione.

Sempre sul piano definitorio, si propone di abbandonare la pur tradizionale espressione "fallimento" (e quelle da essa derivate), in conformità ad una tendenza già manifestatasi nei principali ordinamenti europei di *civil law* (tra cui quelli di Francia, Germania e Spagna), per evitare l'aura di negatività e di discredito, anche personale, che storicamente a quella parola si accompagna; negatività e discredito non necessariamente giustificati dal mero fatto che un'attività d'impresa, cui sempre inerisce un corrispondente rischio, abbia avuto un esito sfortunato. Anche un diverso approccio lessicale può meglio esprimere una nuova cultura del superamento dell'insolvenza, vista come evenienza fisiologica nel ciclo vitale di un'impresa, da prevenire ed eventualmente regolare al meglio, ma non da esorcizzare. Naturalmente la prospettata modifica terminologica dovrà comportare corrispondenti modifiche anche nelle varie disposizioni che oggi fanno riferimento al fallimento (o termini derivati), ivi comprese quelle penali, per assicurare la continuità della pretesa punitiva in presenza delle medesime condotte illecite.

La riconduzione della disciplina dell'insolvenza ad un quadro sistematico, le cui linee generali risultino bene individuabili, non può non agevolare l'indispensabile opera di semplificazione delle regole processuali di volta in volta applicabili, riducendone le incertezze interpretative che molto nuocciono alla celerità delle procedure concorsuali. Opera di semplificazione, questa, alla quale il futuro legislatore delegato dovrebbe attendere con particolare cura, ovviamente avendo soprattutto riguardo ai nodi oggi non ancora del tutto risolti dalla giurisprudenza ed utilizzando nella misura più ampia possibile le nuove opportunità offerte dalle tecniche digitali applicate al processo. Il risultato cui si mira è di dare maggiore uniformità agli orientamenti giurisprudenziali: obiettivo essenziale per rispondere ad imprescindibili esigenze di

certezza del diritto, che postulano un sufficiente grado di prevedibilità della decisione del giudice, e per migliorare l'efficienza del sistema economico rendendolo più competitivo nel confronto internazionale.

Occorre altresì farsi carico delle disfunzioni e dei disvalori delle procedure concorsuali, quali essi sono e vengono percepiti all'esterno, per evitare che, anche a causa di un uso non sempre controllato di istituti delicati, come quello della prededuzione, ci si trovi a dover constatare, a consuntivo, che una procedura è servita a nient'altro che ad assorbire le residue risorse disponibili dell'impresa. E' sembrato perciò opportuno sottolineare in modo esplicito l'esigenza di contenimento degli oneri in prededuzione, che sovente finiscono per frustrare oltre misura le legittime aspettative dei creditori.

La consapevolezza che la gestione delle procedure di crisi e di insolvenza è oggi quanto mai delicata e complessa, imponendo la soluzione di problemi al tempo stesso economico-aziendali, giuridici e fiscali, ha suggerito di proporre l'istituzione presso il Ministero della Giustizia di un apposito albo nel quale dovranno essere iscritti i soggetti dotati dei requisiti di professionalità, esperienza ed indipendenza occorrenti per espletare funzioni gestorie e di vigilanza nell'ambito di dette procedure. In un distinto albo, disciplinato con regolamento da emanarsi ad opera del Ministero dello Sviluppo economico, d'intesa col Ministero della Giustizia, è previsto siano iscritti i commissari delle procedure di amministrazione straordinaria.

2.1. Giudice competente

Tema particolarmente delicato è quello dell'individuazione del giudice competente a provvedere sulle procedure concorsuali.

Non occorrono molte parole per evidenziare come la gestione di tali procedure e l'adozione dei provvedimenti ad esse inerenti richiedano, in moltissimi casi, valutazioni giuridiche (ma non soltanto giuridiche) di natura spiccatamente specialistica. L'attuale conformazione della geografia

6

giudiziaria non sembra invece consentire un sufficiente livello di specializzazione dei giudici addetti alla trattazione delle procedure concorsuali. E' infatti fin troppo ovvio che soltanto in uffici giudiziari dotati di un organico adeguato è possibile assicurare un minimo di specializzazione dei magistrati addetti ad una determinata materia, specie per quanto concerne la competenza collegiale (che nella materia concorsuale è molto estesa), tenuto anche conto del regime delle incompatibilità. Ed, invece, esistono ancora una trentina di tribunali infra-provinciali, ottantotto tribunali con meno di trenta giudici in organico, quarantacinque con meno di venti giudici in organico ed addirittura ventisette tribunali con un organico che va da quindici a soli sei giudici. I tribunali nei quali sono attualmente funzionanti sezioni specializzate in materia concorsuale sono solo una ventina, mentre, per il resto, nella maggior parte delle tabelle dei tribunali figurano solamente uno o due giudici delegati alle procedure concorsuali.

Stando così le cose, la soluzione apparentemente più ovvia per risolvere il problema della specializzazione dei giudici che trattano le procedure concorsuali potrebbe apparire quella di assegnare in blocco tali procedure ai tribunali delle imprese (sezioni specializzate in materia di impresa presso i tribunali e le corti d'appello aventi sede nel capoluogo di ogni regione), istituiti dall'art. 2 del d.l. n. 1 del 2012, convertito con modificazioni dalla legge n. 27 del 2012. Tuttavia una siffatta scelta, nella sua absolutezza, potrebbe non esser priva d'inconvenienti: sia per l'eccessivo carico di procedure che si concentrerebbe sulle suindicate sezioni specializzate, sia perché, almeno nel caso di procedure relative ad imprese di minore dimensione o a consumatori ed a debitori che non esercitano attività d'impresa, l'eventuale maggiore lontananza dell'ufficio giudiziario potrebbe aggravare ingiustificatamente gli oneri e le difficoltà pratiche nell'esercizio dei diritti da parte di soggetti non adeguatamente attrezzati. Anche l'alternativa costituita da un massiccio e generalizzato ricorso ad applicazioni infradistrettuali di magistrati esperti nella materia concorsuale non è parsa praticabile, trattandosi di un rimedio farraginoso, costoso e non esente da profili disfunzionali per gli uffici interessati. Si è quindi preferito optare per una soluzione mediana,

prevedendo: che presso i tribunali delle imprese siano concentrate le procedure di maggiori dimensioni; che quelle riguardanti i soggetti interessati solo dalle procedure di sovraindebitamento restino attribuite ai tribunali oggi esistenti, secondo i normali criteri di competenza; e che la trattazione delle rimanenti procedure sia invece ripartita tra un numero ridotto di tribunali, dotati di una pianta organica adeguata, scelti in base a parametri oggettivi da individuare (numero dei magistrati addetti all'ufficio, numero delle imprese operanti nel circondario, flussi di procedure registrati negli ultimi anni). Tutto ciò, peraltro, in concomitanza con il necessario potenziamento degli organici, laddove le competenze risultino ampliate, e con l'emanazione di disposizioni volte ad assicurare un maggior grado di effettiva specializzazione dei giudici comunque chiamati ad occuparsi delle procedure anzidette.

2.2. Procedimento di accertamento giudiziale della crisi e dell'insolvenza

Come meglio poi si dirà, in difetto di soluzioni stragiudiziali, o perché non attivate o perché non concluse positivamente, la crisi o l'insolvenza sono destinate naturalmente a trovare sbocco in ambito giudiziario. Ed è proprio in tale ambito che dovrebbe potersi attuare quell'opera di semplificazione e di chiarificazione della disciplina normativa cui dianzi si è fatto cenno.

Mira a questo la prospettata *reductio ad unum* della fase iniziale delle varie procedure esistenti, con la creazione di un unico procedimento di accertamento giudiziale della crisi e dell'insolvenza. Una sorta di contenitore processuale uniforme di tutte le iniziative di carattere giudiziale fondate sulla prospettazione – e miranti alla regolazione – della crisi o dell'insolvenza (ferma la già richiamata distinzione dei due menzionati concetti), siano esse finalizzate alla conservazione o alla liquidazione dell'impresa o del patrimonio del debitore, quali che ne siano la natura (civile, professionale, agricola, commerciale), le dimensioni (piccola, media, grande) e la struttura (persone fisiche, persone giuridiche, gruppi di imprese, cooperative, associazioni, fondazioni, onlus, enti ecclesiastici, società a partecipazione pubblica e società *in house*), con la sola esclusione degli enti pubblici, fatte salve le eventuali disposizioni speciali riguardanti l'una o l'altra di tali situazioni.

Una volta individuata un'unica sede procedimentale, globalmente destinata all'esame delle situazioni di crisi o insolvenza, attraverso strumenti di regolazione conservativa o liquidatoria, diventa naturale che in essa confluiscono tutte le domande ed istanze, anche contrapposte, di creditori, pubblico ministero e debitore, in vista dell'adozione o dell'omologazione, da parte dell'organo giurisdizionale competente, della soluzione più appropriata alle situazioni di crisi o insolvenza accertate, nel pieno rispetto del principio del contraddittorio su tutte le istanze avanzate.

Siffatta impostazione agevola altresì la risoluzione dei problemi di coordinamento tra le molteplici procedure concorsuali attualmente in essere (fase prefallimentare, concordato preventivo, accordi di ristrutturazione dei debiti, dichiarazione di insolvenza degli imprenditori commerciali soggetti alle varie forme di amministrazione straordinaria e liquidazione coatta amministrativa, accordi e liquidazioni dell'imprenditore non assoggettabile a fallimento nonché del debitore civile, accordi, piani e liquidazione del consumatore), con particolare riferimento alla frequente sovrapposizione tra procedura di concordato preventivo e procedimento per la dichiarazione di fallimento, in ordine alla quale si è pronunciata la Corte di cassazione nella sua più autorevole composizione. In linea con tale recente insegnamento giurisprudenziali e con i principi affermati nella Raccomandazione 2014/135/UE e nel Regolamento UE 2015/848, anche in ambito processuale dovrà perciò darsi, finché possibile ed avendo cura di scoraggiare comportamenti strumentali, la prevalenza agli strumenti negoziali di risoluzione della crisi d'impresa e di ristrutturazione rispetto a quelli meramente disgregatori.

Il potere d'iniziativa attribuito al pubblico ministero non si discosta significativamente da quello previsto dalla normativa vigente, salvo che per il fatto di poter essere esercitato in ogni caso in cui egli abbia notizia di uno stato d'insolvenza. Sul piano logico, posto che l'attribuzione di tale potere evidentemente risponde ad un'esigenza di tutela di interessi di natura pubblica, mal si giustifica la sua restrizione ai soli casi nei quali la notizia dell'insolvenza pervenga al pubblico ministero attraverso canali determinati. E' apparso coerente contemplare tale potere d'iniziativa

anche nell'ambito delle procedure relative all'insolvenza di imprenditori la cui dimensione non ne contemplerebbe oggi il fallimento, ma non quando si tratti di debitori non aventi veste imprenditoriale.

Il procedimento sarà suscettibile di diversi possibili esiti, a seconda del tipo di provvedimento richiesto al giudice e dell'accertamento positivo o negativo della sussistenza delle relative condizioni. Appare coerente con questa logica il prevedere che un iniziale percorso concordatario, ove rivelatosi impraticabile, possa convertirsi automaticamente in un esito di tipo liquidatorio (corrispondente all'attuale fallimento), senza necessità di una nuova domanda – e dunque con risparmio di tempi e di costi – poiché l'iniziale domanda di regolazione della crisi sussume in sé tutti i prevedibili esiti del percorso giudiziale. Ovviamente ciò non comporta la reintroduzione in diversa forma della fallibilità d'ufficio, già da tempo espunta dall'ordinamento, che anzi dev'essere espressamente ribadita mediante l'eliminazione dell'unica ipotesi in cui essa è tuttora contemplata dall'art. 3, primo comma, del d.lgs. n. 270 del 1999.

L'unicità della procedura destinata alle situazioni di crisi o insolvenza, attraverso strumenti di regolazione conservativa o liquidatoria, si accompagna all'esigenza che le diverse forme di soluzione negoziale della crisi offrano analoghe opportunità al debitore di evitare aggressioni del proprio patrimonio (o comunque dei beni facenti parte dell'impresa) che rischiano di vanificare ogni possibilità di superamento della crisi nel tempo occorrente per mettere a punto la soluzione più adatta. All'eventuale futuro legislatore delegato dovrà essere demandato il compito di armonizzare il regime delle misure cautelari e della loro efficacia, anche nella fase dell'impugnazione.

3. Procedura extragiudiziale di allerta e di composizione assistita della crisi

Tra i principali obiettivi posti dal decreto istitutivo della Commissione e dalla Raccomandazione n. 2014/135/UE v'è quello di “*consentire alle imprese sane in difficoltà finanziaria di ristrutturarsi in una fase precoce, per evitare l'insolvenza e proseguire l'attività*”. La
10

necessità dell'ingresso anticipato in procedura dell'imprenditore in crisi è, d'altronde, riconosciuta da tutti gli ordinamenti, a partire da quello statunitense, e fa parte dei principi elaborati dall'Uncitral e dalla Banca Mondiale per la corretta gestione della crisi d'impresa.

L'importanza di questo obiettivo è quindi così evidente da non richiedere particolari sottolineature. E' appena il caso di ricordare, infatti, che le possibilità di salvaguardare i valori di un'impresa in difficoltà sono direttamente proporzionali alla tempestività dell'intervento risanatore e che, viceversa, il ritardo nel percepire i prodromi di una crisi fa sì che, nella maggior parte dei casi, questa degeneri in vera e propria insolvenza sino a divenire irreversibile ed a rendere perciò velleitari – e non di rado addirittura ulteriormente dannosi – i postumi tentativi di risanamento.

L'urgenza di un intervento in questa direzione è attestata da recenti studi empirici, dai quali emerge un quadro allarmante sull'incapacità delle imprese italiane – per lo più medie o piccole imprese – di promuovere autonomamente processi di ristrutturazione precoce, per una serie di fattori che ne riducono la competitività (sottodimensionamento, capitalismo a conduzione familiare, personalismo autoreferenziale dell'imprenditore, debolezza degli assetti di *corporate governance*, carenze nei sistemi operativi, assenza di monitoraggio e di pianificazione, anche a breve termine). Se a ciò si aggiunge che nel nostro Paese le procedure concorsuali sono ancora vissute dagli imprenditori come un male in sé, da allontanare nel tempo ad ogni costo, si comprende perché le imprese ammesse a concordato preventivo risultino per lo più in condizione di ormai irreversibile decozione.

E' dunque impellente rispondere all'invito contenuto nel Piano d'azione imprenditorialità 2020 COM(2012) del 9 gennaio 2013, rivolto dalla Commissione agli Stati membri della UE ed appositamente richiamato nel 9° Considerando della Raccomandazione n. 2014/135/UE, affinché offrano “servizi di sostegno alle imprese in tema di ristrutturazione precoce, consulenza per evitare i fallimenti e sostegno alle PMI per ristrutturarsi e rilanciarsi”, agendo sulle cause endemiche e culturali del ritardo con cui le imprese italiane si attivano per affrontare la crisi e fornendo loro un supporto esterno, anche in termini di consulenza. Ciò aiuterà a supplire al *deficit* di competenza ed

organizzazione interna da cui spesso le imprese sono afflitte, consentendo una tempestiva rilevazione delle difficoltà finanziarie che preludono alla crisi e rendono probabile l'insolvenza, così da scongiurare la progressiva distruzione del valore aziendale per puntare invece a *“massimizzarne il valore totale per creditori, dipendenti, proprietari e per l'economia in generale”*, come prevede l'obiettivo principale posto nel 1° *Considerando* della più volte citata Raccomandazione.

A questo scopo si è proposto d'introdurre una fase preventiva di “allerta”, volta ad anticipare l'emersione della crisi meglio di quanto non siano riusciti a fare, sinora, gli istituti vigenti: intesa non tanto, o non solo, quale richiamo a connotazione meramente ammonitoria, quanto come strumento di sostegno, diretto in prima battuta ad una rapida analisi delle cause del malessere economico e finanziario dell'impresa (intuibilmente soprattutto per le strutture imprenditoriali di minori dimensioni, meno attrezzate ad affrontare la crisi), e destinato a risolversi, all'occorrenza, in un vero e proprio servizio di supporto ai negoziati in vista del raggiungimento dell'accordo con i creditori o, eventualmente, anche solo con alcuni di essi (ad esempio quelli meno conflittuali, o più strategici).

Si mira a creare un luogo d'incontro tra le contrapposte – ma non necessariamente divergenti – esigenze del debitore e dei suoi creditori, secondo una logica di mediazione e composizione, non improvvisata e solitaria, bensì assistita da organismi professionalmente dedicati alla ricerca di una soluzione appropriata, con tutti i riflessi positivi che ne possono indirettamente derivare, anche in termini deflattivi del contenzioso civile e commerciale. Lo sbocco naturale della procedura sarà quindi costituito dall'adozione di misure di riorganizzazione dell'impresa idonee a favorire il superamento della situazione di difficoltà ed a prevenire un vero e proprio stato d'insolvenza, oppure dalla tempestiva messa in campo degli strumenti negoziali di gestione e superamento della crisi già contemplati dalla normativa. Il tribunale, naturalmente, resta sullo sfondo, pronto a fornire tutela giudiziale in chiave risolutiva dei possibili conflitti tra diritti ed interessi, anche di terzi, siano essi potenziali o già in essere.

La prospettiva di successo di una tale procedura dipende in gran parte dalla propensione degli imprenditori ad avvalersene tempestivamente. Perciò appare necessario configurare un sistema di incentivi, per chi vi ricorra, e di disincentivi, per chi invece non vi ricorra pur quando sussistano le condizioni che lo consiglierebbero, fermo l'obbligo di segnalare allo stesso debitore i più rilevanti indizi di difficoltà finanziaria ad opera dei principali creditori istituzionali (quale, ad esempio, l'Agenzia delle Entrate) o ad opera degli organi di controllo, se si tratta d'impresa gestita in forma societaria.

Anche le caratteristiche salienti delle procedure di allerta e composizione assistita della crisi dovrebbero essere concepite in modo da incoraggiare l'imprenditore ad avvalersene. Perciò si è previsto che siano contrassegnate da confidenzialità e si è preferito collocarle al di fuori del tribunale, per evitare il rischio che l'intervento del giudice possa essere percepito dal medesimo imprenditore, o dai terzi, quasi come l'anticamera di una successiva ed indesiderata procedura concorsuale d'insolvenza. D'altronde, il gravoso carico di lavoro che già oggi opprime i nostri tribunali, concorrendo a rallentare il corso dei procedimenti giudiziari (ivi comprese le procedure concorsuali), sconsiglia di onerarli di questo ulteriore compito, che potrebbe rivelarsi eccessivamente pesante. Si è quindi scelto di affidare la gestione di tali procedure ad un'apposita sezione degli Organismi di composizione della crisi, già oggi contemplati dalla normativa in tema di sovraindebitamento. Condizione essenziale per il loro successo è, però, che detti organismi siano adeguatamente rafforzati e resi idonei all'espletamento di questo nuovo impegno, garantendo un elevato livello di professionalità di coloro ai quali saranno demandati i delicati compiti cui s'è fatto cenno. Solo in caso di richiesta di misure protettive, volte ad impedire o paralizzare eventuali aggressioni dei creditori al patrimonio del debitore (o comunque ai beni facenti parte dell'impresa) nel periodo di tempo occorrente all'espletamento della procedura ed all'eventuale raggiungimento di accordi negoziali con i creditori medesimi, potrà rendersi necessario l'intervento del giudice anche in questa fase.

E' stata da talune parti prospettata la necessità di prevedere uno sbocco giudiziale delle

procedure in esame, quando esse non diano i risultati sperati o per l'oggettiva impossibilità di conseguirli o per la mancanza dell'impegno a tal fine richiesto all'imprenditore interessato. Non sembra, però, che una simile previsione normativa davvero occorra. S'è già detto che il ricorso alle procedure di allerta e di composizione assistita della crisi non deve essere (e soprattutto non deve venir percepito come se fosse) un piano inclinato verso la liquidazione giudiziale dell'impresa; e si è perciò già sottolineato il carattere confidenziale e stragiudiziale che dette procedure debbono avere. Sono state ipotizzate sanzioni penali per chi non ne faccia uso, o ne faccia cattivo uso, ed è stata espressamente enunciata la possibilità, in questi casi, d'incorrere in responsabilità civile per gli amministratori di società. Qualora, nondimeno, la procedura non dia i risultati sperati, giacché non si perviene ad uno spontaneo risanamento dell'impresa né si raggiungano accordi con i creditori che valgano a scongiurare la crisi ed a prevenire l'insolvenza, è ovvio che si determineranno le condizioni per la successiva instaurazione di procedure giudiziali destinate all'accertamento ed alla gestione delle situazioni di crisi o d'insolvenza. Ma è bene che ciò avvenga secondo le regole che ordinariamente disciplinano l'apertura di tali procedure, ad iniziativa dei soggetti legittimati ad instaurarle, essendo ormai venute meno le condizioni che in precedenza potevano aver giustificato l'adozione di eventuali misure protettive. Non sembra invece esservi alcuna necessità – né appare opportuno, per le ragioni già sopra chiarite – che l'apertura di una procedura di liquidazione giudiziale sia fatta discendere in modo automatico dalla conclusione negativa del tentativo di composizione della crisi.

4. Piani attestati di risanamento ed accordi di ristrutturazione

Nella fase stragiudiziale si collocano gli istituti dei piani attestati di risanamento e degli accordi di ristrutturazione dei debiti, già presenti nella normativa vigente, da modificare ed integrare ai fini di un migliore inserimento nel quadro sistematico che s'intende ora disegnare. Si tratta di istituti relativamente recenti, per quanto ormai radicati nel panorama del diritto concorsuale, che necessitano sicuramente di una rivitalizzazione, in parte già operata con gli

interventi dell'estate 2015, perché se ne possa apprezzare in maniera più evidente un il proficuo utilizzo nella prassi.

Ciò dicasi, in particolare, per gli accordi di ristrutturazione, che a dieci anni dalla loro introduzione nell'ordinamento non sembrano ancora avere incontrato il favore diffuso degli operatori. Allo scopo di renderli più duttili e meglio fruibili si è perciò proposta l'eliminazione della soglia del 60% dei crediti, prevista dal vigente art. 182-bis della legge fallimentare, purché sia attestata l'idoneità dell'accordo alla soddisfazione non solo integrale, ma anche tempestiva, dei creditori estranei alle trattative, a meno che il debitore intenda chiedere misure protettive, quali, ad esempio, la sospensione delle azioni esecutive o cautelari durante le trattative. Gli effetti dell'accordo o dell'eventuale convenzione di moratoria dovrebbero potersi altresì estendere ai creditori non aderenti – anche perciò a creditori diversi da banche o intermediari finanziari, fermo ovviamente il loro diritto di opporsi all'omologazione in caso di frode o di inattuabilità dell'accordo ovvero dimostrando l'esistenza di alternative più favorevoli – se l'accordo medesimo venga raggiunto con creditori che rappresentano una rilevante percentuale (almeno il 75%) del totale dei crediti. Ed un simile meccanismo dovrebbe ugualmente poter operare per accordi circoscritti a singole categorie omogenee di creditori (come già ora avviene per i creditori bancari e per gli intermediari finanziari), se ciò non pregiudica il pagamento integrale dei creditori appartenenti alle altre categorie. Ragioni di ordine sistematico suggeriscono, in caso di società con soci illimitatamente responsabili, di estendere gli effetti dell'accordo anche a detti soci, in coerenza con quanto accade per il concordato preventivo.

Si è discusso dell'opportunità di conservare in capo al tribunale un potere d'ufficio nella valutazione di eventuali soluzioni alternative in grado di soddisfare maggiormente le ragioni dei creditori non aderenti cui si vogliono estendere gli effetti di un accordo di ristrutturazione o di una convenzione di moratoria. E' però prevalsa l'opinione negativa, giacché la previsione di un siffatto potere d'ufficio, in assenza di doglianze da parte dei creditori interessati – ferma ovviamente l'esigenza di assicurare loro un'adeguata informazione preventiva che li ponga, volendo, in

15

condizione di partecipare alla trattativa – parrebbe poco coerente con l'impostazione generale della riforma ed, in particolare, con quella del parallelo istituto del concordato preventivo.

5. Il concordato preventivo

E' opinione condivisa, tra gli studiosi e gli operatori del settore, quella che ravvisa in meccanismi di tipo negoziale – primo tra tutti il concordato preventivo – gli strumenti più efficaci, se correttamente adoperati, per risolvere positivamente le crisi d'impresa o per recuperare le potenzialità aziendali tuttora presenti in situazioni di insolvenza non del tutto irreversibile. Nell'ultimo decennio il legislatore si è perciò indirizzato a favorire, nei limiti del possibile, il ricorso all'istituto concordatario. Non v'è ora motivo di sovvertire tale linea di condotta, ma occorre introdurre i contemperamenti che l'esperienza ha già mostrato essere necessari per evitare inutili sprechi e possibili abusi in danno dei creditori.

La maggiore flessibilità che le riforme dell'ultimo decennio hanno assicurato all'istituto del concordato preventivo è certamente alla base del notevole incremento fatto registrare nel numero delle domande di ammissione a tale procedura. In prevalenza, tuttavia, le proposte concordatarie hanno continuato ad assumere il tradizionale contenuto della cessione dei beni, che raramente rappresenta per i creditori una soluzione davvero più vantaggiosa, rispetto alla liquidazione fallimentare, e che neppure, ovviamente, salvaguarda in modo più efficace l'eventuale valore residuo dell'impresa. Quando null'altro v'è da fare, se non liquidare i beni del debitore per soddisfare al meglio le ragioni dei creditori, una pluralità di procedure liquidatorie mal si giustifica, tanto più ove si consideri che l'attuale procedura di fallimento dovrebbe non solo esser destinata a mutar nome, perdendo i connotati di disvalore sociale che ancora oggi la caratterizzano, ma anche a sfociare in modalità di liquidazione dei beni del debitore ormai davvero quasi del tutto sovrapponibili a quelle dell'odierno concordato preventivo liquidatorio. Con il vantaggio, però, di un più sicuro e collaudato meccanismo di accertamento dei crediti e del non trascurabile risparmio

16

di costi dovuto alla nomina di un solo curatore in luogo della pluralità dei professionisti e degli organi oggi presenti nella procedura concordataria. Il favore per l'istituto concordatario si giustifica, perciò, non quando il concordato realizzi i medesimi scopi del fallimento (o, per stare alla nuova terminologia qui proposta, della liquidazione giudiziaria), bensì qualora esso valga a garantire la continuità aziendale ed, attraverso di essa, ricorrendone i presupposti, riesca altresì ad assicurare nel tempo una migliore soddisfazione dei creditori.

Muovendo da tale constatazione, si è ritenuto di circoscrivere tendenzialmente l'istituto alla sola ipotesi del c.d. concordato in continuità: quando cioè, vertendo l'impresa in situazione di crisi o anche di vera e propria insolvenza – ma reversibile – la proposta preveda il superamento di tale situazione mediante la prosecuzione (diretta o indiretta) dell'attività aziendale, sulla base di un adeguato piano che sia consono anche al soddisfacimento, per quanto possibile, dei creditori. Si è preferito, tuttavia, non escludere del tutto ogni possibilità di concordato preventivo liquidatorio, purché esso sia caratterizzato da apporti di terzi che consentano di soddisfare le ragioni dei creditori in misura apprezzabilmente maggiore. Non si può escludere questa eventualità e non sarebbe logico impedire ai creditori di beneficiare del vantaggio che, in tal caso, il concordato liquidatorio effettivamente per loro presenta rispetto all'alternativa della semplice liquidazione giudiziaria.

E' stata peraltro prospettata l'opportunità di tener ferma, anche nel quadro della nuova ipotizzata disciplina del concordato, la recente previsione normativa che introduce tra i requisiti di ammissibilità del concordato liquidatorio l'assicurazione ai creditori chirografari del pagamento di almeno il venti per cento dei loro crediti. Ma questa previsione si giustifica soltanto nella situazione attuale, in cui è normale – anzi del tutto frequente – che la proposta di concordato abbia ad oggetto null'altro che la cessione dei beni del debitore insolvente, in alternativa alla liquidazione fallimentare. Essa non appare invece altrettanto plausibile nella logica della riforma che qui si sta prospettando, nella quale il concordato liquidatorio è concepito come un'eccezione, giustificata dall'offerta di un *quid pluris* rispetto al solo compendio dei beni del debitore insolvente. Dovrà

trattarsi, naturalmente, di un'offerta supplementare che valga a rendere il concordato più vantaggioso per i creditori in termini non irrisori, ma la relativa misura ben potrà essere valuta caso per caso o eventualmente in seguito specificata dal legislatore delegato.

Quanto allo svolgimento della procedura, senza stravolgere più del necessario l'attuale disciplina, sono stati dettati alcuni principi, tra i quali merita una particolare sottolineatura quello che legittima anche i terzi a proporre domanda di concordato. Giova sottolineare che la legittimazione del terzo è qui riferita non solo – come già oggi accade – alla presentazione di proposte concorrenti all'interno di un procedimento concordatario che solo al debitore è consentito attivare, bensì anche alla proposizione della stessa domanda di ammissione alla procedura di concordato. Una simile possibilità, che evidentemente è funzionale a stimolare anche lo stesso debitore a formulare eventuali domande e proposte concordatarie appetibili, prima che lo scioglimento nell'insolvenza possa schiudere le porte ad iniziative di estranei, è però limitata all'ipotesi in cui il debitore versi in stato d'insolvenza, e non di semplice crisi: perché solo in questa ipotesi appare sufficientemente giustificato un meccanismo che, in base ad un piano proposto da soggetti terzi e per loro iniziativa, potrebbe anche comportare la sottrazione dell'azienda al proprio originario titolare.

La possibilità che l'accesso alla procedura concordataria sia preceduto dallo svolgimento di una fase non giudiziale di allerta e composizione assistita della crisi, nei termini già prima descritti, potrebbe in molti casi far venire meno le condizioni che oggi giustificano la proposizione di domande di concordato con riserva di successiva presentazione della proposta e del piano. Non si è però reputato di dover espungere tale possibilità dal sistema, non foss'altro perché non v'è una necessaria propedeuticità della procedura di allerta e composizione assistita della crisi rispetto a quella concordataria, e parrebbe eccessivo precludere i benefici dalla proposizione della domanda di concordato con riserva a chi, per le più svariate ragioni, non abbia potuto avvalersi dell'anzidetta procedura stragiudiziale.

E' dubbio se, nel rinnovato quadro normativo che s'intende disegnare, conservi reale utilità la figura del professionista indipendente – ma pur sempre designato dallo stesso debitore – chiamato ad attestare la veridicità dei dati aziendali e la fattibilità del piano concordatario (oltre alle altre numerose, ma eventuali, funzioni attribuitegli nell'ambito della procedura di concordato dalla normativa vigente). Quanto meno nelle ipotesi in cui la domanda di concordato sia lo sbocco di una precedente procedura stragiudiziale di composizione assistita della crisi, è ragionevole ipotizzare che la suddetta funzione attestatrice possa essere stata già adeguatamente assolta dal professionista designato a seguire tale procedura. Più in generale, del resto, l'esperienza di questi ultimi anni – specialmente dopo le modifiche introdotte nel testo dell'art. 161 del r.d. n. 267 del 1941 dall'art. 82, comma, 1, lett. b), del d.l. n. 69 del 2013, convertito nella legge n. 98 del 2013, che ha consentito la nomina del commissario giudiziale anche nella fase di presentazione della domanda di concordato con riserva – sembra suggerire che le attestazioni del professionista sono quasi sempre destinate a successiva revisione ad opera del commissario giudiziale, col concreto rischio di una sostanziale duplicazione di attività e di conseguente spreco di tempo ed aumento finale dei costi per l'impresa. Siffatti dubbi hanno indotto a lasciare aperta la possibilità che il futuro legislatore delegato riveda l'attuale sistema di accertamento della veridicità dei dati aziendali e di attestazione di fattibilità del piano concordatario e, più in generale, chiarisca, anche alla luce delle indicazioni già in proposito formulate dalla giurisprudenza di legittimità, il contenuto dei poteri del tribunale, con particolare riguardo proprio alla valutazione di fattibilità del piano.

Non è parso opportuno in questa sede, pur dopo le modifiche normative introdotte nel testo dei vigenti artt. 160 e 161 della legge fallimentare dal d.l. n. 83 del 2015, convertito nella legge n. 132 del 2015, ulteriormente specificare i poteri di verifica della fattibilità del piano concordatario spettanti al tribunale, essendo sufficiente richiamare in proposito l'ormai consolidato orientamento della giurisprudenza di legittimità quale parametro di riferimento per l'eventuale futuro legislatore delegato. Non persuade, infatti, l'obiezione secondo cui le suaccennate modifiche normative, nello

stabilire la percentuale minima di pagamento da assicurare ai creditori chirografari e nel richiedere l'indicazione specifica dell'utilità che il proponente si obbliga ad assicurare a ciascun creditore, avrebbero comportato il superamento dei principi precedentemente affermati dalla giurisprudenza a questo riguardo. Quei principi – nella fondamentale distinzione che pongono tra la valutazione della fattibilità in termini di prognosi circa un risultato economicamente conseguibile e la verifica dell'esistenza in concreto della causa negoziale sottostante alla proposta concordataria – appaiono pienamente compatibili con i più stringenti parametri cui la medesima proposta concordataria deve oggi attenersi, che pur sempre implicano tanto una valutazione di fattibilità economica quanto una verifica di fattibilità giuridica.

Non meno importante è che venga fissata la misura massima entro cui è consentito riconoscere il diritto al compenso per i professionisti designati dal debitore. La necessità di controllare l'abnorme incremento delle prededuzioni fatto registrare negli ultimi anni, che hanno non poco compromesso le prospettive di recupero dei creditori nell'ambito delle procedure concorsuali, non può non investire anche questo aspetto, pur nell'incontestata necessità di assicurare al debitore l'effettivo esercizio del diritto di difesa e di assistenza professionale nei delicati momenti della crisi.

Gli ulteriori principi di delega proposti con riguardo alla procedura concordataria non richiedono particolare commento, essendo in via generale rivolti a semplificare i principali passaggi della procedura ed a favorire la risoluzione dei nodi interpretativi ed applicativi posti più frequentemente in luce dall'esperienza pregressa. A questo scopo sono state fornite indicazioni concernenti il voto dei creditori, i crediti d'imposta per valore aggiunto, i rapporti pendenti, i finanziamenti interinali, la possibilità di procedere *medio tempore* all'affitto o alla vendita dell'azienda del debitore e le relative condizioni, la fase esecutiva del concordato ed i suoi effetti esdebitatori nei riguardi di eventuali terzi garanti e dei soci illimitatamente responsabili.

Qualche osservazione in più s'impone per l'ipotesi in cui il debitore in concordato abbia

veste societaria. Situazione, questa, alla quale la legge fallimentare del 1942 dedica scarsa attenzione e che, invece, è quella più ricorrente nella pratica, onde appare opportuno che il legislatore se ne faccia espressamente carico.

Ciò dicasi non solo con riguardo alla disciplina dell'esercizio delle azioni di responsabilità nei confronti di organi della società (disciplina che, nella logica del concordato in continuità, presumibilmente non dovrà discostarsi dalle linee di fondo dettate dal codice civile per siffatte azioni), ma anche e soprattutto con riferimento al funzionamento degli organi sociali nel corso della procedura concordataria ed al regime, in tale fase, delle eventuali operazioni straordinarie (fusione, scissione e trasformazione della società, nonché aumento del capitale sociale con esclusione o limitazione del diritto di opzione spettante ai soci). Situazioni, queste ultime, per le quali l'applicazione dell'ordinaria disciplina del codice civile non sempre risulta coerente con le esigenze di una società in concordato, che quelle medesime operazioni debba inserire in un piano da proporre all'approvazione dei creditori, né con le regole da cui è retta la medesima procedura concordataria (basti pensare alla disciplina codicistica dell'opposizione dei creditori alla fusione ed alla scissione di società, oggi non coordinata con le norme che regolano l'approvazione a maggioranza della proposta concordataria e l'eventuale opposizione all'omologazione del concordato, nonché alla disciplina codicistica del recesso del socio, dal quale potrebbero derivare per la società oneri di rimborso non prevedibili al momento della formulazione della proposta di concordato).

Inoltre, per scoraggiare comportamenti ostruzionistici (che potrebbero manifestarsi soprattutto nel caso in cui la proposta concordataria, approvata dai creditori, provenisse da un terzo), è parso opportuno introdurre la previsione di un'ipotesi di speciale e temporaneo commissariamento della società ad opera del tribunale, al fine di dare comunque piena e tempestiva esecuzione alle operazioni contemplate nella proposta approvata ed omologata, ferma ovviamente restando la necessità di darne adeguata informazione e di garantire agli interessati l'indispensabile tutela giurisdizionale, da esperire però all'interno della stessa procedura concordataria.

Della disciplina del concordato riguardante gruppi di società si dirà poi.

6. La liquidazione giudiziale

La procedura di liquidazione giudiziale dovrebbe prendere il posto dell'attuale procedura di fallimento.

I molteplici principi di delega enunciati nell'art. 7 della proposta, che singolarmente non richiedono una particolare illustrazione, sono accomunati dall'intento di rendere la procedura più rapida e snella, pur senza stravolgerne gli attuali caratteri fondamentali. Vanno in questo senso le disposizioni volte a rafforzare i poteri del curatore, assicurandone al contempo una più elevata professionalità ma sancendone l'incompatibilità con eventuali incarichi già ricoperti in fasi procedurali precedenti relative alla stessa impresa, a snellire le modalità di apprensione dell'attivo e ad eliminare forme di esecuzione speciale e di privilegio processuale che hanno ormai perso la loro ragion d'essere.

Non è parso necessario prevedere modifiche di rilevante portata per quanto riguarda la disciplina delle azioni revocatorie (ed, in generale, degli effetti dell'apertura della procedura concorsuale sugli atti precedentemente compiuti dal debitore), ferma in tutti i casi l'opportunità di una rivisitazione del vigente tessuto normativo al fine di renderlo più chiaro e coerente, eliminando i più frequenti dubbi interpretativi che si sono manifestati in proposito.

Nemmeno la disciplina dei rapporti pendenti è destinata ad essere rivoluzionata, rimanendo invariata l'idea di fondo per cui la funzione liquidatoria della procedura deve realizzarsi non soltanto attraverso la conversione in denaro dei diritti e dei beni (materiali o immateriali) del debitore, ma anche mediante la definizione dei rapporti giuridici patrimoniali derivanti da contratti da lui stipulati e tuttora pendenti quando la procedura prende avvio. La funzione liquidatoria della procedura concorsuale, in tali ipotesi, si manifesta, però, non in via diretta, e cioè come possibilità offerta agli organi della procedura di liquidare il rapporto contrattuale pendente come tale, ma in via indiretta, e cioè come criterio di orientamento delle scelte compiute dal curatore, oppure quale fondamento degli effetti voluti dalla legge sul singolo rapporto. Ferma, dunque, la struttura di fondo

22

dell'art. 72 della vigente legge fallimentare, si è ipotizzato d'introdurre per i contratti caratterizzati da *intuitus personae* una norma simile a quella prevista in materia di appalto dall'art. 81, comma 2, di detta legge, prevedendo una specifica disciplina per il contratto preliminare, con specifico riguardo agli immobili da costruire per i quali si pongono peculiari esigenze di tutela dei promissari acquirenti.

Anche per i rapporti di lavoro pendenti sarà necessario contemplare una disciplina a sé stante. La maggior parte delle attuali procedure fallimentari è destinata ad una chiusura rapida per inesistenza o insufficienza dell'attivo da liquidare. In tali casi la necessità di speditezza contrasta con l'interesse dei dipendenti rimasti privi degli emolumenti o, peggio, non regolarizzati, i quali possono contare esclusivamente sul riconoscimento delle tutele del loro reddito che trovano fondamento nella Carta sociale europea, nella Direttiva 1980/987/CE (e Direttiva 2002/74/CE), nell'art. 2 della legge n. 297 del 1982 e negli artt. 1 e 2 del d.lgs. n. 80 del 1992. Donde la necessità di demandare all'eventuale futuro legislatore delegato il compito di armonizzare la disciplina della liquidazione concorsuale con quella del diritto del lavoro in ordine ai licenziamenti, alle forme assicurative e di integrazione salariale ed al trattamento di fine rapporto.

Con specifico riferimento ai crediti da lavoro dipendente, ma in termini più generali anche per ogni altra categoria di crediti, si pone l'esigenza di meglio disciplinare e semplificare la procedura di accertamento del passivo, scandendone con maggior rigore le diverse fasi temporali (ed adeguando la procedura agli strumenti telematici dei quali ci si dovrà servire). In questa logica si è anche discusso dell'eventualità di attribuire senz'altro al curatore il compito di formare lo stato passivo, riservando l'intervento del giudice alla fase delle eventuali successive contestazioni, ma è prevalsa la scelta di non modificare radicalmente in proposito l'assetto normativo dell'attuale legge fallimentare. Si è altresì preferito lasciare intatto l'attuale principio della valenza solo endoconcorsuale dell'accertamento del passivo, salva però la necessità di introdurre regole volte a garantire la stabilità delle decisioni sui diritti reali immobiliari per meglio salvaguardare l'esigenza di certezza dei terzi.

Maggiori novità si vorrebbero introdurre nella fase della liquidazione dell'attivo, prevedendo l'adozione di un sistema di vendita dei beni che è frutto di una rivisitazione complessiva della relazione oggi esistente tra le procedure fallimentari ed il mercato, tale da consentire, anche tramite l'adozione di moderne tecnologie telematiche, migliori prospettive di soddisfazione delle ragioni dei creditori. Si tratta del c.d. sistema "Common", già delineato dalla Commissione ministeriale istituita il 4 agosto 2014, che si basa essenzialmente su tre elementi complementari: a) la creazione di un mercato telematico unificato a livello nazionale, per tutti i beni posti in vendita dalle procedure concorsuali, dotato di massima visibilità e che funge da piattaforma di formazione dei prezzi attraverso meccanismi d'asta differenziati, ampliando la platea dei potenziali acquirenti; b) la possibilità di acquisto di beni su tale mercato non solo con denaro corrente ma anche con appositi titoli, che incorporano un diritto speciale attribuito ai creditori delle procedure di cui sia certificata la concreta possibilità di soddisfazione, da parte di un organismo terzo a un valore minimo prudenziale, a fronte di una garanzia formata dagli attivi più facilmente vendibili e di valore durevole; c) la creazione di un fondo nel quale siano conferiti i beni rimasti invenduti, in vista della loro valorizzazione.

A prescindere da ciò, mette conto sottolineare che la liquidazione, secondo modalità in parte riconducibili a quelle già oggi praticate nell'esecuzione dei concordati preventivi liquidatori, dovrebbe essere essenzialmente affidata al curatore, sulla base del programma da lui in precedenza redatto ed approvato dal giudice con un provvedimento destinato a segnare la conclusione della vera e propria fase giudiziale della procedura. Nella fase successiva eventuali interventi ulteriori del giudice resterebbero limitati alla risoluzione delle controversie che in corso di liquidazione dovessero insorgere.

Analoga attribuzione di competenze, rispettivamente al curatore ed al giudice, è ipotizzata per le operazioni di riparto, confermandosi la possibilità di una chiusura anticipata della procedura, al fine di consentire l'esdebitazione nei termini auspicati dalla citata Raccomandazione UE, una volta ripartito l'attivo già realizzato, pur se pendano ancora procedimenti giudiziari ai quali il

curatore potrà continuare a partecipare con piena legittimazione.

Come già per la procedura di concordato preventivo, anche per quella di liquidazione giudiziale è parso opportuno dettare norme più specifiche riguardanti le società, in considerazione del fatto che, mentre l'attuale disciplina del fallimento è quasi interamente concepita con riferimento alla figura dell'imprenditore individuale e solo adattata, per alcuni limitati aspetti, alla fattispecie dell'impresa societaria, nella realtà è proprio quest'ultima fattispecie ad essere di gran lunga la più frequente. Donde anche la necessità che la revisione della disciplina delle procedure concorsuali si accompagni ad alcuni interventi sulle disposizioni di diritto societario contemplate dal codice civile.

Si rende perciò opportuno, anzitutto, prevedere che l'assoggettamento alla procedura di liquidazione giudiziale è causa di scioglimento delle società di capitali, come è testualmente oggi già previsto per il fallimento delle società di persone (art. 2308 del codice civile) ed era un tempo statuito – ma adesso non più – anche per le società di capitali (cfr. art. 2448, ultimo comma, del codice civile nel testo anteriore alla riforma societaria del 2003). La differenza di trattamento che parrebbe oggi emergere, sotto questo profilo, fra società di persone e società di capitali non è agevole da giustificare; né è agevole definire la condizione degli organi sociali in pendenza della procedura fallimentare. Donde la scelta di introdurre una previsione normativa che espressamente disciplini tali situazioni, prevedendo che al termine della procedura sia lo stesso curatore a convocare l'assemblea e che questa sia posta in condizione di deliberare se revocare la liquidazione della società, eventualmente ricapitalizzandola o comunque verificando le condizioni per la sua successiva operatività, oppure cessare definitivamente l'attività sociale per addivenire alla conseguente cancellazione dal registro delle imprese.

E' del pari opportuno che sia integrata l'attuale disciplina delle azioni di responsabilità in pendenza della procedura concorsuale liquidatoria. Ben note sono le incertezze che, con specifico riguardo alla disciplina della società a responsabilità limitata, sono sorte a seguito della riforma attuata col d. lgs n. 6 del 2003, che non ha più espressamente previsto, per quel tipo di società,

l'azione di responsabilità esperibile dai creditori sociali in base all'art. 2394 del codice civile (disposizione, quest'ultima, che prima di detta riforma figurava tra quelle richiamate dal secondo comma del successivo art. 2487 ed era, quindi, pacificamente applicabile alle società a responsabilità limitata). Tali incertezze si riflettono anche sulla possibilità che tra le azioni di responsabilità esercitabili dal curatore a norma del secondo comma del vigente art. 147 della legge fallimentare sia o meno ricompresa, in caso di fallimento di una società a responsabilità limitata, anche la predetta azione dei creditori sociali. E' opinione prevalente in dottrina che una differenza di disciplina tra le diverse società di capitali non sia, a questo proposito, sorretta da ragioni sufficienti; ed anche la giurisprudenza si è mostrata per lo più incline a condividere tale orientamento: che appare quindi opportuno tradurre in un'esplicita disposizione normativa idonea a far cessare ogni residua incertezza.

E' doveroso ricordare che, nel corso dei lavori della commissione, è stata discussa anche l'eventualità di rivedere l'istituto dell'estensione del fallimento ai soci illimitatamente responsabili (palesi o occulti) di società di persone ed ai soci occulti di società occulte, quale previsto dall'art. 147 della vigente legge fallimentare; istituto che rappresenta una peculiarità del nostro ordinamento e che è stato oggetto, anche di recente, di riflessioni critiche e di proposte di abrogazione da parte della dottrina. Si è tuttavia preferito non formulare una previsione in tal senso. Hanno indotto a ciò, per un verso, la considerazione che il venir meno della qualifica di "fallito", con la connotazione anche socialmente negativa che si accompagna a questo termine, nonché delle conseguenze penalizzanti del fallimento sul piano personale, dovrebbe valere a sdrammatizzare notevolmente la questione; per altro verso, il fatto che l'eventuale abrogazione del suddetto istituto richiederebbe pur sempre la necessità di escutere il patrimonio dei soci illimitatamente responsabili, non appena aperta la procedura di liquidazione giudiziale della società, in base a regole coerenti con quelle proprie della medesima procedura concorsuale, verosimilmente attribuendo ugualmente al curatore la relativa legittimazione ad agire; con il rischio, però, di notevoli complicazioni processuali e con l'effetto collaterale di rimettere in discussione consolidati orientamenti giurisprudenziali formatisi

26

in questa materia nel corso degli anni.

L'eventualità che la procedura di liquidazione giudiziale possa concludersi anche con un concordato, sulla falsariga dell'attuale istituto del concordato fallimentare, non può essere esclusa, ma, al pari del concordato preventivo liquidatorio di cui già s'è detto, presuppone che la proposta sia supportata da un apporto di ulteriori risorse, tali da rendere questa evenienza più vantaggiosa per i creditori rispetto all'ordinaria liquidazione.

Legittimati alla presentazione di una siffatta proposta, come già oggi per il concordato fallimentare, dovrebbero poter essere sia i creditori, sia terzi interessati, sia lo stesso debitore. La legittimazione di quest'ultimo, però, per evitare comportamenti opportunistici, andrebbe esclusa se egli abbia già in precedenza presentato una proposta di concordato preventivo non giunta a buon fine.

7. *L'esdebitazione*

L'istituto dell'esdebitazione è andato assumendo, negli ultimi anni, un'importanza crescente. Ne fa fede il confronto internazionale e la particolare attenzione che vi dedica la già più volte citata Raccomandazione 2014/135/UE, in cui si ricorda come sia dimostrato che *“gli imprenditori dichiarati falliti hanno maggiori probabilità di avere successo una seconda volta”* e se ne deduce l'opportunità di *“adoperarsi per ridurre gli effetti negativi del fallimento sugli imprenditori, prevedendo la completa liberazione del debito dopo un lasso di tempo massimo”* (20° Considerando).

Muovendo da tali presupposti e tenendo conto di quanto più specificamente enunciato al punto IV della predetta Raccomandazione, si è ritenuto di prevedere, per le insolvenze di minor portata, la possibilità di un'esdebitazione di diritto – che dunque non richiede la pronuncia di un apposito provvedimento del giudice – conseguente alla chiusura della procedura di liquidazione giudiziale, salva la possibilità di eventuale opposizione da parte dei creditori i quali contestino la sussistenza delle prescritte condizioni, che il giudice sarà chiamato in tal caso a verificare. Per le

27

insolvenze maggiori, invece, l'esdebitazione presupporrà che l'interessato presenti una domanda, e che il giudice provveda positivamente su di essa. In considerazione del fatto che tali procedure maggiori potrebbero non avere durata breve, si è ipotizzato che la domanda possa essere avanzata non solo dopo la chiusura della procedura medesima, ma anche dopo il decorso di un triennio dalla sua apertura.

Giacché la stessa citata Raccomandazione precisa che l'ammissione al beneficio della liberazione dai debiti non è opportuna sempre e comunque, dovendosi evitare che ne risultino avvantaggiati gli imprenditori disonesti o che comunque se ne possa abusare, è stata esclusa la possibilità di avvalersi dell'esdebitazione nei casi di dolo o mala fede del debitore o quando egli non abbia collaborato con gli organi della procedura.

Non si è ritenuto di dover escludere dal beneficio dell'esdebitazione le società di capitali o di persone, dovendosi in tal caso i requisiti di meritevolezza riferire, rispettivamente, ai soli amministratori o anche ai soci.

8. Rapporto con provvedimenti di sequestro e confisca penale

L'esperienza giudiziaria di questi anni ha posto in evidenza non poche difficoltà nel coordinamento della gestione delle procedure fallimentari con i procedimenti penali nel cui ambito siano intervenuti provvedimenti di sequestro o confisca di beni appartenenti ad imprenditori dichiarati falliti. Le difficoltà derivano essenzialmente dalla diversa logica sottesa all'apprensione dei medesimi beni: per le finalità pubblicistiche proprie del processo penale, da un lato, e per le finalità proprie della procedura concorsuale, tesa al soddisfacimento dei creditori, dall'altro. Da ciò l'opportunità di prefigurare una disciplina che contemperi in modo equilibrato tali diverse esigenze e che sciolga in via definitiva i nodi processuali intorno ai quali la giurisprudenza, sia civile sia penale, ha dovuto finora affaticarsi.

Si è perciò proposto di distinguere le differenti situazioni che si possono determinare quando i provvedimenti di confisca o sequestro sono stati emessi in base alle disposizioni del c.d. codice

28

antimafia e quando sono invece frutto dell'applicazione della disciplina sulla responsabilità amministrativa delle persone giuridiche per reati commessi da propri dirigenti o dipendenti. Nel primo caso sussistono, infatti, ragioni legate alla peculiarità della criminalità imprenditoriale mafiosa che giustificano la competenza specializzata del giudice della prevenzione penale, mentre nel secondo caso appare preferibile lasciare maggiore spazio all'operare degli organi della procedura concorsuale, pur con il necessario coordinamento con la vicenda penale e fermo restando il diritto dello Stato di far valere il proprio credito per le sanzioni da illecito amministrativo.

9. La crisi e l'insolvenza dei gruppi d'impresa

Un capitolo di notevole importanza nella prospettata riforma è certamente quello che riguarda i gruppi d'impresa, ai quali d'altronde si è già dovuto ripetutamente far cenno nelle pagine precedenti.

E' un capitolo importante perché si tratta di colmare una lacuna dell'attuale legge fallimentare, che non solo – come già notato – dedica poca attenzione all'insolvenza delle imprese costituite in forma societaria, ma apparentemente ignora del tutto le peculiarità dell'insolvenza riguardante quei particolari conglomerati societari cui si è soliti riferirsi con l'espressione “gruppi” (d'impresa). Eppure è ben evidente che l'insolvenza e le eventuali possibilità di risolverla si presentano con connotati peculiari quando non una singola impresa (in veste individuale o societaria che sia) bensì un gruppo d'impresa nella sua interezza ne viene colpito. Lo scenario europeo, ed in particolare il recentissimo Regolamento UE 2015/848, sull'insolvenza transfrontaliera, ulteriormente sollecitano il legislatore nazionale – che dell'insolvenza dei gruppi d'impresa si è occupato finora solo dettando alcune disposizioni in tema di amministrazione straordinaria – a colmare al più presto tale lacuna. Lacuna che, del resto, è da tempo acutamente avvertita nella pratica: soprattutto per quel che riguarda le procedure di concordato preventivo, nelle quali si sono spesso contrapposte l'esigenza di abbracciare unitariamente la realtà imprenditoriale del gruppo d'impresa soggette a procedura concorsuale ed il vigente impianto normativo che

29

impone, invece, di considerare separatamente ogni procedura riguardante ciascuna singola impresa.

A questo scopo si è anzitutto scelto di evitare una nozione o definizione rigida di gruppo, e comunque una nozione nuova ed ulteriore rispetto a quella assunta dal codice civile all'esito della riforma organica del diritto societario intervenuta nel 2003, che dovrebbe ormai costituire il punto di riferimento comune ad ogni disciplina del fenomeno in parola.

Quanto, poi, all'evenienza della crisi e dell'insolvenza, pare chiaro che il connotato tendenzialmente unitario del fenomeno di gruppo possa assumere una valenza maggiore nelle procedure concordatarie, tese a garantire il più possibile la continuità aziendale, rispetto alle procedure meramente liquidatorie, in cui è naturalmente destinata a prevalere la visione statica dei diversi patrimoni sui quali i creditori di ciascun singolo imprenditore hanno rispettivamente titolo per soddisfarsi.

Ciò posto, sono state ipotizzate disposizioni volte a consentire lo svolgimento di una procedura unitaria per la trattazione dell'insolvenza delle plurime imprese del gruppo, individuando criteri di competenza territoriale idonei allo scopo e prevedendo, comunque, che anche in caso di procedure distinte che si svolgano in sedi giudiziarie diverse vi siano obblighi di reciproca informazione a carico degli organi di tali procedure.

E' stata altresì prevista la possibilità di proporre un unico ricorso sia per l'omologazione di accordi di ristrutturazione dei debiti dell'intero gruppo, sia per l'ammissione di tutte le imprese del gruppo alla procedura di concordato preventivo e per la successiva eventuale omologazione, anche con presentazione di un piano concordatario unico o di piani tra loro collegati ed interferenti. Ciò non dovrà comportare, evidentemente, il venir meno dell'autonomia delle masse attive e passive di ciascuna impresa costituita in forma di società dotata di propria personalità giuridica (né, quindi, varrà ad escludere la necessità di votazioni separate da parte dei creditori di ciascuna società), ma consentirà di tenere pienamente conto dei riflessi reciproci delle singole operazioni contemplate dal piano e delle eventuali operazioni organizzative infragruppo.

10. *La procedura di sovraindebitamento*

La revisione della disciplina della composizione delle crisi da sovraindebitamento, quale attualmente prevista dalla legge 27 gennaio 2012, n. 3, si rende necessaria per un duplice ordine di motivi.

Anzitutto perché occorre armonizzarla con le modifiche che s'intendono apportare alle procedure di regolamentazione dell'insolvenza e della crisi di impresa, nell'ottica, già ripetutamente richiamata, di una rivisitazione sistematica della complessiva disciplina, attualmente frammentaria e disorganica, che regola il fenomeno dell'insolvenza. Anche la regolazione del sovraindebitamento dovrebbe perciò rispondere a criteri generali il più possibile comuni alle altre procedure liquidatorie e conservative; ed è quindi necessario che essa faccia riferimento, come tutte le altre, ad un nucleo essenziale e comune di regole generali, da cui differenziarsi solo per gli aspetti che richiedono un indispensabile adattamento alle peculiarità della fattispecie; La scelta di predisporre un unico testo normativo, contenente tutte le discipline regolative della crisi e dell'insolvenza, richiede anche qui un'inevitabile opera di coordinamento.

In secondo luogo, la necessità d'intervenire sul corpo normativo attuale deriva dalla quasi totale disapplicazione dell'istituto, che in Italia – a differenza che in altri paesi europei ed extraeuropei – non sembra ancora avere incontrato il favore degli operatori e dei soggetti destinatari, così fallendo il suo obiettivo di concorrere, attraverso la esdebitazione, alla ripresa dell'economia.

Data per presupposta l'esigenza di armonizzazione con le altre discipline dell'insolvenza, il primo obiettivo che ci si dovrebbe proporre è quindi quello di semplificare l'attuale testo normativo, per molti aspetti troppo complicato e farraginoso, facendo sì che la procedura di composizione delle crisi da sovraindebitamento risulti più agile e rapida, nonché meglio comprensibile per gli operatori nelle sue linee essenziali.

Occorrerebbe altresì sforzarsi di eliminare i costi superflui della procedura per renderla il più economica possibile, al fine di non ostacolarne l'accesso a coloro i quali hanno un patrimonio

modesto o addirittura irrisorio. Per ovviare alla scarsa conoscenza dell'istituto, si dovrebbe inoltre prevedere l'inserimento di una disposizione relativa agli oneri informativi ed alle attività pubblicitarie a cura degli ordini professionali, delle associazioni dei consumatori e degli utenti, delle banche e delle società finanziarie.

Infine, si è ritenuto di conferire maggior peso al fenomeno esdebitatorio, che rappresenta il vero obiettivo perseguito dal soggetto destinatario della normativa, al fine di consentire nuove opportunità nel mondo del lavoro, liberando il debitore da un peso che rischia di divenire insostenibile e di precludergli ogni prospettiva futura.

Nel corso dei lavori della commissione molto si è discusso sul come configurare i requisiti di meritevolezza del debitore cui si applica la procedura di sovraindebitamento, al fine della sua possibile esdebitazione. A fronte di un'opinione che, paventando il rischio di troppo facile abuso dell'istituto, avrebbe preferito un regime più severo, è prevalso l'orientamento di chi, in linea con le legislazioni dei paesi (anche extraeuropei) che vantano il più alto indice di applicazione delle procedure di composizione delle crisi da sovraindebitamento, ha scelto di non esigere per l'ammissione alla procedura in questione requisiti soggettivi troppo stringenti. A ciò ha indotto la considerazione, da un lato, dell'eterogeneità qualitativa dei soggetti destinatari (spesso privi di livelli culturali idonei per rendersi conto del progressivo sovraindebitamento), dall'altro dell'oggettiva difficoltà di individuare rigorosi criteri, sicuramente verificabili, in rapporto all'estrema varietà delle situazioni di vita che possono determinare situazioni individuali di grave indebitamento, senza rischiare di generare un contenzioso dalle proporzioni difficilmente prevedibili o senza, altrimenti, finire per restringere a tal punto la portata dell'istituto da frustrare sostanzialmente le finalità di politica economica ad esso sottese: finalità consistenti, come già accennato, non tanto in una forma di premialità soggettiva quanto piuttosto nel consentire una nuova opportunità a soggetti schiacciati dal peso di un debito divenuto insopportabile.

In tale ottica si è quindi optato per l'inserimento di requisiti negativi, ostativi ai benefici di legge, individuati nella mala fede o nel compimento di atti di frode (la mala fede tendenzialmente

32

rilevante nel momento della contrazione del debito, la frode normalmente operante nelle fasi precedenti o successive all'ammissione alla procedura). Al fine di contemperare l'ampiezza dei requisiti soggettivi di meritevolezza, si è ipotizzato però un limite temporale per la reiterazione della richiesta di esdebitazione (cinque anni) ed un limite massimo alle richieste (in numero di due, salvo che la precedente procedura non abbia apportato alcuna utilità ai creditori, nel qual caso l'effetto esdebitatorio non è più conseguibile).

Tenendo conto dell'importanza che tuttora riveste l'istituto della famiglia e del fatto che le persone si indebitano spesso per sostenere l'attività di propri congiunti, è parso opportuno demandare all'eventuale futuro legislatore delegato anche il compito di dettare opportune disposizioni di coordinamento tra procedure riguardanti membri della medesima famiglia.

Infine, poiché alla determinazione di una situazione di sovraindebitamento del consumatore concorre spesso il creditore, mediante la violazione di specifiche regole di condotta, si è ipotizzata la necessità di responsabilizzare il soggetto concedente il credito attraverso la predisposizione di sanzioni, eventualmente anche di tipo processuale (limitando, ad esempio, le sue facoltà di impugnazione ed opposizione).

11. *Privilegi e garanzie mobiliari non possessorie*

Tra i compiti assegnati dal decreto istitutivo alla commissione v'è anche quello di rivedere la disciplina dei privilegi e di introdurre sistemi di garanzia mobiliare non possessoria.

La disciplina dei privilegi si presenta oggi, effettivamente, assai frastagliata e, per molti aspetti, obsoleta. Una buona parte delle fattispecie al riguardo contemplate dal codice civile, e specialmente molti dei cosiddetti privilegi speciali retentivi, appaiono esser frutto di concezioni assai risalenti nel tempo, che hanno perso quasi completamente di attualità; mentre altre situazioni emergenti nel contesto evolutivo della società potrebbero magari oggi apparire altrettanto (o anche più) meritevoli di una considerazione privilegiata. D'altro canto, gli interventi che anche nella legislazione speciale hanno punteggiato questa materia, proprio al fine di adeguarla a nuove

esigenze via via manifestatesi, scontano un grave deficit di sistematicità. Donde, appunto, l'esigenza di una rivisitazione complessiva, cui un futuro legislatore delegato dovrebbe poter attendere all'esito di una scrupolosa rassegna di tutte le figure di privilegio oggi esistenti nell'ordinamento. Nel far ciò, occorrerà tenere ben presente che il privilegio si pone, per sua stessa definizione, come un'eccezione al fondamentale principio di uguaglianza, onde esso si giustifica solo a condizione di rispondere ad un interesse del pari costituzionalmente protetto.

Assume uno spiccato carattere di novità la previsione di un sistema di garanzie mobiliari non possessorie. Novità rispetto al nostro ordinamento, ma non certo anche nel panorama internazionale (europeo e non solo), che già offre molteplici esempi al riguardo. Proprio per adeguarsi al confronto internazionale appare perciò necessario provvedere analogamente in ambito italiano, potendone derivare un evidente beneficio per le imprese in termini di più agevole accesso al credito.

Facendo anche tesoro di precedenti progetti di legge già circolati in materia, si propone perciò di eliminare l'attuale regola generale che prescrive lo spossessamento del costituente il pegno e sottrae così i beni oggetto di garanzia ad un loro possibile ulteriore impiego nel processo produttivo, e di rendere assai più elastiche le norme volte ad individuare l'oggetto della garanzia ed il credito garantito. Ne dovrebbe risultare favorito l'uso di figure più agili, quali quella già nota del pegno rotativo o altre ad essa assimilabili, bilanciando la maggiore flessibilità del sistema con la creazione di un adeguato regime pubblicitario, in grado sia di soddisfare il bisogno di certezza, anche dei terzi, in ordine alla situazione giuridica dei beni offerti in garanzia, sia le esigenze inerenti alla graduazione dei privilegi spettanti ai creditori.

Occorrerebbe altresì rivedere il tradizionale divieto di patto commissorio, la cui eccessiva rigidità rischia di risultare incompatibile con la moderna dinamica del sistema delle garanzie del credito, cercando invece di favorire forme più semplici e dirette di soddisfacimento del creditore sui beni che hanno formato oggetto di garanzia, sia pure con l'ovvio corredo di regole volte ad impedire abusi – predeterminando in maniera oggettiva il valore dei beni in questione – ed ad

assicurare, comunque, le indispensabili forme di controllo giudiziario.

12. *La liquidazione coatta amministrativa*

La prospettata riforma della legge fallimentare non può non riguardare, ovviamente, anche l'istituto della liquidazione coatta amministrativa, oggi disciplinato nel Titolo V di detta legge.

Al di fuori dei settori soggetti a particolare regime di vigilanza ad opera di autorità pubbliche a tal fine specificamente istituite, quali il settore bancario, quello assicurativo e dell'intermediazione finanziaria, nell'ambito dei quali l'istituto risponde anche ad esigenze *sui generis* che chiamano necessariamente in causa la peculiare competenza delle anzidette autorità di settore, non sembrano più sussistere ragioni che, per imprese diverse – tra cui segnatamente le cooperative – giustifichino una disciplina della crisi e dell'insolvenza dell'impresa divergente da quella tracciata in via generale dalle disposizioni che si sono andate fin qui illustrando.

Lo sforzo di ricondurre ad unità sistematica la normativa concorsuale, della cui importanza s'è già detto ripetutamente, suggerisce quindi di riportare anche il fenomeno della crisi e dell'insolvenza delle imprese oggi soggette a liquidazione coatta nell'alveo della disciplina comune, circoscrivendo detto istituto speciale alle sole ipotesi in cui la necessità di liquidare l'impresa non discenda dall'insolvenza, ma costituisca lo sbocco di un procedimento amministrativo volto ad accertare e sanzionare gravi irregolarità intervenute nella gestione.

Quanto, in particolare, alle società cooperative svolgenti attività commerciale, si verrebbe così a superare anche il sistema del c.d. doppio binario, oggi previsto dall'art. 2425 *terdecies* del codice civile: ossia il concorso, disciplinato in base al criterio della prevenzione, tra procedura di fallimento e di liquidazione coatta amministrativa. Un sistema, questo, che non ha mancato di sollevare critiche e che appare in effetti poco funzionale: sia perché rischia di produrre una sovrapposizione di competenze tra autorità governativa ed autorità giudiziaria, sia perché è incoerente con una moderna concezione dell'insolvenza, che non necessariamente deve essere destinata a provocare la liquidazione dell'impresa.

All'autorità amministrativa di vigilanza resta però attribuito un ruolo centrale nella segnalazione delle situazioni di allerta e nell'eventuale composizione negoziale della crisi.

13. *L'amministrazione straordinaria*

Un discorso certamente assai più complesso è quello riguardante l'istituto dell'amministrazione straordinaria, oggi frazionato in leggi diverse.

Anche in questo caso sussistono, evidentemente, le medesime esigenze di coerenza sistematica e di regolazione il più possibile unitaria dell'insolvenza di cui ampiamente prima s'è detto. Potrebbe aggiungersi che appare ormai almeno in parte superata una delle principali ragioni che sono storicamente all'origine dell'istituto dell'amministrazione straordinaria: ossia la convinzione che le tradizionali procedure concorsuali fossero improntate a logiche di tipo prettamente punitivo, e comunque essenzialmente liquidatorie, per ciò stesso non collimanti con la visione prospettica del risanamento delle grandi imprese in crisi, cui già la c.d. legge Prodi (decreto legge 30 gennaio 1979, n. 26, convertito nella legge 3 aprile 1979, n. 95) era soprattutto ispirata. La profonda trasformazione che da un decennio a questa parte sta investendo tutte le procedure concorsuali (e che l'intervento di riforma organica al quale qui si sta lavorando intende portare a compimento) consente di affermare che oggi anche le procedure ordinarie sono prevalentemente orientate, quando ciò sia possibile, alla salvaguardia della continuità aziendale e sono perciò tese a considerare la liquidazione dell'impresa come un approdo soltanto residuale. Il che indiscutibilmente avvicina questi due mondi un tempo così distanti e dissonanti dell'universo concorsuale – le procedure che si possono definire ordinarie e l'amministrazione straordinaria – rendendoli assai più agevolmente riconducibili ad unità, quantomeno sul filo comune dei principi fondamentali che ora li ispirano. Tanto più che, nelle prefigurate procedure concorsuali ordinarie, come sopra visto, sta ugualmente assumendo maggior rilievo l'esigenza – avvertita anche a livello comunitario – di salvaguardare per quanto possibile il profilo occupazionale: ciò che dischiude, legittimandole, opzioni normative più coraggiose, rispetto alla pregressa logica liquidatoria e

36

distributiva, posto che il mantenimento (se non addirittura la creazione) di posti di lavoro corre sulla stessa lunghezza d'onda della continuità aziendale, sia essa diretta o indiretta.

Vi sono dunque tutti i presupposti per procedere ad un riordino delle procedure in modo tale che anche l'amministrazione straordinaria graviti all'interno di un sistema concorsuale informato a principi e tratti fondamentali comuni, solo così potendosi portare davvero a compimento il disegno organico che ispira la proposta riformatrice. Disegno nell'ambito del quale – giova aggiungere – si attenuerebbero quei profili di anomalia che ancora in qualche misura connotano questo istituto nel raffronto europeo ed internazionale.

Il che, naturalmente, come già è stato ben chiarito, non implica certo la soppressione dell'amministrazione straordinaria ed il suo assorbimento nell'ambito delle procedure ordinarie di risoluzione della crisi e dell'insolvenza, ma suggerisce di considerare detto istituto come il ramo di un tronco comune, e quindi di rendere ad esso applicabili, ovunque non vi siano esigenze specifiche di segno contrario, le regole ed i principi dettati in via generale.

In questa logica dovrebbe risultare particolarmente evidente il carattere straordinario (peraltro denunciato già dalla sua stessa denominazione) della procedura di cui si sta parlando, che trova la sua peculiare ragion d'essere – ed il fondamento delle speciali competenze che in essa sono riservate all'autorità amministrativa – in esigenze di tipo economico-sociale, derivanti dalla crisi di imprese la cui dimensione o la cui funzione sia tale da poter provocare gravi ripercussioni occupazionali o comunque da richiedere un intervento governativo per ragioni di pubblico interesse.

Nel corso dei lavori della commissione, proprio per valorizzare tale aspetto, si è prospettata l'ipotesi che la procedura in esame possa essere riservata ad imprese definibili come “strategiche”, cioè tali da influire sugli assetti economici ed occupazionali di intere aree, in base ad una valutazione rimessa all'autorità amministrativa competente; ma questa soluzione non ha trovato sufficiente condivisione, nemmeno da parte dei rappresentanti del Ministero dello sviluppo economico, al quale sarebbe toccato il compito d'individuare i requisiti di strategicità delle predette imprese. Si è perciò scelto di optare per la più tradizionale individuazione di requisiti unicamente

37

dimensionali, legati al volume d'affari dell'impresa ed al numero dei dipendenti. Non ci si può tuttavia nascondere che la conferma effettiva del carattere di straordinarietà della procedura dipenderà in larga misura dalla concreta definizione dei parametri dimensionali ai quali s'è fatto cenno, che soltanto parzialmente la commissione ha ritenuto in questa fase di poter quantificare.

L'equilibrio tra le competenze dell'autorità amministrativa, giustificate dalle suaccennate ragioni di pubblico interesse, e quelle dell'autorità giudiziaria, essenziali per la tutela dei diritti dei soggetti coinvolti, costituisce il punto cruciale della procedura; e al raggiungimento di esso – pur nelle diverse sensibilità talora al riguardo emerse tra i componenti della commissione – è stata dedicata particolare attenzione.

Tralasciando qui gli aspetti di dettaglio, giova porre in evidenza la principale scelta compiuta. Quella di tenere ferma, ma con il temperamento di cui subito si dirà, la struttura cosiddetta bifasica della procedura oggi contemplata dal d. lgs. n. 270 del 1999, che prevede una fase di osservazione solo all'esito della quale il tribunale dà corso all'amministrazione straordinaria, avendo verificato che ne ricorrano i presupposti, ed in particolare che sussistano le ipotizzate prospettive di recupero dell'equilibrio economico dell'attività imprenditoriale, attestate da un professionista scelto dal tribunale medesimo tra gli iscritti in un istituendo albo dei commissari straordinari. L'esperienza però ha insegnato che vi sono talora impellenze non compatibili con i tempi, pur brevi, di una tale procedura. In considerazione di ciò, per le società quotate, per quelle di dimensioni particolarmente elevate e per quelle che esercitano servizi pubblici, è stato previsto che l'ammissione alla procedura possa esser disposta in via immediata dall'autorità amministrativa, alla quale competerà quindi valutare la sussistenza nel caso di specie di quelle concrete prospettive di recupero dell'equilibrio economico delle attività imprenditoriali senza le quali l'amministrazione straordinaria non si giustifica, restando affidato al tribunale il compito di verificare, immediatamente dopo, anche la presenza delle ulteriori condizioni di ammissibilità di detta procedura, ivi compresa l'insolvenza.

Il profilo più delicato dell'istituto dell'amministrazione straordinaria è però forse quello che

concerne la tutela dei creditori, i cui diritti non possono essere sacrificati oltre un certo limite alle esigenze sociali che inducono a tenere in vita l'impresa debitrice. L'esperienza ha ampiamente dimostrato che i tentativi di rivitalizzare imprese decotte hanno costi rilevanti, che finiscono in massima parte per gravare proprio sui creditori pregressi. E' apparso perciò necessario, per un verso, sottolineare che i compiti di vigilanza sull'attuazione del piano e sulle concrete prospettive di recupero dell'equilibrio economico dell'impresa sono affidati al comitato di sorveglianza in funzione della tutela dell'interesse creditori, e prevedere, per altro verso, che non solo il commissario straordinario e lo stesso comitato di sorveglianza, ma anche direttamente un certo numero di creditori, dopo un congruo lasso di tempo dall'inizio della procedura, possano ricorrere al tribunale per chiedere la conversione dell'amministrazione straordinaria in un'ordinaria procedura di liquidazione giudiziale quando il programma non sia stato attuato o siano comunque venute meno le concrete prospettive di recupero dell'equilibrio economico dell'impresa.

14. Una lacuna da colmare: la disciplina penale dell'insolvenza.

Nella prospettiva di una riforma organica dell'intera materia dell'insolvenza sarebbe naturale trovasse posto anche la revisione delle disposizioni penali oggi contemplate nella legge fallimentare ed in altre leggi operanti in tale ambito.

Questo aspetto non rientra però nei compiti affidati alla Commissione, che pertanto non se ne è occupata, se non del tutto marginalmente: per il già accennato adeguamento terminologico delle disposizioni penali in conseguenza della scomparsa dell'espressione "fallimento" e dei suoi derivati, nonché per una specifica previsione riguardante le procedure di allerta e composizione assistita della crisi di cui pure è detto.

E' però doveroso segnalare la necessità di procedere anche alla riforma delle suindicate disposizioni penali; necessità tanto più evidente in presenza di una rivisitazione generale della materia cui, come si è già sottolineato, è sotteso un diverso modo di porsi del legislatore di fronte al fenomeno dell'insolvenza.

* * *

Anche a nome degli altri componenti della commissione La ringrazio, signor Ministro, per la fiducia accordataci, e mi dichiaro a Sua disposizione per qualsiasi ulteriore chiarimento Ella ritenesse necessario.

Roma, 29 dicembre 2015

Il presidente della commissione
Renato Rordorf

Schema di disegno di legge delega recante “Delega al Governo per la riforma organica delle discipline della crisi di impresa e dell’insolvenza”, elaborato dalla Commissione ministeriale istituita dal Ministro della Giustizia con Decreto 28 gennaio 2015 (e successive integrazioni).

ART. 1 – (Delega)

1. Il Governo è delegato ad emanare entro giorni dalla data di entrata in vigore della presente legge, con l’osservanza dei principi e dei criteri direttivi di cui ai seguenti articoli, uno o più decreti legislativi per la riforma organica delle procedure concorsuali di cui al regio decreto 16 marzo 1942, n. 267, e successive modificazioni, e della disciplina sulla composizione della crisi da sovraindebitamento di cui alla legge 27 gennaio 2012, n. 3, e successive modificazioni, per il riordino dell’amministrazione straordinaria delle grandi imprese in stato di insolvenza di cui al decreto legislativo 8 luglio 1999, n. 270, e delle misure urgenti per la ristrutturazione industriale di grandi imprese in stato di insolvenza di cui al decreto legge 23 dicembre 2003, n. 347, convertito con modificazioni dalla legge 18 febbraio 2004, n. 39, e successive modificazioni, nonché per la revisione del sistema dei privilegi e delle garanzie.
2. Nell’esercizio della delega il Governo tiene conto della normativa dell’Unione europea, ed in particolare del Regolamento (UE) 2015/848 del Parlamento europeo e del Consiglio sulle procedure di insolvenza, oltre che della Raccomandazione della Commissione n. 2014/135/UE, nonché dei principi della Model Law elaborati in materia di insolvenza dall’Uncitral, e provvede altresì a curare il coordinamento con le disposizioni vigenti, anche modificando la formulazione e la collocazione delle norme non direttamente investite dai principi di delega, in modo da renderle ad essi conformi.
3. I decreti legislativi di cui al comma 1 sono adottati su proposta del Ministro della Giustizia e, quanto al riordino dell’amministrazione delle grandi imprese in crisi, anche del Ministro dello Sviluppo Economico, di concerto con il Ministro dell’Economia e delle Finanze e con il Ministro del Lavoro, e successivamente trasmessi al Parlamento, entro il sessantesimo giorno antecedente il termine per l’esercizio della delega, per l’espressione dei pareri delle rispettive Commissioni competenti per materia e per gli aspetti finanziari, entro il termine di trenta giorni, decorso inutilmente il quale i decreti possono essere in ogni caso adottati. Il termine per l’esercizio della delega è prorogato di sessanta giorni quando le Commissioni parlamentari sono chiamate ad esprimere il parere nei trenta giorni antecedenti al suo spirare.

ART. 2 – (Principi generali)

Nell’esercizio della delega di cui all’articolo 1, il Governo provvede a riformare in modo organico le procedure concorsuali attenendosi ai seguenti criteri direttivi:

- a) sostituire il termine “fallimento”, e suoi derivati, con espressioni equivalenti, quali “insolvenza” o “liquidazione giudiziale”, adeguando dal punto di vista lessicale anche le relative disposizioni penali, ferma restando la continuità delle fattispecie criminose;
- b) eliminare l’ipotesi del fallimento d’ufficio di cui all’articolo 3, primo comma, del decreto legislativo 8 luglio 1999, n. 270;
- c) introdurre una definizione dello stato di crisi, intesa come probabilità di futura insolvenza, distinta dalla nozione di insolvenza di cui all’attuale articolo 5 del regio decreto 16 marzo 1942, n. 267;
- d) adottare un unico modello processuale per l’accertamento dello stato di crisi o di insolvenza del debitore, ispirato al vigente articolo 15 del regio decreto 16 marzo 1942, n. 267, caratterizzato da particolare celerità anche in fase di reclamo, introducendo la legittimazione ad agire anche dei soggetti con funzioni di controllo sull’impresa,

ammettendo l'iniziativa del pubblico ministero in ogni caso in cui egli abbia notizia dell'esistenza di uno stato di insolvenza, specificando la disciplina delle misure cautelari, con attribuzione della relativa competenza anche alla corte d'appello ed armonizzando il regime delle impugnazioni, con particolare riguardo all'efficacia delle pronunce rese avverso i provvedimenti di apertura della procedura di liquidazione giudiziale, ovvero di omologa del concordato;

- e) assoggettare al procedimento di accertamento dello stato di crisi o di insolvenza ogni categoria di debitore, sia esso persona fisica o giuridica, ente collettivo, consumatore, professionista o imprenditore esercente un'attività commerciale, industriale, agricola o artigianale, con esclusione dei soli enti pubblici, disciplinandone distintamente i diversi esiti possibili, con riguardo all'apertura di procedure di regolazione concordata o coattiva, conservativa o liquidatoria, tenendo conto delle relative peculiarità soggettive ed oggettive, ed in particolare assimilando il trattamento dell'imprenditore che dimostri di rivestire un profilo dimensionale inferiore a parametri predeterminati, in linea con il vigente articolo 1 del regio decreto 16 marzo 1942, n. 267, a quello riservato a debitori civili, professionisti e consumatori, di cui al successivo articolo 9;
- f) recepire, ai fini della disciplina della competenza territoriale, la nozione europea di "centro degli interessi principali del debitore" (COMI);
- g) dare priorità di trattazione, salvi casi di abuso, alle proposte che comportino il superamento della crisi assicurando la continuità aziendale, anche per il tramite di un diverso imprenditore, e riservando la liquidazione giudiziale ai casi nei quali non venga proposta una soluzione alternativa adeguata;
- h) uniformare e semplificare, in raccordo con il processo civile telematico, la disciplina dei diversi riti speciali previsti dalle disposizioni in materia concorsuale;
- i) ridurre la durata ed i costi delle procedure concorsuali, anche attraverso misure di responsabilizzazione degli organi di gestione e di contenimento delle ipotesi di prededuzione, ivi comprese quelle riguardanti i compensi dei professionisti, al fine di evitare che il pagamento dei crediti prededucibili assorba in misura rilevante l'attivo delle procedure;
- j) riformulare le disposizioni che hanno originato contrasti interpretativi, al fine di favorirne il superamento, in coerenza con i principi espressi dalla presente legge delega;
- k) assicurare la specializzazione dei giudici addetti alla materia concorsuale, con adeguamento degli organici degli uffici giudiziari la cui competenza risulti ampliata: *i*) attribuendo ai tribunali sede delle sezioni specializzate in materia di impresa la competenza sulle procedure concorsuali, e sulle cause che da esse derivano, relative alle imprese in amministrazione straordinaria ed ai gruppi di imprese di rilevante dimensione; *ii*) mantenendo invariati i vigenti criteri di attribuzione della competenza per le procedure di crisi o insolvenza del consumatore, del professionista e dell'imprenditore in possesso del profilo dimensionale ridotto di cui alla lettera e); *iii*) individuando tra i tribunali esistenti, sulla base di parametri quantitativi, quali piante organiche, flussi delle procedure concorsuali e numero di imprese iscritte nel registro delle imprese, quelli competenti alla trattazione delle procedure concorsuali relative alle restanti imprese;
- l) istituire presso il Ministero della giustizia un albo dei soggetti destinati a svolgere, su incarico del tribunale, funzioni di gestione o di controllo nell'ambito delle procedure concorsuali, con indicazione dei requisiti di professionalità, indipendenza ed esperienza richiesti per l'iscrizione;
- m) armonizzare le procedure di gestione della crisi e dell'insolvenza del datore di lavoro con le forme di tutela dell'occupazione e del reddito dei lavoratori che trovano fondamento

nella Carta sociale europea e nelle Direttive 1980/987/CE e 2002/74/CE, nonché nella Direttiva 2001/23/CE, come interpretata dalla Corte di Giustizia;

- n) dettare una disciplina transitoria che contempri un congruo termine per l'entrata in vigore delle nuove norme, prevedendone l'applicabilità a tutti i procedimenti introdotti successivamente, in qualsiasi forma.

ART. 3 – (Gruppi di imprese)

1. La crisi e l'insolvenza dei gruppi di imprese vanno specificamente disciplinate prevedendo:
 - a) una definizione di gruppo di imprese modellata sulla nozione di direzione e coordinamento di cui agli articoli 2497 e seguenti, nonché 2545-septies, del codice civile, corredata dalla presunzione semplice di assoggettamento a direzione e coordinamento in presenza di un rapporto di controllo ai sensi dell'articolo 2359 del codice civile;
 - b) specifici obblighi dichiarativi, nonché il deposito del bilancio consolidato di gruppo, ove redatto, a carico delle imprese appartenenti ad un gruppo, a scopo di informazione sui legami di gruppo esistenti, in vista del loro assoggettamento a procedure concorsuali;
 - c) il potere dell'organo di gestione della procedura di richiedere alla Consob, o a qualsiasi altra pubblica autorità, informazioni utili ad accertare l'esistenza di collegamenti di gruppo, nonché di richiedere alle società fiduciarie le generalità degli effettivi titolari di diritti sulle azioni o sulle quote ad esse intestate;
 - d) la facoltà per le imprese del gruppo in crisi o insolventi sottoposte alla giurisdizione dello Stato italiano di proporre con un unico ricorso domanda di omologazione di un accordo unitario di ristrutturazione dei debiti, o di ammissione al concordato preventivo, o di liquidazione giudiziale, ferma restando in ogni caso l'autonomia delle rispettive masse attive e passive, con predeterminazione del criterio attributivo della competenza, ai fini della gestione unitaria delle rispettive procedure concorsuali, ove le imprese abbiano la propria sede in circoscrizioni giudiziarie diverse;
 - e) obblighi reciproci di informazione e di collaborazione fra gli organi di gestione delle diverse procedure, nel caso in cui le imprese insolventi del gruppo siano soggette a separate procedure concorsuali, in Italia o all'estero;
 - f) la postergazione del rimborso dei crediti di società o imprese appartenenti allo stesso gruppo, in presenza dei presupposti di cui all'articolo 2467 del codice civile, salve deroghe dirette a favorire l'erogazione di finanziamenti in funzione o in esecuzione di una procedura di concordato preventivo ovvero di accordo di ristrutturazione dei debiti.
2. Nell'ipotesi di gestione unitaria della procedura di concordato preventivo di gruppo devono essere previsti:
 - a) la nomina di un unico giudice delegato e di un unico commissario giudiziale ed il deposito di un unico fondo per le spese di giustizia;
 - b) la contemporanea e separata votazione dei creditori di ciascuna impresa;
 - c) l'esclusione dal voto dei soggetti appartenenti al gruppo che siano titolari di crediti nei confronti delle altre imprese assoggettate alla procedura;
 - d) gli effetti dell'eventuale annullamento o risoluzione della proposta unitaria omologata;
 - e) i criteri per la formulazione del piano unitario di risoluzione della crisi del gruppo, eventualmente attraverso operazioni contrattuali e riorganizzative infragruppo funzionali alla continuità aziendale e al miglior soddisfacimento dei creditori, fatta salva la tutela endoconcorsuale per i soci ed i creditori delle singole imprese, nonché per ogni altro controinteressato.

3. Nell'ipotesi di gestione unitaria della procedura di liquidazione giudiziale di gruppo devono essere previsti:
- a) la nomina di un unico giudice delegato e di un unico curatore, ma di distinti comitati dei creditori, per ciascuna impresa del gruppo;
 - b) un criterio di ripartizione proporzionale dei costi della procedura fra le singole imprese del gruppo;
 - c) l'attribuzione al curatore, anche nei confronti di imprese non insolventi del gruppo, del potere di: *i)* azionare rimedi contro operazioni antecedenti l'accertamento dello stato di insolvenza e dirette a spostare risorse ad altra impresa del gruppo, in danno dei creditori; *ii)* esercitare le azioni di responsabilità di cui all'articolo 2497 del codice civile; *iii)* promuovere la denuncia di gravi irregolarità gestionali nei confronti degli organi di amministrazione delle società del gruppo non assoggettate alla procedura di liquidazione giudiziale; *iv)* nel caso in cui ravvisi l'insolvenza di imprese del gruppo non ancora assoggettate alla procedura di liquidazione giudiziale, segnalare tale circostanza agli organi di amministrazione e di controllo ovvero promuovere direttamente l'accertamento dello stato di insolvenza di dette imprese;
 - d) la disciplina di eventuali proposte di concordato liquidatorio giudiziale, in conformità alla previsione dell'articolo 7, comma 9, lettera d).

ART. 4 – (Procedure di allerta e composizione assistita della crisi)

Debbono essere introdotte procedure di allerta e composizione assistita della crisi, di natura non giudiziale e confidenziale, finalizzate ad incentivare l'emersione anticipata della crisi e ad agevolare lo svolgimento di trattative tra debitore e creditori:

- a) attribuendo la competenza ad apposita sezione specializzata degli organismi di composizione della crisi, previsti dalla legge 27 gennaio 2012, n. 3, e dal decreto ministeriale 24 settembre 2014, n. 202, con opportuni adattamenti ed, in particolare, richiedendo il possesso, da parte dei suoi componenti, di requisiti di competenza tecnica, esperienza e indipendenza, anche rispetto a situazioni di conflitto d'interessi, nonché l'osservanza dell'obbligo di riservatezza;
- b) ponendo a carico degli organi di controllo societari e del revisore legale l'obbligo di avvisare immediatamente l'organo amministrativo della società dell'esistenza di fondati indizi della crisi e, in caso di omessa o inadeguata risposta, di informare direttamente il competente organismo di composizione della crisi;
- c) imponendo a creditori qualificati, come l'agenzia delle entrate, gli agenti della riscossione delle imposte e gli enti previdenziali, l'obbligo, soggetto a responsabilità dirigenziale, di segnalare immediatamente all'imprenditore, o agli organi di amministrazione e controllo della società, il perdurare di inadempimenti di importo rilevante, coordinando detti obblighi con quelli di informazione e vigilanza spettanti alla Consob;
- d) stabilendo che l'organismo di composizione della crisi, a seguito delle segnalazioni ricevute o su istanza del debitore, convochi immediatamente, in via riservata e sotto il vincolo del segreto professionale, anche, occorrendo, in deroga all'art. 331 del codice di procedura penale quanto ai reati inerenti all'esercizio dell'impresa, il debitore medesimo nonché, ove si tratti di società dotata di organi di controllo, anche questi ultimi, al fine di individuare nel più breve tempo possibile, previa verifica della situazione patrimoniale, economica e finanziaria in essere, le misure idonee a porre rimedio allo stato di crisi;
- e) prevedendo che l'organismo di composizione della crisi, su istanza del debitore, anche all'esito dell'audizione di cui alla lettera precedente, affidi ad un soggetto scelto tra persone di adeguata professionalità nella gestione della crisi d'impresa, iscritto presso

l'organismo stesso, l'incarico di favorire una soluzione concordata della crisi tra debitore e creditori, entro un congruo termine, prorogabile solo a fronte di positivi riscontri delle trattative, precisando altresì le condizioni in base alle quali gli atti istruttori della procedura possono essere utilizzati nell'eventuale fase giudiziale;

- f) consentendo al debitore di chiedere al giudice l'adozione, omessa ogni formalità non essenziale al contraddittorio, delle misure protettive necessarie per condurre a termine le trattative in corso, disciplinandone durata, effetti, regime pubblicitario, competenza ad emetterle e revocabilità, anche d'ufficio in caso di atti in frode ai creditori, e con il venir meno in tal caso del carattere di riservatezza di cui alla lettera d);
- g) prevedendo misure premiali per l'imprenditore che ricorra tempestivamente alla procedura e ne favorisca l'esito positivo, e misure sanzionatorie per l'imprenditore che ingiustificatamente la ostacoli o non vi ricorra, pur in presenza dei relativi presupposti, ivi compresa l'introduzione di un'ulteriore fattispecie di bancarotta semplice ai sensi degli articoli 217 e 224 del regio decreto 16 marzo 1942, n. 267;

ART. 5 – (Accordi di ristrutturazione dei debiti e piani attestati di risanamento)

La disciplina dei piani attestati di risanamento, degli accordi di ristrutturazione dei debiti e delle convenzioni di moratoria va integrata:

- a) consentendo al debitore, il quale nell'ambito di soluzioni non esclusivamente liquidatorie concluda l'accordo di ristrutturazione ovvero una convenzione di moratoria con creditori, anche diversi da banche e intermediari finanziari, rappresentanti almeno il settantacinque per cento dei crediti di una o più categorie giuridicamente ed economicamente omogenee, di chiederne l'omologazione, con estensione degli effetti ai creditori della medesima categoria non aderenti, purché adeguatamente informati e messi in condizione di partecipare alle trattative, fatta salva la loro facoltà di opporsi all'omologazione in caso di frode, non veridicità o incompletezza dei dati aziendali, inattuabilità dell'accordo ovvero praticabilità di soluzioni alternative più soddisfacenti;
- b) eliminando o riducendo la soglia del sessanta per cento dei crediti prevista nell'articolo 182-bis del regio decreto 16 marzo 1942, n. 267, ove il debitore non proponga la moratoria del pagamento dei creditori estranei, di cui al primo comma di detto articolo, né richieda le misure protettive previste nel sesto comma;
- c) assimilando la disciplina delle misure protettive degli accordi di ristrutturazione dei debiti a quella prevista per la procedura di concordato preventivo, nei limiti di compatibilità;
- d) estendendo gli effetti dell'accordo ai soci illimitatamente responsabili, alle medesime condizioni previste dalla disciplina del concordato preventivo;
- e) prevedendo che il piano attestato abbia forma scritta, data certa e contenuti analitici;
- f) imponendo la rinnovazione delle prescritte attestazioni nel caso di successive modifiche, non marginali, dell'accordo o del piano.

ART. 6 – (Procedura di concordato preventivo)

1. La disciplina della procedura di concordato preventivo va riordinata prevedendo:
 - a) l'ammissibilità di proposte esclusivamente liquidatorie solo in caso di apporto di risorse esterne che aumentino in misura apprezzabile la soddisfazione dei creditori;
 - b) la legittimazione del terzo a promuovere il procedimento nei confronti del debitore che versi in stato di insolvenza, nel rispetto del principio del contraddittorio e con adozione di adeguati strumenti di tutela del debitore medesimo, nonchè di misure dirette a prevenire condotte abusive;
 - c) i casi nei quali è obbligatoria la formazione delle classi;

- d) la revisione della disciplina delle misure protettive concernenti i beni appartenenti al debitore o comunque afferenti all'impresa da lui gestita, con particolare riguardo alla loro durata ed ai relativi effetti, prevedendone la revocabilità, su ricorso degli interessati, ove non arrechino beneficio al buon esito della procedura;
 - e) la fissazione delle modalità di accertamento della veridicità dei dati aziendali e di verifica della fattibilità del piano, nonché la determinazione dell'entità massima dei compensi spettanti ai professionisti incaricati dal debitore, da commisurarsi proporzionalmente all'attivo dell'impresa soggetta alla procedura;
 - f) l'esplicitazione dei poteri del tribunale, con particolare riguardo: *i)* alla valutazione della fattibilità del piano, tenuto conto della specifica utilità indicata nella proposta ed alla luce dei criteri desumibili da consolidati orientamenti del giudice di legittimità; *ii)* alla verifica sulla correttezza dei criteri di formazione delle classi;
 - g) la soppressione dell'adunanza dei creditori, con la previsione che le relative attività siano svolte in via telematica, nel rispetto del principio del contraddittorio, favorendo la partecipazione e la responsabilizzazione dei creditori;
 - h) l'adozione di un sistema di calcolo delle maggioranze anche "per teste", nell'ipotesi in cui un solo creditore sia titolare di crediti pari o superiori alla maggioranza di quelli ammessi al voto, disciplinando le situazioni di conflitto d'interesse, anche in caso di proposte presentate da terzi;
 - i) la regolazione del diritto di voto dei creditori con diritto di prelazione il cui pagamento sia dilazionato, nonché dei creditori soddisfatti con utilità diverse dal denaro;
 - j) l'integrazione della disciplina dei provvedimenti che riguardano i rapporti pendenti, con particolare riferimento: ai presupposti della loro sospensione e, dopo la presentazione del piano, anche dello scioglimento; al procedimento ed al ruolo del commissario giudiziale; agli effetti dei provvedimenti, in relazione agli esiti possibili della procedura, nonché alla loro decorrenza e durata nell'ipotesi di sospensione; alla competenza per la determinazione dell'indennizzo in favore del terzo ed ai relativi criteri di quantificazione;
 - k) una più dettagliata disciplina della fase di esecuzione del piano, anche con riguardo agli effetti purgativi ed alla deroga alla solidarietà passiva di cui all'articolo 2560 del codice civile, con possibilità per il tribunale di affidare eventualmente ad un terzo il compito di porre in essere gli atti necessari all'attuazione della proposta concordataria e con previsione delle modalità di cessazione del controllo giudiziale;
 - l) il riordino della disciplina della revoca, dell'annullamento e della risoluzione del concordato preventivo, prevedendo i casi di esdebitazione del debitore in ipotesi di inadempimento del terzo, nonché la legittimazione del commissario giudiziale a chiedere la risoluzione del concordato in ipotesi di sopravvenuta impossibilità di esecuzione del piano;
 - m) il riordino e la semplificazione delle varie tipologie di finanziamento alle imprese in crisi, riconoscendo stabilità alla prededuzione nel caso di successiva liquidazione giudiziale o amministrazione straordinaria, salvi i casi di frode;
 - n) la disciplina del trattamento del credito da imposta sul valore aggiunto nel concordato preventivo privo di transazione fiscale, tenendo conto anche delle pronunce della Corte di Giustizia U.E.
2. Nel caso di procedura riguardante società, va introdotta una apposita disciplina diretta a:
- a) stabilire i presupposti per l'estensione degli effetti esdebitatori ai soci illimitatamente responsabili anche se garanti della società, con eventuale distinzione tra garanzie personali e reali;

- b) esplicitare presupposti, legittimazione ed effetti dell'azione sociale di responsabilità e dell'azione dei creditori sociali, in conformità ai principi dettati dal codice civile;
- c) imporre agli organi della società il dovere di dare tempestiva attuazione alla proposta omologata, stabilendo che, in caso di comportamenti dilatori od ostruzionistici, l'attuazione possa essere affidata ad un amministratore provvisorio, nominato dal tribunale, dotato dei poteri spettanti all'assemblea ovvero del potere di sostituirsi ai soci nell'esercizio del voto in assemblea, con adeguati strumenti d'informazione e di tutela endoconcorsuale dei soci;
- d) prevedere che, in caso di operazioni di trasformazione, fusione o scissione poste in essere nel corso della procedura: *i)* l'opposizione dei creditori possa essere proposta solo in sede di controllo giudiziale sulla legittimità della domanda concordataria; *ii)* gli effetti delle operazioni siano irreversibili, anche in caso di risoluzione o annullamento del concordato, salvo il diritto al risarcimento dei soci o terzi danneggiati, a norma degli articoli 2500-bis e 2504-quater del codice civile; *iii)* non spetti ai soci il diritto di recesso in conseguenza di operazioni incidenti sull'organizzazione o sulla struttura finanziaria della società.

ART. 7 – (Procedura di liquidazione giudiziale)

1. Nell'esercizio della delega il Governo adotta misure dirette a rendere più efficace la funzione del curatore: *i)* integrando la disciplina sulle incompatibilità tra gli incarichi assunti nel succedersi delle procedure; *ii)* definendo i poteri di accertamento ed accesso a pubbliche amministrazioni e banche dati, per assicurare l'effettività dell'apprensione dell'attivo, anche responsabilizzando il debitore; *iii)* specificando il contenuto minimo del programma di liquidazione; *iv)* chiarendo l'ambito dei poteri giudiziali di cui all'articolo 108, secondo comma, del regio decreto 16 marzo 1942, n. 267, in ipotesi di subentro del curatore nel contratto preliminare di vendita; *v)* attribuendo al curatore, previa acquisizione delle prescritte autorizzazioni, i poteri per il compimento degli atti e delle operazioni riguardanti l'organizzazione e la struttura finanziaria della società, previsti nel programma di liquidazione, assicurando un'adeguata e tempestiva informazione dei soci e dei creditori della società, nonché idonei strumenti di tutela endoconcorsuale degli stessi e dei terzi interessati.
2. Al fine di semplificare la gestione delle procedure meno complesse, le funzioni del comitato dei creditori possono essere sostituite con forme di consultazione telematica dei creditori, anche nella modalità del silenzio-assenso.
3. La procedura di liquidazione giudiziale va potenziata mediante l'adozione di misure dirette a:
 - a) escludere l'operatività di esecuzioni speciali e privilegi processuali, anche fondiari;
 - b) far decorrere il periodo sospetto per le azioni di inefficacia e revocatoria, a ritroso, dal deposito della domanda cui sia seguita l'apertura della liquidazione giudiziale, fermo restando il disposto di cui al vigente articolo 69-bis, secondo comma, del regio decreto 16 marzo 1942, n. 267.
4. Ai fini dell'esercizio delle azioni di responsabilità, va disciplinata la legittimazione del curatore a promuovere o proseguire: *i)* per le società di capitali e le società cooperative, l'azione sociale di responsabilità e l'azione dei creditori sociali prevista dall'art. 2394 del codice civile, l'azione prevista dall'art. 2476, settimo comma, del codice civile, nonché le azioni di responsabilità contemplate da specifiche disposizioni di legge; *ii)* l'azione sociale di responsabilità e l'azione dei creditori sociali prevista dall'art. 2394 del codice civile, in caso di violazione delle regole di separatezza fra uno o più patrimoni destinati costituiti dalla società e il patrimonio della società medesima; *iii)* per le società di persone, l'azione sociale di responsabilità nei confronti del socio amministratore cui non sia stata personalmente estesa la procedura di liquidazione giudiziale.

5. La disciplina dei rapporti giuridici pendenti va integrata: *i)* limitando la prededuzione, in ogni caso di prosecuzione o subentro del curatore, ivi compreso l'esercizio provvisorio e salvo diversa previsione normativa, ai soli crediti maturati in corso di procedura; *ii)* prevedendo lo scioglimento dei contratti caratterizzati da *intuitus personae* in difetto del consenso della controparte alla prosecuzione; *iii)* dettando un'autonoma regolamentazione del contratto preliminare, anche in relazione alla disciplina degli immobili da costruire.
6. Gli effetti della procedura sui rapporti di lavoro subordinato debbono essere coordinati con la vigente legislazione lavoristica, sia sostanziale che processuale, quanto a licenziamento, forme assicurative e di integrazione salariale, trattamento di fine rapporto e modalità di insinuazione al passivo.
7. Il sistema di accertamento del passivo va improntato a criteri di maggiore rapidità, snellezza e concentrazione, adottando misure dirette a:
 - a) prevedere un unico e più ampio termine per l'inoltro telematico delle domande tempestive di tutti i creditori ed i terzi, compresi quelli residenti all'estero, ammettendo la presentazione di domande tardive solo se l'istante provi che il ritardo è dipeso da causa a lui non imputabile, fissando in tal caso un termine dalla cessazione dell'impedimento;
 - b) escludere nella fase monocratica la necessità del patrocinio di un difensore legalmente esercente, prevedendo nella fase di impugnazione una disciplina delle spese che tenga conto dell'eventuale ritardo delle allegazioni probatorie;
 - c) assicurare stabilità alle decisioni sui diritti reali immobiliari;
 - d) attrarre in sede concorsuale l'accertamento di ogni credito opposto in compensazione ai sensi dell'attuale articolo 56 del regio decreto 16 marzo 1942, n. 267;
 - e) chiarire le modalità di verifica dei diritti vantati su beni del debitore che sia costituito terzo datore di ipoteca;
 - f) adeguare i criteri civilistici di computo degli interessi alle modalità di liquidazione dell'attivo di cui al seguente comma 8;
8. L'obbiettivo della massima trasparenza ed efficienza nelle operazioni di liquidazione dell'attivo della procedura va perseguito:
 - a) introducendo sistemi informativi e di vigilanza della gestione liquidatoria, caratterizzati da trasparenza, pubblicità ed obblighi di rendicontazione;
 - b) garantendo la competitività delle operazioni di liquidazione nell'ambito del mercato unitario telematico nazionale delle vendite, caratterizzato: *i)* dalla presenza di un ente che certifichi la ragionevole probabilità di soddisfazione dei crediti insinuati al passivo di ciascuna procedura aderente al sistema; *ii)* dalla presenza di un operatore del sistema di regolamento e compensazione; *iii)* dal riconoscimento, ai creditori che ne facciano richiesta, di un titolo che li abiliti a partecipare alle vendite dei beni in misura proporzionale alla probabilità di soddisfazione del loro credito, certificata dall'ente sopra menzionato; *iv)* dalla presenza di uno o più fondi per la gestione dei beni inventati.
9. Nell'ambito delle misure dirette ad accelerare la chiusura della procedura occorre:
 - a) affidare la fase di riparto al curatore, salva la facoltà degli interessati di proporre opposizione, ricorrendo al giudice;
 - b) integrare la disciplina della chiusura della procedura in pendenza di procedimenti giudiziari specificando che essa concerne tutti i processi nei quali è parte il curatore e definendone presupposti, condizioni ed effetti in rapporto alla loro diversa tipologia ed alla eventuale natura societaria del debitore;
 - c) prevedere che, alla chiusura della procedura relativa a società di capitali, nei casi di cui ai numeri 1) e 2) del vigente articolo 118 del regio decreto 16 marzo 1942, n. 267, il

curatore convochi l'assemblea ordinaria dei soci per le deliberazioni necessarie ai fini della ripresa dell'attività o della sua cessazione, ovvero per la trattazione di argomenti sollecitati, con richiesta scritta, da un numero di soci che rappresenti una percentuale significativa del capitale sociale;

- d) disciplinare ed incentivare le proposte di concordato liquidatorio giudiziale da parte di creditori e di terzi, nonché dello stesso debitore, ove questi non abbia già fatto ricorso alla procedura di concordato preventivo ed apporti risorse che incrementino in modo apprezzabile l'attivo.

ART. 8 – (Esdebitazione)

La disciplina della procedura di esdebitazione all'esito della procedura di liquidazione giudiziale va integrata prevedendo:

- a) la possibilità per il debitore di presentare domanda di esdebitazione subito dopo la chiusura della procedura e, in ogni caso, dopo tre anni dalla sua apertura, al di fuori dei casi di frode o mala fede e purchè abbia collaborato con gli organi della procedura;
- b) particolari forme di esdebitazione di diritto riservate alle insolvenze minori, salva la possibilità per i creditori di proporre opposizione dinanzi al tribunale;
- c) l'ammissione anche delle società al beneficio della liberazione dai debiti residui nei confronti dei creditori concorsuali non soddisfatti, previo riscontro dei presupposti di meritevolezza in capo agli amministratori e, nel caso di società di persone, in capo ai soci.

ART. 9 – (Sovraindebitamento)

La disciplina del sovraindebitamento di cui alla legge 27 gennaio 2012, n. 3, e successive modificazioni va riordinata e semplificata secondo i seguenti criteri direttivi:

- a) specificare le categorie di debitori assoggettabili alla procedura, anche in base ad un criterio di prevalenza delle obbligazioni assunte a diverso titolo, ricomprendendovi le persone fisiche e gli enti non assoggettabili alla procedura di concordato preventivo e liquidazione giudiziale ed individuando criteri di coordinamento nella gestione delle procedure di sovraindebitamento riguardanti più membri della stessa famiglia;
- b) disciplinare le soluzioni dirette a promuovere la continuazione dell'attività svolta dal debitore, nonché le modalità della loro eventuale conversione nelle soluzioni liquidatorie, anche ad istanza del debitore, consentendo solo la soluzione liquidatoria, con esclusione dell'esdebitazione, nel caso in cui l'insolvenza derivi da mala fede o frode del debitore;
- c) consentire al debitore meritevole, che non sia in grado di offrire ai creditori alcuna utilità, diretta o indiretta, nemmeno futura, di accedere all'esdebitazione solo per una volta, salvo l'obbligo di pagamento dei debiti entro tre anni, laddove sopravvengano utilità;
- d) precludere l'accesso alle procedure ai soggetti già esdebitati nei cinque anni precedenti la domanda, o che abbiano beneficiato dell'esdebitazione per due volte, ovvero nei casi di frode accertata;
- e) introdurre misure protettive simili a quelle previste nel concordato preventivo, revocabili su istanza dei creditori, o anche d'ufficio in presenza di atti in frode dei creditori;
- f) riconoscere l'iniziativa per l'apertura delle soluzioni liquidatorie, pure in pendenza di procedure esecutive individuali, anche ai creditori, nonché al pubblico ministero quando l'insolvenza riguardi l'imprenditore;
- g) ammettere alla esdebitazione anche le persone giuridiche, su domanda e con procedura semplificata, purchè non ricorrano ipotesi di frode ai creditori o volontario inadempimento del piano o dell'accordo;

- h) prevedere misure sanzionatorie, eventualmente di natura endoprocessuale attinenti ai poteri di impugnativa e opposizione, a carico del creditore che abbia colpevolmente contribuito all'aggravamento della situazione di indebitamento;
- i) attribuire anche ai creditori ed al pubblico ministero l'iniziativa per la conversione in procedura liquidatoria, nei casi di frode o inadempimento.

ART. 10 – (Privilegi)

Nell'esercizio della delega per la revisione del sistema dei privilegi, il Governo provvede a ridurre le ipotesi di privilegio generale e speciale, con particolare riguardo ai privilegi retentivi, eliminando quelle non più attuali né funzionali ad interessi costituzionalmente protetti, ed adeguando in conformità l'ordine delle cause legittime di prelazione.

ART. 11 – (Garanzie non possessorie)

Nell'esercizio della delega per la disciplina del sistema delle garanzie reali mobiliari, il Governo si attiene ai seguenti principi e criteri direttivi:

- a) introdurre una forma di garanzia mobiliare senza spossessamento, avente ad oggetto beni, materiali o immateriali, anche futuri, determinati o determinabili, salva la specifica indicazione dell'ammontare massimo garantito, eventualmente anche a garanzia di crediti diversi o ulteriori rispetto a quelli originariamente individuati, disciplinandone i requisiti, ivi compresa la necessità della forma scritta, e le modalità di costituzione, anche mediante iscrizione in apposito registro informatizzato, nonché le regole di opponibilità ai terzi ed il concorso con gli altri creditori muniti di cause di prelazione;
- b) regolamentare forme, contenuto, requisiti ed effetti dell'iscrizione nel registro informatizzato, direttamente accessibile per via telematica secondo modalità che salvaguardino la protezione dei dati, al fine di consentire le operazioni di consultazione, iscrizione, annotazione, modifica, rinnovo ed estinzione delle garanzie, nonché la regolazione del concorso conseguente all'eventualità di plurime annotazioni;
- c) stabilire che, salvo diverso accordo tra le parti, il soggetto costituente la garanzia abbia la facoltà di utilizzare, nel rispetto dei principi di buona fede e correttezza e in ogni caso nel rispetto della destinazione economica, i beni oggetto di garanzia, anche nell'esercizio della propria attività economica, estendendosi in tal caso la prelazione dai beni originari a quelli che risulteranno all'esito degli atti di disposizione, senza effetto novativo per la garanzia originariamente concessa, salva la possibilità per il creditore di promuovere azioni conservative o inibitorie nel caso di abuso del costituente;
- d) consentire al creditore di escutere stragiudizialmente la garanzia anche in deroga al divieto del patto commissorio, a condizione che il valore dei beni sia determinato in maniera oggettiva, e salvo l'obbligo di restituire immediatamente al debitore, o ad altri creditori, l'eventuale eccedenza tra il valore di realizzo o assegnazione e l'importo del credito;
- e) prevedere forme di pubblicità e controllo giurisdizionale dell'esecuzione stragiudiziale di cui alla lettera d), regolare i rapporti tra la stessa e le procedure esecutive forzate e concorsuali, adottare misure di protezione del debitore consumatore, nonché forme di tutela dei terzi che abbiano contrattato con il debitore non spossessato, ovvero acquistato in buona fede diritti sul bene mobile oggetto del pegno, curando in ogni caso il coordinamento della nuova disciplina con le disposizioni normative vigenti.

ART. 12 – (Rapporti tra liquidazione giudiziale e misure penali)

1. Nell'esercizio della delega per il raccordo con le disposizioni contenute nel c.d. codice antimafia, il Governo adotta disposizioni di coordinamento con il decreto legislativo 6

settembre 2011, n. 159, stabilendo condizioni e criteri di prevalenza, rispetto alla gestione concorsuale, delle misure cautelari adottate in sede penale, anteriormente o successivamente alla dichiarazione di insolvenza.

2. Nell'esercizio della delega per il coordinamento con la disciplina di cui al decreto legislativo 8 giugno 2001, n. 231, ed in particolare con le misure cautelari contemplate dalla disciplina sulla responsabilità amministrativa delle persone giuridiche, delle società e delle associazioni anche prive di personalità giuridica, il Governo adotta disposizioni dirette a mantenere ferma la prevalenza del regime concorsuale, salvo che ricorrano preminenti ragioni di tutela di interessi di rilevanza penale.

ART. 13 – (Modifiche al codice civile)

Nell'esercizio della delega il Governo apporterà al codice civile tutte le modifiche rese necessarie dall'attuazione dei principi e criteri direttivi della presente legge, in particolare prevedendo:

- a) l'applicabilità dell'articolo 2394 alla società a responsabilità limitata e l'abrogazione dell'articolo 2394-bis;
- b) il dovere dell'imprenditore e degli organi sociali di istituire assetti organizzativi adeguati per la rilevazione tempestiva della crisi e della perdita della continuità aziendale, nonché di attivarsi per l'adozione tempestiva di uno degli strumenti previsti dall'ordinamento per il superamento della crisi ed il recupero della continuità aziendale;
- c) l'assoggettamento alla procedura di liquidazione giudiziale come causa di scioglimento delle società di capitali ai sensi dell'articolo 2484;
- d) la possibilità di sospensione dell'operatività della causa di scioglimento di cui all'articolo 2484, n. 4, e di cui all'articolo 2545-duodecies, nonché degli obblighi posti a carico degli organi sociali dagli articoli 2446, secondo e terzo comma, 2447, 2482-bis, quarto, quinto e sesto comma, 2482-ter e 2486, in forza delle misure protettive previste nell'ambito delle procedure di allerta e composizione assistita della crisi, degli accordi di ristrutturazione dei debiti e della procedura di concordato preventivo.

ART. 14 – (Liquidazione coatta amministrativa)

Nell'esercizio della delega per la riforma della liquidazione coatta amministrativa, il Governo si attiene, conformemente ai principi enunciati nell'articolo 2, ai seguenti criteri direttivi:

- a) applicare in via generale la disciplina concorsuale ordinaria anche alle imprese in stato di crisi o di insolvenza attualmente soggette alla procedura di liquidazione coatta amministrativa, mantenendo fermo il relativo regime speciale solo nei casi previsti: *i)* dalle leggi speciali in materia di banche ed imprese assimilate, intermediari finanziari, imprese assicurative ed assimilate; *ii)* dalle leggi speciali in materia di procedimenti amministrativi di competenza delle autorità amministrative di vigilanza, conseguenti all'accertamento di irregolarità ed all'applicazione di sanzioni da parte delle medesime autorità;
- b) attribuire alle autorità amministrative di vigilanza le competenze in tema di segnalazione dell'allerta e le funzioni attribuite agli organismi di composizione della crisi nelle procedure di allerta e composizione assistita della crisi di cui all'articolo 4, anche al fine di individuare soluzioni di carattere conservativo, nonché la legittimazione attiva alla domanda di apertura della procedura di liquidazione giudiziale di cui all'articolo 7.

Art. 15 – (Amministrazione straordinaria)

Riordinare la disciplina delle amministrazioni straordinarie, in conformità ai principi generali di cui all'articolo 2, in modo da:

- a) introdurre un'unica procedura di amministrazione straordinaria, con finalità conservativa del patrimonio produttivo, diretta alla regolazione della insolvenza di singole imprese, ovvero, alle condizioni indicate dall'articolo 81 del decreto legislativo 8 luglio 1999, n. 270, di gruppi di imprese, che, in ragione della loro notevole dimensione, assuma un rilievo economico-sociale di carattere generale, anche sotto il profilo della tutela occupazionale;
- b) individuare i presupposti di accesso alla procedura, con riguardo all'esistenza congiunta di: *i*) uno stato di insolvenza; *ii*) un rilevante profilo dimensionale, da ancorare alla media del volume d'affari degli ultimi tre esercizi; *iii*) un numero di dipendenti pari ad almeno quattrocento unità per la singola impresa e ad almeno ottocento da calcolarsi cumulativamente, in caso di contestuale richiesta di ammissione alla procedura di più imprese appartenenti al medesimo gruppo; *iv*) concrete prospettive di recupero dell'equilibrio economico delle attività imprenditoriali;
- c) stabilire che l'intero procedimento si svolga, su domanda del debitore, dei creditori, del Ministro dello sviluppo economico o del pubblico ministero, dinanzi al tribunale sede della sezione specializzata in materia di impresa, all'esito di una istruttoria improntata alla massima celerità, omessa ogni formalità non essenziale al rispetto del contraddittorio e del diritto di difesa, conformemente ai principi di cui all'articolo 2, lett. d);
- d) disciplinare l'operatività di misure protettive analoghe a quelle previste per il concordato preventivo, a far tempo dalla pubblicazione nel registro delle imprese della domanda di accertamento dei presupposti per l'ammissione alla procedura;
- e) prevedere che il tribunale, accertati i presupposti di cui ai punti *i*), *ii*) e *iii*) della lettera b), disponga l'apertura della procedura per l'ammissione all'amministrazione straordinaria, nominando un giudice delegato e conferendo ad un professionista, iscritto nell'istituendo albo dei commissari straordinari, da disciplinare con regolamento del Ministro dello sviluppo economico, d'intesa con il Ministro della giustizia, l'incarico di attestare, entro un breve termine, la sussistenza dei presupposti per il recupero dell'equilibrio economico delle attività imprenditoriali, alla luce del piano tempestivamente predisposto dal commissario straordinario;
- f) stabilire che il Ministro dello sviluppo economico nomini con tempestività il commissario straordinario, ovvero, nei casi di eccezionale complessità, tre commissari straordinari, cui sono attribuite l'amministrazione e la rappresentanza dell'impresa insolvente, individuandoli tra gli iscritti al sopra menzionato albo dei commissari straordinari, da regolamentare con predeterminazione dei requisiti di indipendenza, professionalità, onorabilità e trasparenza, prevedendo che gli stessi possono essere successivamente revocati, per giusta causa, dallo stesso Ministro, anche su istanza motivata del comitato di sorveglianza;
- g) prevedere che il tribunale, entro due mesi dal decreto di apertura della procedura per l'ammissione all'amministrazione straordinaria, e previa acquisizione del parere favorevole del Ministro dello sviluppo economico, disponga con decreto l'ammissione del debitore all'amministrazione straordinaria, ove risulti comprovata la sussistenza di concrete prospettive di recupero dell'equilibrio economico delle attività imprenditoriali, sulla base dell'attestazione del professionista nominato e del piano predisposto dal commissario straordinario; ovvero, in alternativa, dichiarare aperta la procedura di liquidazione giudiziale;
- h) prevedere che per le società quotate, le imprese con almeno mille dipendenti ed un volume di affari pari ad un multiplo significativo di quello individuato ai sensi della lettera b), punto *ii*), nonché le imprese operanti nei servizi pubblici essenziali per le quali

sussistano i presupposti di cui alla lettera b), il Ministro dello sviluppo economico possa direttamente disporre, in via provvisoria, l'ammissione alla procedura di amministrazione straordinaria, con contestuale nomina del commissario straordinario secondo i criteri di cui alla lettera f), e che in tal caso il tribunale, accertata la sussistenza dei presupposti di cui ai punti *i*), *ii*) e *iii*) della lettera b), confermi entro breve termine l'ammissione alla procedura medesima;

- i) disciplinare le modalità di nomina, da parte del Ministro dello sviluppo economico e, quanto ai componenti da individuare tra i creditori, da parte del tribunale, del comitato di sorveglianza, nonché la sua composizione ed i relativi poteri, specie con riguardo alla vigilanza sugli interessi dei creditori, sull'attuazione del programma e sulle concrete prospettive di recupero dell'equilibrio economico delle attività imprenditoriali;
- j) disciplinare le modalità con cui il tribunale, su ricorso del commissario straordinario, sentito il comitato di sorveglianza, può autorizzare: *i*) la sospensione ovvero lo scioglimento dei contratti pendenti; *ii*) il pagamento di crediti pregressi strategici al di fuori delle regole del riparto; *iii*) l'esonero dalle azioni revocatorie per i pagamenti effettuati dall'imprenditore;
- k) definire i contenuti del programma di ristrutturazione sulla base delle disposizioni di cui agli articoli 4 e 4-bis del vigente decreto legge 23 dicembre 2003, n. 347, convertito dalla legge 18 febbraio 2004, n. 39, nonché della durata dei programmi di ristrutturazione e di cessione dei complessi aziendali, assicurandone la flessibilità in funzione delle caratteristiche dell'impresa e dei mercati di riferimento;
- l) legittimare il commissario straordinario ed il comitato di sorveglianza a presentare al tribunale istanza di conversione dell'amministrazione straordinaria in liquidazione giudiziale ordinaria, in caso di mancata realizzazione del programma ovvero di comprovata insussistenza o venir meno delle concrete prospettive di recupero dell'equilibrio economico; attribuire analoga facoltà ad una percentuale non irrisoria dei creditori, da esercitare non prima di un congruo termine, in modo da garantire la stabilità della procedura, nella fase iniziale, e la effettività della tutela dei creditori;
- m) disciplinare l'accesso delle imprese in amministrazione straordinaria al concordato, anche sulla base di proposte concorrenti, in armonia con i criteri direttivi previsti dall'articolo 6;
- n) estendere alla procedura di amministrazione straordinaria riguardante i gruppi di imprese i principi e criteri direttivi di cui all'articolo 3;
- o) prevedere, per quanto non altrimenti disciplinato, ed in particolare per quanto attiene all'esecuzione del programma, che trovino applicazione i criteri ispiratori della disciplina di cui al decreto legislativo 30 luglio 1999, n. 270, sostituita al fallimento la liquidazione giudiziale, e che, entro i limiti consentiti dalla normativa dell'Unione europea, sia tenuta ferma la possibilità per lo Stato di garantire i debiti contratti dalle imprese in amministrazione straordinaria ai sensi dell'articolo 2-bis del decreto legge 30 gennaio 1979, n. 26, convertito in legge 3 aprile 1979, n. 95.