

UNIVERSITÀ DEGLI STUDI
DI MODENA E REGGIO EMILIA

DIPARTIMENTO DI GIURISPRUDENZA

SCUOLA DI DOTTORATO
IN SCIENZE GIURIDICHE
XVII CICLO

**LAW AND ECONOMICS DELLA
MANIPOLAZIONE DEL MERCATO: EFFICACIA
ED EFFICIENZA DEL SISTEMA DI
PREVENZIONE E REPRESSIONE**

Tutor
Prof. Luigi Foffani

Dottorando
Luca Mazzei

Prof. Donato Castronuovo

ANNO ACCADEMICO 2015-2016

INTRODUZIONE	1
CAPITOLO 1 LA MANIPOLAZIONE DEL MERCATO: UN MARKET FAILURE PROSECUTABLE	9
1.1 INTRODUZIONE.....	9
1.2 DEFINIZIONE DI MANIPOLAZIONE	9
1.3 TEORIE ECONOMICHE SULLA MANIPOLAZIONE.....	14
1.4 LA REGOLAMENTAZIONE DEGLI ABUSI DI MERCATO: SELF-REGULATION VS PUBLIC REGULATIONS.....	17
1.4.1 DETERRENZA <i>EX POST</i> CONTRO DETERRENZA <i>EX ANTE</i>	21
1.5 CONCLUSIONI.....	23
CAPITOLO 2 LA LEGISLAZIONE UE IN TEMA DI MANIPOLAZIONE DEL MERCATO: DAL FSAP, PASSANDO PER LA MAD E GIUNGENDO AL MAR/MAD2	25
2.1 INTRODUZIONE.....	25
2.2 IL FINANCIAL SERVICES ACTION PLAN E L'ADOZIONE DELLA MAD.....	25
2.3 L'EPOCA SUCCESSIVA ALLA MAD.....	29
2.4 MAD VS MAR/MAD2.	35
2.4.1 IL DIVIETO DI MANIPOLAZIONE, LE SANZIONI E L'OBBLIGO DI CRIMINALIZZAZIONE.....	35
2.4.2 L'AMBITO DI APPLICAZIONE	41
2.4.3 LE CONDOTTE MANIPOLATIVE	45
2.4.4 ACCEPTED MARKET PRACTICES (AMPS).....	52
2.4.5 OBBLIGO DI SEGNALAZIONE DELLE OPERAZIONI SOSPETTE DI MANIPOLAZIONE	54
2.4.6 I SAFE-HARBOURS.....	56
2.4.6.1 I PROGRAMMI DI RIACQUISTO (BUY BACK).....	59
2.4.6.2 LE OPERAZIONI DI STABILIZZAZIONE.	60
2.4.6.3 POLITICHE MONETARIE, DEI CAMBI E DI GESTIONE DEL DEBITO PUBBLICO. 61	
2.4.7 IL RUOLO DELLE AUTORITÀ DI VIGILANZA.	64
2.5 CONCLUSIONI.....	71

CAPITOLO 3 GLI ECONOMIC MODEL CRIME	72
3.1 INTRODUZIONE.....	72
3.2 ECONOMIC MODEL OF CRIME (EMC)	73
3.2.1 LA VARIABILE <i>pj</i> OVVERO LA POSSIBILITÀ DI ESSERE INDIVIDUATI....	78
3.2.2 LA VARIABILE <i>fj</i> OVVERO LA SANZIONE	80
3.3 CORPORATE ECONOMIC MODEL OF CRIME (CEMC).....	88
3.3.1 GLI EFFETTI DELL' <i>AGENCY COST THEORY</i>	89
3.3.2 LA VARIABILE <i>pj</i> E LA VARIABILE <i>fj</i> NELLE <i>CORPORATION</i>	91
3.4 CONCLUSIONI.....	93
 CAPITOLO 4 APPLICAZIONE ALL'ATTUALE DISCIPLINA DEGLI EMC E CEMC	 97
4.1 INTRODUZIONE.....	97
4.2 L'INTERVENTO SULLA VARIABILE <i>fj</i>	97
4.3 L'INTERVENTO SULLA VARIABILE <i>pj</i>	99
4.3.1 LA RESPONSABILITÀ DELLE PERSONE GIURIDICHE QUALE STRUMENTO PER L' AUMENTO DELLA VARIABILE <i>pj</i>	99
4.3.2 I DEFERRED PROSECUTION AGREEMENT E I NON PROSECUTION AGREEMENT	105
4.3.3 WHISTLEBLOWERS	109
4.3.4 LA DETECTION PUBBLICA.....	112
4.4 CONCLUSIONI.....	116
 CONCLUSIONI.....	 120
 BIBLIOGRAFIA	 127
 RINGRAZIAMENTI.....	 153

INTRODUZIONE

Il presente lavoro nasce dal tentativo di accogliere la sfida lanciata da uno dei più importanti autori nel settore del diritto penale dell'economia il quale, in uno scritto del lontano 2002¹, segnalava come nel nostro paese gli studi sull'integrazione tra economia e diritto penale fossero non solo poco sviluppati ma del tutto inesistenti e ancora da costruire. In tale scritto l'Autore, molto brillantemente, segnalava come fosse del tutto ignorata l'esigenza che le scelte d'incriminazione fossero anticipate da una ricognizione empirico-criminologica (per non parlare di quella economica) e che il penalista italiano non disponesse (e non disponga tutt'ora) di strumenti ed informazioni in grado di aiutarlo a valutare l'efficienza e l'efficacia delle scelte legislative, non solo a livello di puro enforcement giudiziale, ma anche a livello d'incriminazione. D'altronde è noto (fù già fatto notare nel lontano 1975 dal nostro Maestro²), come non appartiene alla nostra tradizione dottrinale (e neppure al modo di operare del nostro legislatore) l'affrontare il problema del rendimento economico del diritto penale³.

¹ ALESSANDRI ALBERTO, "Corporate Governance nelle società quotate: riflessi penalistici e i novi reati societari?", in Giur. comm., 2002, 05, pag. 521 ss.

² BRICOLA FRANCO, "Conseguenze economiche e sociali del delitto: nuovi appelli alla ricerca e alla pianificazione", in Ind. Pen., 1975, pag. 365 ss., il quale segnalava la difficoltà di penetrazione nella nostra tradizione penalistica dell'analisi economica del diritto.

³ Tale lacuna viene evidenziata anche da PALIERO CARLO ENRICO, "L'economia della pena (un work in progress)", in Riv. It. dir. proc. pen., 2005, pag. 1336 ss, il quale segnala che "e ancora più eclatante è la situazione italiana, ove i titoli, peraltro soltanto saggistici, dedicati specificatamente al tema si contano sulle dita di una sola mano". Lo scritto di PALIERO, che affronta la Law and Economics nel diritto penale, costituisce a oggi un unicum nel panorama dottrinale italiano. Unicum che però non è mai stato seguito da lavori che, oltre all'aspetto generale del rapporto tra Law and Economics e diritto penale, si siano spinti a valutare nel concreto l'efficienza dell'intervento penale rispetto a precise scelte d'incriminazione (tentativo oggetto del presente lavoro di ricerca).

Questo modo di approcciarsi al diritto penale, ed in particolare a quello dell'economia, ha provocato l'effetto che l'intervento penale in tale settore, sia a livello nazionale che a livello internazionale, appaia paragonabile al funzionamento di una fisarmonica; a fronte di una crisi, l'intervento penale si espande, allo scomparire delle crisi, l'intervento penale si ritira⁴, generando, quello che il mio Maestro descrive come *“un susseguirsi contingente, frenetico e schizofrenico di “fughe dalla sanzione penale”, alternate a contrapposte e paradossali spinte verso la “iper penalizzazione”*⁵.

Basti osservare come, dopo l'intervenuta deregulation degli anni 80 e 90 del secolo scorso, a fronte dell'avverarsi, nei primi anni del nuovo millennio, di numerosi casi di corporate fraud (che hanno visto coinvolte multinazionali di prim'ordine come Enron, WorldCom, Adelphia e in Italia Parmalat e Cirio⁶), i legislatori nazionali hanno reagito intervenendo (nuovamente)

⁴ Con il risultato che sovente si assiste a una devoluzione alle Autorità di vigilanza di settore dei poteri d'intervento, come evidenziato da FLICK GIOVANNI MARIA, *“Dall'andante con moto all'adagio ma non troppo e viceversa. Variazioni sul tema del diritto penale dell'economia”*, in Banca borsa tit. cred., 2011, pag. 424 ss. Meritevole di segnalazione anche FLICK GIOVANNI MARIA, *“Fisiologia e patologia della depenalizzazione nel diritto penale dell'economia”*, in Riv. Soc., 2011, pag. 42 ss, il quale illustra gli andamenti del diritto penale dell'economia nel tempo. Rispetto a un primo periodo in cui gli illeciti amministrativi trasmigrarono nell'area del penale per assoggettarsi alle tutele penalistiche (sottraendosi così al potere discrezionale della PA), nell'epoca odierna si assiste ad una trasmigrazione inversa, dall'area penale all'area amministrativa, in nome di una asserita maggior efficienza di quest'ultima. Se non fosse che, come brillantemente ha fatto notare BERNARDI ALESSANDRO, *“La depenalizzazione e le sue diverse forme”* in BERNARDI-ZODA, *“Depenalizzazione. Profili teorici e pratici”*, CEDAM, 2008, aumentare l'afflittività delle sanzioni amministrative (sottraendole contemporaneamente alle garanzie del sistema penale), rappresenterebbe una *“truffa delle etichette”* (si maschera da sanzione amministrativa una sanzione penale). Condotta che non appare lungimirante in quanto come vedremo nel prosieguo, questa truffa delle etichette viene agevolmente smascherata dalla giurisprudenza della Corte EDU la quale non si ferma all'aspetto meramente formale/nominativo della sanzione (ric conducendo così le sanzioni amministrative mascherate nell'alveo della materia penale, subordinate quindi alle garanzie del mondo del penale).

⁵ FOFFANI LUGI, *“Sicurezza dei mercati e del risparmio: il diritto penale dell'economia di fronte alle tensioni della modernità”*, in Studi in onore di Mario Romano, III, Napoli, 2011, pag. 1935.

⁶ Per una ricognizione storica approfondita dei casi di corporate fraud vedasi ALESSANDRI ALBERTO, *“Diritto penale e attività economiche”*, Il Mulino, 2010.

pesantemente sul settore, attraverso un uso vigoroso della sanzione penale⁷ (la stessa Market Abuse Directive, con i limiti che vedremo, può essere fatta rientrare tra le misure cd. post-Enron).

L'illecito di manipolazione del mercato, appare essere il terreno privilegiato per tentare di accogliere la sfida di Alessandri in quanto, come fa notare un altro Autore, si tratta di una *“fattispecie che si colloca nel delicato punto d'intersezione tra diritto penale ed economia”*⁸ e che appare oggi *“al centro dell'attenzione del diritto penale economico, in quanto – meglio di altre ipotesi criminose – sembrano adattarsi alla nuova realtà economico finanziaria, ove i mercati svolgono un ruolo di primo piano. Certo, è soprattutto la manipolazione del mercato che, al momento, parrebbe primeggiare nelle contestazioni accusatorie”*⁹.

Ciò appare dovuto al fatto che l'età dell'oro delle manipolazioni del mercato, invece che potersi dire conclusa¹⁰, appare essere semplicemente

⁷ Negli Stati Uniti è stato adottato *“Act to protect investors by improving the accuracy and reliability of corporate disclosures made pursuant to the securities laws, and for other purposes”* conosciuta anche come Sarbanes-Oxley Act; la Francia ha promulgato la *“Loi de Sécurité Financière (LSF)”*; l'Australia ha emanato la legge n. 103/2004 *“Corporate Law Economic Reform Program (Audit Reform & Corporate Disclosure) Act 2004”* (CLERP-9); il Canada (Ontario) ha emanato il *“Keeping the Promise for a Strong Economy Act (Budget Measures), 2002”* (Bill 198) emanato il 14 Giugno 2006; il Giappone ha emanato il *“Financial Instruments and Exchange Law”* (J-SOX) emanata il 14 giugno 2006; l'Italia la legge del 28 dicembre 2005 n. 262 cd. *“Legge sul risparmio”*. Per un'analisi in dottrina vedasi: BRICKEY JAMES, *“The Sarbanes Oxley Act of 2002: Enron's Legacy”*, in Buff. Crim. L. Rev. vol. 8, 2004, pag. 221 ss; FRIEDLAND JEROLD, *“United States: The Sarbanes-Oxley Act: Corporate Governance, Financial Reporting and Economic Crimes”*, in Comp. Law., 2002, pag. 23 ss; COFFEE JOHN JR, *“Understanding Enron: it's About the Gatekeepers, Stupid”*, Columbia Law School, Working Paper n. 207, 2002.

⁸ AMATI ENRICO, *“Abusi di mercato e sistema penale”*, Giappichelli, 2012, pag. 308.

⁹ *ibid*, pag. 11.

¹⁰ Nel lontano 1958 un maestro come PEDRAZZI, affermava che: *“l'età dell'oro dell'agiotaggio è probabilmente tramontata: fu l'età delle epidemie speculative e delle frodi incredibili macchinate ai danni dei risparmiatori. Altri tempi sebbene a noi vicini, altri ambienti”*, in PEDRAZZI CARLO, *“Problemi del delitto di agiotaggio”*, 1958, ora in PEDRAZZI, *Diritto penale*, IV, *“Scritti di diritto penale dell'economia”*, Milano, 2003, pag. 3.

ciclica, segno che l'intento di manipolare i mercati si sopisce ma difficilmente si estirpa¹¹.

La crisi del 2008 appariva, almeno inizialmente, non rientrare in questa dinamica¹² in quanto connotata più da aspetti finanziari che da veri casi di illeciti penali. Inizialmente pertanto la risposta del legislatore si era limitata ad interventi di regolamentazione del mercato finanziario; senonché la fisarmonica si è espansa nuovamente, anche a fronte dell'acuirsi delle richieste sociali di maggiore severità. I legislatori hanno di nuovo dato corso allo “*sfoggiar di muscoli*”¹³, intervenendo con nuovi atti normativi (ad esempio in Europa le nuove norme in tema di abusi di mercato, negli Stati Uniti il Dodd Frank Act)¹⁴. Ma nuovamente nessuno, sia a livello nazionale che a livello comunitario, ha valutato se la risposta penale (o le sue modalità) fosse veramente la risposta più efficiente ed efficace alla domanda di maggiore regolarità del funzionamento dei mercati.

Lo strumento del diritto penale nel settore dei mercati finanziari è sottoposto a forti tensioni¹⁵, da un lato mostra un evidente lentezza nell'affrontare i

¹¹ CONTI LUIGI, voce “*Rialzo e Ribasso fraudolento di prezzi o valori*”, in Nov. Dig. It., 1968, pag. 843 ss, il quale notava che: “*se per gli speculatori d'alto bordo i tempi del Bubble Act sono definitivamente tramontati, la tentazione di alterare il corso dei prezzi delle merci, dei titoli e più generalmente dei valori, è bel lungi dall'essere estirpata*”. Ed ancora in senso analogo VIZZARDI MATTEO, “*Manipolazione del mercato, un doppio binario da ripensare?*”, in Riv. it. dir. proc. pen., 2006, pag. 704 il quale segnala che la situazione attuale è “*...di proporzioni forse maggiori di quella che segnò i mercati negli anni 30: la tentazione di alterare il corso dei valori non solo non è stata estirpata, ma pare aver trovato nuovo terreno fertile nei mercati finanziari*”.

¹² ALESSANDRI ALBERTO, “*Delitti e pene nello scenario della crisi*”, in Giur. comm., 2010, 05, pag. 671 ss.

¹³ Definizione di FLICK GIOVANNI MARIA, *Variazioni sul tema, op.cit.*, pag.3.

¹⁴ LUDERSEN KARL, “*Funzionalità dei mercati finanziari e diritto penale dell'economia. La “crisi finanziaria apre a nuove prospettive di criminalizzazione?”*”, in DONINI-PAVARINI (a cura di), “*Sicurezza e diritto penale*”, Bononia University Press, 2011.

¹⁵ FLICK, *Dall'andante con moto, op.cit.*, il quale constata, a pag. 433 che: “*Un tempo si diceva che un buon diritto penale dell'economia è quello capace di fare economia di diritto penale; ora – con maggiore attenzione – si afferma che nell'economia e nel mercato occorre il minor diritto penale possibile, ma tutto quello necessario*”.

problemi e le nuove forme di criminalità finanziaria¹⁶, dall'altro lato appare ancora lo strumento preferito dal legislatore per intervenire nella materia, sospinto (anche, o forse soprattutto) dalla richiesta di punizione che preme dai cittadini¹⁷, con il risultato che per rincorrere i mutamenti dei mercati e

¹⁶ ROSSI GUIDO, *“Il gioco delle regole”*, Adelphi, 2006 il quale a pag. 29 segnala, con una metafora calzante, che: *“Il rapporto fra mercato e diritto, fra il gioco e le sue regole, ripropone il paradosso di Achille e della tartaruga, col secondo (il diritto) rassegnato a inseguire il primo (il mercato) sapendo che non lo raggiungerà mai”*.

¹⁷ Sul punto della mutata percezione sociale della criminalità economica si rimanda agli scritti dei miei Maestri: FOFFANI, *op.cit.*, pag. 1935, il quale evoca la nascita di un vero e proprio diritto penale del nemico e DONINI MASSIMO, *“Sicurezza e diritto penale. La sicurezza come orizzonte totalizzante del discorso penale”* in DONINI-PAVARINI (a cura di), *“Sicurezza e diritto penale”*, Bononia University Press, 2011, pag. 21, il quale afferma che: *“Nel settore del mercato finanziario, per es., si segnala da tempo un bisogno di sicurezza che viene sospinto dai grandi tracolli fallimentari o di borsa, dagli scandali nazionali e internazionali, dalla vittimizzazione silenziosa ma di massa dei risparmiatori e degli investitori”*. Sullo stesso punto ZANOTTI ROBERTO, *“Il nuovo diritto penale dell'economia. Reati societari e reati in materia di mercato finanziario”*, Giuffrè, 2008, pag. 5, il quale afferma che: *“la facilità popolarità del diritto penale deve ricollegarsi alla generale funzione di palingenesi sociale che l'opinione pubblica attribuisce sempre più spesso, negli ultimi anni, alla sanzione criminale: in particolare si mira ad ottenere – per mezzo della pena – il risanamento etico della vita economica”*. Sul rischio di un sovracriminalizzazione delle condotte e sull'eccessivo espandersi dell'area criminale nell'economia vedasi COFFEE JOHN JR, *“Doeas Unlawful Mean Criminal? Reflections on the Diasspearing Tort/Crime Distinction in American law”*, in B. U. L. Rev., 1991, pag. 193 ss; STUNTZ WILLIAM, *“The Pathological Politics of Criminal law”*, in Mich. L. Rev., 2011, pag. 505 ss ed ancora: PODGOR ELLEN, *“The Challenge of White Collar Crime Sentencing”*, in J. Crim. L. & Criminology, 2007, pag. 731 ss, la quale fa notare che l'effetto dell'iper criminalizzazione ha provocato che: *“The corporate white collar offenders of today are typically individuals who have never been convicted of criminal conduct and are now facing incredibly long sentences as first offenders”* (pag. 733). Si noti tra l'altro come la percezione del cittadino che la criminalità economica non venga punita non sia sempre corretta difatti, alcuni autori statunitensi, a seguito di un approfondito studio sulle sentenze di condanna a livello federale negli Stati Uniti nel corso degli anni '80, hanno potuto osservare che il numero delle condanne e la durata delle stesse sono sostanzialmente allineate (WEISBURD DAVID, WHEELER STANTON, WARING ELIN & BODE NANCY, *“Crimes of the middle classes: white collar offender in the federal court”*, in National Institute of Justice, Yale University, 1991). È risultato infatti che il 46,4% degli imputati per reati di criminalità economica sono stati condannati, a fronte del 49,7% degli imputati per reati comuni e che il periodo medio di reclusione è stato 21,3 mesi per i criminali economici a fronte di 25,1 mesi per i criminali comuni. Osserva il fenomeno anche BUELL SAMUEL, *“Is the white collar offender privileged?”*, in Duke L. Jour., 2014, pag. 824 ss., il quale segnala che: *“in the last several years, it has become common for federal district judge to impose a sentence of imprisonment on a white collar offender that is measured in double-digit years, and not infrequently in decades”*. Lo stesso autore (pag. 835) segnala altresì che nel periodo gennaio 2011-giugno 2012, il White Collar Crime Report di Bloomberg ha evidenziato come siano state pronunciate a livello federale 187 sentenze di condanna con una media di reclusione di 108 mesi e che in 84 casi (il 45% delle 187) la sentenza era pari o superiore a 120 mesi. Sulla stessa linea i dati risultanti da U.S. Sentencing Commission Sourcebook of

garantire una risposta rapida ed efficiente viene alleggerito dei suoi principi tradizionali.

Oggetto del presente lavoro sarà pertanto il tentativo di analizzare, dal punto di vista economico, l'efficacia e l'efficienza dell'attuale apparato repressivo e dei modelli d'intervento in tema di manipolazione del mercato (in una prospettiva *de lege ferenda*), cercando di ignorare il mero tentativo di "mostrare i muscoli" che, al di fuori degli effetti propagandistici, appare non produrre effetti nella prevenzione e repressione del fenomeno illecito.

L'analisi economica rappresenta (e deve rappresentare) un contributo fondamentale alla politica criminale, così come segnalato da Posner¹⁸, il quale nel lontano 1985 affermava che "*Although judges and legislators do not often speak the language of economic [...] economic analysis is therefore helpful in explaining the basic structure of law, including the criminal law*"

Tale analisi permette di effettuare scelte nella costruzione delle fattispecie, tenendo sempre a mente il fondamentale insegnamento di Easterbrook e Fischel¹⁹, i quali hanno affermato che l'economia delle sanzioni (e della disciplina ndr) devono partire dal presupposto che l'obiettivo è diminuire le condotte illecite senza simultaneamente diminuire i comportamenti leciti, in quanto, se no si creerebbero effetti comunque distorsivi sul mercato²⁰ che,

Federal Sentencing Statistic dal quale si ricava come nel 1996 la sentenza media sia stata di 13,2 mesi mentre nel 2010 siano giunte a 23,2 mesi, a fronte invece nello stesso arco di periodo di una diminuzione delle sentenze per i crimini comuni (sul punto BUELL, *op.cit.* pag. 836-837). Tutto ciò forse è il segno che il famoso double standard (o privilegio degli affari) elaborato da Sutherland sia venuto meno.

¹⁸ POSNER RICHARD, "*An Economic Theory of the Criminal Law*", in Colu. L. Rev., 1985, pag. 1193 ss. L'analisi economica deve diventare uno strumento di valutazione della coerenza del sistema sanzionatorio, rispetto agli obiettivi perseguiti tramite l'irrogazione della pena.

¹⁹ EASTERBROOK FRANK & FISCHEL DANIEL, "*Optimal damages in Securities Case*", in U. Chi. L. Rev., 1985, pag. 611 ss (pag. 612).

²⁰ La questione di questo difficile equilibrio assume una forte rilevanza in tema di manipolazione del mercato in quanto, ad esempio (e come si dirà in modo più approfondito

innegabilmente, soprattutto nell'ultimo secolo, è stato in grado di produrre una grande ricchezza.

L'intervento penale deve quindi assolvere (cosa che attualmente non fa²¹), *“l'obbligo di una ponderazione delle conseguenze [...] ma anche indagare le fondamenta di questa ponderazione delle conseguenze, chiamando a raccolta tutte le discipline scientifiche coinvolte e le esperienze economiche disponibili”*²².

La Law and Economics²³ non ci può (e non ci potrà spiegare) tutto del comportamento umano²⁴ ma ci fornisce uno strumento per comprendere come l'agente risponde alle norme (il cd. approccio descrittivo), al fine di elaborare un sistema efficiente di risposta²⁵.

in seguito), la linea di confine tra speculazione (lecita) e manipolazione (illecita) è sottile e fumosa. L'intervento penale del legislatore, da un punto di vista economico, potrebbe generare maggiori effetti distorsivi sul funzionamento del mercato rispetto alle condotte illecite dei soggetti agenti.

²¹ ALESSANDRI ALBERTO, *“Attività d'impresa e responsabilità penale”*, in Riv. it. dir. proc. pen., 2005, pag. 534 ss, il quale, fortemente attento a questa problematica, ancora una volta ribadisce che: *“le discussioni circa l'opportunità/necessità di penalizzazione dei comportamenti illeciti sono sospese su un'ignoranza totale del dato empirico. Le statistiche giudiziarie sono inutilizzabili, per la presenza di dati malamente aggregati; le indagini empiriche riguardano, semmai e limitatamente, altri campi dell'agire criminale; nulla esiste, da noi, che riguardi diffusamente la criminalità economica”* (pag. 538). Si noti anche quanto segnala AMATI ENRICO, *“Abusi di mercato e sistema penale”*, Giappichelli, 2012, il quale evidenzia come la casistica degli abusi di mercato *“lasci presumere l'esistenza di una “cifra oscura” verosimilmente ragguardevole”*(pag. 3).

²² LUDERSEN, *op. cit.*, pag. 299.

²³ Può essere definita come l'applicazione dell'approccio della scelta razionale alla legge, per questa definizione: PACCES ALESSIO & VISSCHER LOUIS, *“Methodology of Law and Economics”* in *“Law and Method. Interdisciplinary research into Law”*, Series Politik n. 4, Tübingen, 2011, pag. 85-107. Per una ricognizione della Law and Economics si rimanda a MERCURO NICHOLAS & MEDEMA STEVEN, *“Economics and the Law. From Posner to Post-Modernism”*, Princeton University Press, 1997; HARRISON JEFFREY & THEEUWES JULES, *“Law and Economics”*, Norton & Company, 2008; COOTER ROBERT & ULEN THOMAS, *“Law and Economics”*, Addison Wesley, 1997.

²⁴ COOTER & ULEN, *op. cit.*, pag.87, i quali affermano che: *“In mainstream law and economics, the rational choice theory is not applied to understand human behavior and the influence of law on it, but to predict the way in which people respond to the law”*.

²⁵ Come fa notare PALIERO, *op.cit.*, il quale segnala che: *“...la verifica si orienta direttamente al bilancio criminale che la società intende predisporre alla stregua di una regola parteo efficiente di allocazione delle risorse (sul fronte della sua – giocoforza*

Il presente lavoro di ricerca si svilupperà in quattro capitoli. Nel primo, ci si soffermerà su due aspetti che costituiscono un presupposto fondamentale allo studio della manipolazione del mercato, cioè le teorie economiche sul suo funzionamento e quelle sugli effetti distorsivi sul mercato nonché le teorie che, partendo dal teorema di Coase, evidenziano la necessità di una regolamentazione pubblica del fenomeno. Nel secondo capitolo, dopo una breve ricognizione dello sviluppo della normativa comunitaria in tema di abusi di mercato successiva all'adozione del FSAP, verrà illustrata la nuova disciplina comunitaria, soffermandosi principalmente sulle novità apportate dal Regolamento e della Direttiva adottati nel 2014. Nel terzo capitolo, partendo dalla formula di Becker, verranno illustrati i modelli economici sul crimine elaborati dalla Law and Economics, sia con riferimento alle persone fisiche che alle persone giuridiche, al fine di illustrare il modello comportamentale economico del soggetto agente quando decide di commettere un crimine.

Infine, nel quarto capitolo, i modelli criminali elaborati, verranno applicati all'attuale disciplina della manipolazione del mercato, al fine di valutare se l'attuale quadro normativo è veramente il più efficiente ed efficace nel prevenire e punire tali condotte illecite o se necessita di correzioni.

limitat – offerta di pena): individuando, da un lato il quantum di offerta della pena sostenibile dal sistema (segnatamente dai suoi apparati) a fronte della certamente esorbitante domanda di pena (offerta di reati) proveniente dai criminali; selezionando, dall'altro lato, qualitativamente le singole offerte di pena, ovviamente organizzandole per tipologie di reati (e, correlatamente, di rei) in ragione del tasso di economicità delle opzioni penali che a ciascuna di esse rispettivamente corrispondano”.

CAPITOLO 1

LA MANIPOLAZIONE DEL MERCATO: UN *MARKET FAILURE* PROSECUTABLE

1.1 INTRODUZIONE

Il presente capitolo ha lo scopo di illustrare brevemente il percorso storico della lotta alla manipolazione del mercato, gli studi riguardanti la stessa dal punto di vista economico e di rispondere alla domanda se tale fenomeno debba essere oggetto di una regolamentazione pubblica o se possa essere lasciato all'autoregolamentazione del mercato.

1.2 DEFINIZIONE DI MANIPOLAZIONE

La prima questione che uno studioso si trova ad affrontare nell'approcciarsi allo studio della manipolazione del mercato è che nonostante nel corso di quasi un secolo i legislatori, la giurisprudenza e la dottrina (non da ultimo quella economica) si siano sforzati di giungere ad una risposta condivisa, non si riesce tutt'ora ad individuare una definizione unanimemente accettata di manipolazione del mercato²⁶. Tale difficoltà deriva dal fatto che il concetto di manipolazione deve sussumere al suo interno una fenomenologia molto ampia di condotte²⁷, ognuna caratterizzata da aspetti peculiari²⁸.

²⁶ CONSULICH FEDERICO, *“La Giustizia e il mercato. Miti e realtà di una tutela penale dell'investimento mobiliare”*, Giuffrè, 2010, pag. 37, ed ancora FISCHER DANIEL & ROSS DAVID, *“Should the Law prohibit “Manipulation” in Financial Markets?”*, Harv. L. Rev., 1991, pag. 503 ss, (pag. 507). Per un tentativo di definizione vedasi LOSS LOIUS & SELIGMAN JOEL, *“Fundamentals of Securities Regulation”*, Brown, 3 ed, 1995, pag. 929; MCDERMOTT EDWARD, *“Defining manipulation in Commodities Futures Trading: the Futures Squeeze”*, in NW. U. L. Rev., 1979, pag. 202 ss, il quale constatava che: *“...the law governing manipulations has become an embarrassment – confusing, contradictory, complex, and unsophisticated”*, (pag.202).

²⁷ Con il rischio però di creare poi definizioni troppo ampie che pongo a rischio il principio di legalità. Sul punto: TIEDEMAN KLAUS, *“Tecnica legislativa nel diritto penale economico”*, Riv. trim. dir. pen. econ., 2006, pag. 1 ss, il quale evidenzia come il frequente ricorso da parte del legislatore a clausole generali nel diritto penale economico è dovuto

Tale opera di ricostruzione incorre nell'ulteriore difficoltà di creare una definizione che permetta di distinguere²⁹ la speculazione (lecita) dalla manipolazione (illecita), considerando che può verificarsi la circostanza che le condotte possono sovrapporsi nel momento in cui la prima provochi un non corretto funzionamento del mercato, deformando così il regolare formarsi del prezzo degli strumenti³⁰.

L'approccio indicato dalla dottrina³¹ è stato quello di distinguere tra la dimensione soggettiva (finalità ingannatoria – intent based approach³²), metodo utilizzato soprattutto negli Stati Uniti (anche se non in via esclusiva), e la dimensione oggettiva (alterazione del prezzo – effects based approach³³), metodo utilizzato dal legislatore comunitario (che valorizza il

alla accelerata mutabilità delle attività economica oggetto di regolamentazione; da qui ne deriva di avere clausole generali da adattare/aggiornare alle condotte (pag.4). Illustra la stessa dinamica anche VERVAELE JOHN, "Sviluppo storico del diritto penale speciale e del diritto penale economico e finanziario", in Riv. trim. dir. pen. econ., 2011, pag. 529 ss, il quale afferma che "il diritto penale speciale dovrà confrontarsi sempre di più con la regolamentazione socio-economica e a tali esigenze si potrà rispondere solo attraverso principi generali", (pag. 558).

²⁸ *In re Henner*, 1971, nella quale si è statuito che "Manipulation is a vague term used in a wide and inclusive manner, possessing varying shades of meaning...".

²⁹ CONSULICH, *Giustizia e mercato*, op.cit., pag. 38.

³⁰ LUNGHINI GIACOMO, "Manipolazione del mercato come difesa dell'impresa", in Banca Borsa tit. cred., 2010, pag. 229 ss. Sul confine tra speculazione e manipolazione vedasi CRESPI ALBERTO, "Manipolazione del mercato e di norme incriminatrici", in Banca Borsa tit. cred., 2009, pag. 107 ss (sul punto specifico pag. 123) ed ancora PEDRAZZI CARLO, voce "Turbativa dei mercati", in Dig. Disc. Pen., XIV, 1999, pag. 422 ss. Nella dottrina statunitense vedasi LOWER ROBERT, "Disruptions of the Futures market: A Comment on Dealing with Market Manipulation", in Yale J. Reg., 1991, pag. 391 ss, il quale segnala che "Manipulation is difficult to define...drawing a line between healthy economic behavior and that which is offensive has proved to be too subjective and imprecise to produce an effective regulatory tool" (pag. 392).

³¹ CONSULICH, *Giustizia e mercato*, op.cit., pag. 40; MAGRO MARIA BEATRICE, "Manipolazione dei mercati finanziari e diritto penale", in Quaderni di Giurisprudenza Commerciale, Giuffrè, 2012, pag. 201; EASTERBROOK FRANK, "Monopoly, Manipulation and the Regulation of Futures Markets", in J. Bus., Chicago Law School, 1986 vol. 59, n. 2, pag. 103 ss.

³² L'intent based approach è da sempre connotato dal suo rapporto problematico con la frode, in quanto spesso è stato ritenuto che la manipolazione non fosse altro che una frode. Vedasi FISCHER & ROSS, op.cit., pag. 510-512; nella giurisprudenza inglese *R v De Berenger*, *R v Aspinall*, nella giurisprudenza statunitense *US v Brown*.

³³ Sul punto ALCOCK ALISTAIR, "Five years of Market Abuse", in Comp. Law., 28, 2007, pag. 142 ss (pag.163); ed ancora STAIKOURAS PANAGIOTIS, "Four Years of MADness?", in Eur. Bus. Lav. Rev., 2008, pag. 775 ss, il quale evidenzia come l'effect based approach

disvalore dell'evento e della condotta in quanto idonea alla produzione di effetti distorsivi)³⁴.

Il primo tentativo di definire il concetto di manipolazione di mercato lo si rinviene nel US Securities Exchange Act del 1934, agli articoli 9(a) e 10(b). Precedentemente a questo intervento, nel 1922, il Congresso degli Stati Uniti aveva approvato il Futures Trading Act (FTA), contenente alcune disposizioni in tema di market power manipulation, una forma di manipolazione particolarmente ricorrente nel mercato dei commodity futures³⁵, di cui si parlerà più approfonditamente in seguito. L'FTA, dichiarato incostituzionale³⁶ lo stesso anno della sua approvazione, fu sostituito dal Grain Futures Act³⁷, avente contenuto analogo; le cui disposizioni, successivamente, furono parzialmente riprese dal Commodity Exchange Act (CEA) del 1936.

Dopo questi primi interventi legislativi, fino ad arrivare al giorno d'oggi, è stato più volte ribadito l'obiettivo di perseguire le condotte manipolatorie, senza però che il legislatore si addentrasse nel fornire una definizione generale di manipolazione, conscio forse dei limiti sopra indicati, limitandosi sempre a indicare le condotte con cui la stessa può essere attuata e l'intenzione di perseguirle. Da questo punto di vista la MAD, così come il MAR e la MAD2, hanno rappresentato un importante punto di rottura, dato

renda maggiormente difficoltoso distinguere tra le condotte di speculazione (anche aggressive) e le condotte manipolative.

³⁴ Si noti come trattasi di un approccio internazionale alla manipolazione, per il punto vedasi LONDONO FERNANDO, *“Illicito de manipulacion bursatil; fenomeno y lesividad. Aspectos de politica sancionatoria”*, in Polit. crim. vol. 8, n. 15, 2013, pag. 64 ss, il quale ricostruisce il sistema sanzionatorio cileno in tema di abusi di mercato, comparandolo con la disciplina statunitense ed europea. Ed ancora HERNANDEZ HECTOR, *“La punibilidad de la colusion (secreta) de precios en el derecho chileno”*, in Polit. crim. vol. 7, n. 13, 2012, pag. 147 ss.

³⁵ Per vedere il concetto di market power manipulation, i suoi effetti e le differenze con la manipolazione “classica” cd. frodatrice o simulatoria, si rinvia al paragrafo successivo.

³⁶ Sentenza della Corte Suprema degli Stati Uniti, Hill v. Wallace, 259 U.S. 44 (1922).

³⁷ Dichiarato costituzionale invece nella Sentenza della Corte Suprema degli Stati Uniti, Board of Trade of City of Chicago v. Olsen, 262 U.S. 1 (1923).

che hanno tentato di fornire una definizione di manipolazione connaturata dall'effects based approach (o effects oriented)³⁸.

Data la difficoltà dei legislatori a definire questa forma d'illecito, la giurisprudenza statunitense nel corso degli anni, ha svolto un'importante funzione suppletiva. Una definizione "storica" di manipolazione è contenuta nella sentenza *Cargill, Inc v Hardin* (1971)³⁹ nella quale si definisce la manipolazione come "*un'attività, un progetto, o un artificio che deliberatamente influenza il prezzo di un bene finanziario, tale da determinare un prezzo diverso da quello che si sarebbe avuto in assenza di tale influenza*". Accanto a questa, vi è stata una diffusa giurisprudenza delle Corti Statunitensi, (*Volkart Brothers, Inc v Freeman* (1962), *In re Hohenberg Bros* (1975-1977), *In re Indiana Farm Bureau Cooperative Association* (1982-84), *In re Cox* (1986-87), *In re Abrams* (1988-1989), che hanno permesso di individuare i tre elementi fondamentali⁴⁰ che devono essere presenti per dare luogo ad una manipolazione di mercato: 1) un prezzo artificiale, 2) l'intenzione di provocare il prezzo artificiale e 3) l'effettiva alterazione del prezzo ad opera dell'accusato. La giurisprudenza ha poi tentato di definire in modo circoscritto i termini utilizzati⁴¹.

³⁸ Si noti come PIRRONG STEPHEN CRAIG, "*Commodity Market Manipulation Law: A (Very) Critical Analysis and a Proposed Alternative*", in Wash. & Lee L. Rev., 1994, pag. 945 ss., definisca l'alterazione de prezzo la *sine qua non* della manipolazione.

³⁹ *Cargill, Inc v Hardin*, United States Court of Appeals, Eighth Circuit, December 7, 1971.

⁴⁰ PIRRONG STEPHEN CRAIG, "*The Economics law, and public policy of market power manipulation*", Kluwer Academic Publishers, 1996, il quale afferma: "*These cases have defined a basic three part test for determining whether a manipulation has occurred. Specifically, to prove a trader manipulated the market at a particular time is it necessary to demonstrate that: an artificial price existed at that time, the accused trader caused the artificial price, and the accused trader intended to cause the artificial price*", (pag. 153).

⁴¹ *Great Western Distribution, Inc v. Brannan*, dove il prezzo artificiale è stato definito come: "*the affecting of a price which would be different if the price influencing efforts were absent*". KOZINN BENJAMIN, "*Is Market Manipulation Really a problem in Wake of the Sumitomo Debacle?*", in Ford. L. Rev., 2000, pag. 261 ss, il quale propone il test dei quattro punti, che sostanzialmente si traduce in un'analisi della serie storica del prezzo dello strumento, in una sua comparazione con strumenti analoghi ed in una comparazione dello stesso strumento ma su mercati diversi (pag. 621-622). In senso analogo per l'utilizzo di un sistema che ricostruisca la serie storica del valore dello strumento, tenendo in considerazione l'andamento sul mercato Corte Costituzionale, sentenza 2004/382, nota di

I recenti interventi normativi del legislatore statunitense, seguiti alla crisi del 2008, s’inseriscono nel solco dell’approccio finalizzato a dare rilevanza all’intento (ampliandone anche la nozione così da cercare di superare la dicotomia manipolazione/frode). Difatti, la Dodd-Frank⁴² è intervenuta modificando l’art. 6(c) del Commodity Exchange Act (CEA)⁴³ provvedendo, per mezzo dell’introduzione della terminologia: “*manipulative or deceptive device or contrivance*”⁴⁴, a dare maggiore risalto all’elemento soggettivo dell’intento⁴⁵, tentando così di uniformare la definizione a quella dell’art. 10b-5 SEC Rules⁴⁶. Il legislatore comunitario

CASSANI in Giur. Comm., 2005, n. 2, pag.115-129. *Contra* l’utilizzo del test dei quattro punti: MARKHAM JERRY, “*Manipulation of Commodity Futures Price. The Unprosecutable crime*”, in Yale Jour. Reg., 1991, pag. 357 ss. Per una critica dell’utilizzo del concetto di prezzo artificiale nelle condotte manipolatorie vedesi PERDUE WENDY, “*Manipulation of Futures Market: Redefining the Offense*”, Ford. L. Rev., 1987, pag. 399 ss..

⁴² Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, section 753, il quale ha modificato il CEA, come da CFTC, 170 CFR part 180 Rules.

⁴³ Che prevedeva una definizione effects oriented.

⁴⁴ Definizione da sempre interpretata dalla Corte Suprema degli Stati Uniti come “*clearly cannot intentional misconduct*” vedasi *Ernest & Ernest v. Hochfelder*, 1976

⁴⁵ Alla luce del fatto anche che “*...in 35 years, there has been only one successful prosecution for manipulation – Di Placido vs. CFTC.*” Metal market Investor Group, 23 march 2010. Si noti che proprio in riferimento alla CFTC, MARKAM, *op.cit.*, ha affermato che “*The small number of cases brought and the very small number of respondents wh have been subject to significant sanctions, patriculary in contested case, suggest that manipulation is virtually an unprosecutable crime*”. In senso analogo LOWER, *op.cit.*, pag. 391, il quale afferma (in sintonia con Markam) che “*the seventy-year effort by federal government to eliminate...market manipulation has been more or less unsuccessful*”.

⁴⁶ SEC Rules 10b-5 “*It shall be unlawful for any person directly or indirectly, by the use of any means or instrumentality of interstate commerce, or of the mails of of any facility of any national securities exchange: - To employ any device, scheme or artifice to defraud; - To make any untrue statement of a material fact or to omit to state material fact necessary in order to make the statement made, in the light of the circumstances under they were made; not misleading, or - To engage in any act, practice, or course of business which operate or would operate as a fraud or deceit upon any person In connection with the purchase or sale of any securities*”. PIRRONG STEPHEN CRAIG “*Energy Market Manipulation: Definition, Diagnosis and Deterrence*”, in Energy L. Jour., 2010, pag. 1 ss, il quale fa notare che rafforzare l’elemento della frode dell’intento potrebbe creare problemi in quanto di solito si tratta di market power. In egual modo, si sostiene che essendo molto difficile da individuare l’alterazione del prezzo, si spinge per eliminare il concetto di prezzo artificiale, rifacendosi alle SEC rules 10b-5, al fine di valorizzare l’elemento soggettivo. Per un’approfondita ricognizione ed analisi del regime pre e post Dodd Frank vedasi ABRANTES-METZ ROSA, RAUTERBERG GABRIEL & VERSTEIN ANDREW, “*Revolution in Manipulation law: The New CFTC Rules and the Urgent NEED for economic and Empirical Analysis*”, in Penn. J. Bus. L., 2013, pag. 357 ss.

invece, anche nell'adozione del MAR e MAD2, è rimasto ancorato alla sua visione effects oriented.

1.3 TEORIE ECONOMICHE SULLA MANIPOLAZIONE

La dottrina, anche se non molto ampia a dire il vero, ha da sempre individuato, dal punto di vista economico, due forme di manipolazione:

- **fraud based manipulation**⁴⁷, costituita da operazioni o informazioni fittizie o false, che hanno lo scopo di generare un'apparenza ingannevole di mercato⁴⁸;
- **market based manipulation**, suddivisa a sua volta in:
 1. **market power**⁴⁹, studiata soprattutto nel mercato dei futures su merci e che riguarda l'esercizio di una posizione dominante sul lato della domanda o dell'offerta⁵⁰ di uno strumento finanziario. Tale condotta, in pratica, è attuata da un operatore che prende posizione su un determinato futures, con sottostante una commodity, associato all'acquisto di scorte materiali; allo scadere del futures e della sua liquidazione, il prezzo sarà particolarmente elevato dato che l'operatore si trova in una situazione di posizione dominante, che gli permette d'influenzare il prezzo. Successivamente la liquidazione del

⁴⁷ PREZIOSI, PREZIOSI STEFANO, "La Manipolazione di mercato nella cornice dell'ordinamento comunitario e del diritto penale italiano", Università LUM Jean Monnet, Caucci Editore, 2008, pag. 63. Per una analisi approfondita della trade based manipulation vedasi ALLEN FRANKLIN & GALE DOUGLAS, "Stock Price Manipulation", in Rev. Fin. Stud., 1992, n. 5, pag. 503 ss.

⁴⁸ EASTERBROOK FRANK, "Monopoly, Manipulation and the Regulation of Futures Markets", in J. Bus., 1986, vol. 59, n. 2, pag. 103 ss., il quale sostiene che la manipolazione non è nient'altro che una frode. Per una critica FISCHER & ROSS, *op.cit.*, i quali sottolineano che viene meno la comparabilità con la frode nei casi in cui la manipolazione avvenga per omissione

⁴⁹ EASTERBROOK, *op.cit.*

⁵⁰ AVGOULEAS EMILIOS, "The Mechanics and Regulation of Market Abuse", Oxford University Press, 2008, il quale la definisce come: "The elimination of effective competition in a market for cash commodities and/or futures contracts through the nomination of supply or demand, and the exercise of that domination to intentionally produce artificially price" (pag. 106). Per l'analisi di un famoso caso (Sumitomo case) di market power vedasi KOZINN BENJAMIN, *op.cit.*

futures, il prezzo tornerà al livello fisiologico. Queste forme di manipolazione⁵¹ vengono anche definite Corners o Squeeze⁵²;

2. **uneconomic trading**⁵³: in buona sostanza si tratta di una forma di manipolazione che prevede il compimento di operazioni antieconomiche e che normalmente si realizza nei casi in cui il prezzo delle operazioni è tenuto basso, anche in perdita (loss based manipulation), al fine rappresentare consapevolmente un valore degli asset diverso da quello vero, creando così una direzione di prezzo artificiale. La perdita viene poi compensata dal guadagno ottenuto dall'agente, il quale normalmente ha utilizzato la condotta antieconomica per spingere il prezzo verso un target predefinito.

Come facilmente evincibile, la market based manipulation, in entrambe le forme sopra esposte, è caratterizzata dall'assenza di condotte connotate da falsità o frodolenza, anzi sono operazioni neutre, capaci però di alterare il corso di formazione del prezzo.

La differenza tra le due ipotesi di manipolazione non è solamente sui profili materiali della condotta ma è soprattutto sugli effetti economici che producono.

La fraud based agisce su base soggettiva, incidendo sul comportamento dell'investitore, in quanto lo porta a compiere comportamenti che in realtà

⁵¹ FERRARINI GUIDO, "La Nuova disciplina europea dell'abuso di mercato", in Riv. Soc., 2004, pag 43 ss., per il testo in inglese "The european market abuse directive", in Com. Mark. L. Rev., 2004, pag. 711 ss.

⁵² Nel corner il soggetto agente opera sia a livello di futures sia a livello del bene sottostante, nello squeeze invece solo a livello di futures. Per una ricostruzione storica delle casistiche in tema di corner: ALLEN FRANKLIN, LITOV LUBOMIR & MEI JIANPING, "Large Investors, Price Manipulation, and Limits to Arbitrage: An Anatomy of Markets Corner", NYU Working Paper n. 38, 2004. Per un'analisi dei corner sul mercato dei bond statunitensi JARROW ROBERT, "Market Manipulation, Price Bubbles and a Model of US Treasury Securities Auction market", in J. Fin. Quant. Anal., 1998, vol. 33, pag. 255 ss. per un'ulteriore dottrina in tema di corner e squeezes: JARROW ROBERT, "Market Manipulation, Bubbles, Corner and Short Squeezes", in J. Financ. Quant. Anal., 1992, vol. 27, pag. 311 ss; JARROW ROBERT, "Derivative Security markets, Market Manipulation and Option Pricing Theory", in J. Financ. Quant. Anal., 1994, vol. 29, pag. 241 ss.

⁵³ LEDGERWOOD SHAUN & CARPENTER PAUL, "A Framework for the analysis of market manipulation", in Rev. L. & Econ., 2012, pag. 253 ss.

sono dovuti da errori generati da un'apparenza ingannevole, di tipo fattuale (manipolazione operativa) o di tipo discorsivo (manipolazione informativa). Tali falsità pilotano gli operatori del mercato verso direzioni che altrimenti non avrebbero preso, in questo caso viene lesa la libertà di iniziativa economica degli operatori. La manipolazione a carattere frodatario genera pertanto comportamenti incompatibili con il calcolo economico razionale, l'operatore può anche agire razionalmente (per esempio usando modelli matematici, analisi quantitative del titolo), ma il suo comportamento è basato su dati non veritieri.

La market based manipulation agisce invece su base oggettiva, forzando il mercato in una direzione ed incidendo sulla domanda e l'offerta, piegando così il volere degli altri investitori. In questi casi il mercato diventa inefficiente, ledendo così la libera concorrenza e la sua efficienza.⁵⁴

L'inefficienza opera in modi distinti, a seconda se si tratta di market power o uneconomic trading. Nel primo caso, deriva dai sottoscambi derivanti dal monopolio che alterano l'equilibrio competitivo, nel secondo caso deriva dai sovrascambi derivanti dalle operazioni di trading antieconomiche che, anche in questo caso alterano l'equilibrio competitivo⁵⁵.

Diverso è anche il costo sopportato dal soggetto agente, in quanto nell'uneconomic trading ricade sullo stesso (inizialmente), sulla fraud based non ha costi (in quanto è la vittima che pone in essere il comportamento antieconomico) mentre sulla market power è un costo negativo

Dal punto di vista giuridico i testi legislativi più recenti non distinguevano tra la market based e la fraud based, ma tendevano ad accumunarle,

⁵⁴ LEDGERWOOD, *op.cit.*, pag. 30, il quale segnala che così viene erosa la consapevolezza che il prezzo di mercato rappresenti il vero valore dell'asset e, di conseguenza, gli operatori potrebbero agire di conseguenza riducendo le operazioni, generando così un mercato illiquido e riducendo l'elasticità della domanda e dell'offerta. Lo stesso legislatore USA descrive il fenomeno: "*Price based manipulation create allocative inefficiency that "dose not reflect legitimate forces of supply and demand"*", CFTC Manipulation Rule, p.41407.

⁵⁵ LEDGERWOOD, *op.cit.*, pag. 31.

dimenticandosi che dal punto di vista degli effetti economici le due forme di manipolazione rimangono ben distinte.⁵⁶ Prima la MAD e poi il MAR e MAD2 rappresentano un'importante novità, in quanto tengono ben distinte le diverse modalità di condotta, le quali vengono specificamente dettagliate (come vedremo nel secondo capitolo).

1.4 LA REGOLAMENTAZIONE DEGLI ABUSI DI MERCATO: SELF-REGULATION VS PUBLIC REGULATIONS

Passando al secondo punto, cioè la necessità di una regolamentazione pubblica della manipolazione⁵⁷, si deve partire dall'assunto stabilito da un illustre Autore⁵⁸, il quale ha evidenziato che *“From a normative economic standpoint the goal of regulation, whether by courts or by agencies, is to solve economic problems that cannot be left to market solve – such as problems created by positive or negative large externalities that markets forces cannot internalize because transaction cost are too great for the Coase Theorem⁵⁹ to apply”*.

Il libero mercato, in una situazione di costi di transazione nulli, è il metodo più efficiente per allocare risorse⁶⁰; nel momento in cui i costi di transazione aumentano, può verificarsi che il soggetto agente tenda a bypassarlo per ottenere le risorse che diversamente non sarebbe in grado di procurarsi (o che potrebbe procurarsi a costi maggiori). È il caso del criminale il quale per

⁵⁶ FISCHER & ROSS, *op.cit.*, pag. 510.

⁵⁷ RIBSTEIN LARRY, *“Market vs. Regulatory Response to Corporate Fraud: A Critique to Sarbanes Oxley Act”*, in J. Corp. L., 2002, pag. 57 ss.

⁵⁸ POSNER RICHARD, *“Regulation (Agencies) versus Litigation (Courts): An Analytical Framework”*, in *“Regulation vs. Litigation: Perspective from Economics and Law”*, University of Chicago Press, 2010, pag. 12.

⁵⁹ COASE RONALD, *“The Problem of Social Cost”*, in Jour. L. & Eco., 1960, pag. 1 ss.

⁶⁰ POSNER, *Theory Criminal, op.cit.*, pag. 1195. Per un approfondimento sull'efficienza dei mercati non si può che rimandare al fondamentale scritto di FAMA EUGENE, *“Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work”*, in J. Fin., 1970, pag. 383 ss, il quale ha elaborato la Efficient Capital Market Hypothesis (ECMH). Per l'applicazione di questa teoria al mercato finanziario vedasi l'altrettanto fondamentale studio di GILSON RONALD & KRAAKMAN REINIER, *“The Mechanisms of Market Efficiency”*, in Va. L. Rev., 1984, pag. 549 ss.

ottenere una vettura e non volendo incorrere nei costi di transazione la ruba; nel nostro caso è il soggetto che per ottenere un guadagno, non volendo sottostare alle normali regole di funzionamento del mercato, lo manipola al fine di ottenere un profitto. Questo rappresenta un market failure per il quale ci si domanda se la regolamentazione sia la risposta più idonea⁶¹. Difatti la presenza di un market failure non sempre è di per sé sufficiente per un intervento regolatore, potendo in alcuni casi il mercato autocorreggersi; ed anche quando il mercato non siano in grado di farlo, non è detto che la regolamentazione pubblica sia la risposta più efficiente⁶² (potendo aversi anche una regolamentazione privata).

Per cercare di risolvere tale dilemma si deve partire affrontando la tesi provocatoria di due Autori della Chicago Law School, esposta in un articolo del 1991⁶³, in cui veniva sostenuta la necessità dell'abolizione delle norme sulla manipolazione del mercato. In tale scritto si affermava che nel caso delle fraud based manipulation, fosse sufficiente la disciplina ordinaria della frode, in quanto gli elementi della frode presenti nella manipolazione fraud based, potevano far sussumere questa condotta nella disciplina ordinaria. Nel caso invece delle market based manipulation, come visto non connotate da frode, si sarebbe dovuto procedere ad una deregulation, affidando al mercato la self-detering di queste operazioni. Gli Autori sostenevano infatti che il rischio delle market based è conosciuto agli operatori del mercato e che quindi non era necessario punire tali tipi di comportamento, dato che il mercato stesso era dotato degli strumenti per assorbire i costi di queste pratiche manipolatorie. Sostanzialmente affermavano che il mercato,

⁶¹ ADLER MATTHEW, "Regulatory Theory", Penn. Law., Public Law and Legal Theory Research Paper n. 10-07, 2009, pag. 590; ed ancora PRENTICE ROBERT, "The Inevitability of a Strong SEC", in Corn. L. Rev., 2006, pag. 775 ss.. Per POSNER, *Theory criminal, op.cit.*, lo scopo del diritto penale è quello di impedire questo bypassare il mercato.

⁶² Tale assunto si basa sul Teorema di Coase, che costituisce una delle pietre fondamentali dell'analisi economica del diritto. Sul punto PACCES ALESSIO & VAN DEN BERGH ROGER, "An Introduction to the Law and Economics of Regulation", Rotterdam Institute of Law and Economics, Working Paper n. 2011/3, pag. 8.

⁶³ FISCHER & ROSS, *op.cit.*, pag. 547.

conoscio della possibile esistenza di queste conotte, si sarebbe adattato, creando un suo equilibrio.

Fischel e Ross, affermavano inoltre che tale tipo di manipolazione in realtà sia molto difficile da realizzare in quanto gli operatori devono disporre di ingenti quantità di capitali per raggiungere una posizione dominante ed inoltre su alcuni tipi di strumenti finanziari tale tipo di posizione non è, di fatto, possibile da raggiungere.

Oltretutto la posizione dominante su un mercato non è sufficiente dato che ne esistono vari; infine, aggiungevano che gli operatori sono sempre soggetti ad eventuali rischi del mercato come la caduta della domanda o un eccesso di offerta.

Di conseguenza, sostenevano che i mercati fossero capaci di autoregolamentarsi attraverso regole interne come ad esempio: limiti sulle posizioni apribili, limiti sul prezzo giornaliero, divieto di incrementare le posizioni aperte idonee a prevenire le pratiche manipolatorie.

Ritenevano quindi che non fosse necessaria una regolamentazione pubblica per prevenire tali condotte e affermavano inoltre, che la self regulation affidata ad organi non pubblici presentasse ulteriori vantaggi tra cui: una capacità d'azione più flessibile e rapida rispetto alla regolamentazione governativa e costi minori.

Con le loro osservazioni si inserivano nel solco di coloro che da sempre affermano che un'eccessiva regolamentazione del mercato possa poi comportare costi per il mercato stesso, ingessandolo⁶⁴

⁶⁴ MARKAM, *op.cit.* "A cost benefit analysis is needed to determine wheter a framework that seeks to create a "fair and ordely market" is ore appropriate than a more laissez faire system. The greatest danger from more affirmative regulation is that it might strangle the markets and stifile innovation. [...] Undoubtedly, those concernes are very real ones, and particulare care should be taken with highly innovative and still.growing futures industry. Although a cost benefit analysis cannot be an exact one, strongs arguments could be made that the benefits of a fair and ordely market far outweigh the costs of decreased market efficiency form manipulations and market disruptions. [...] The litigation and social cost that results from manipulated artificial price are also significant. [...] it would seem that a cost-benefit analysis would weigh heavily in favor of more affirmative regulation."

La capacità dei mercati di autoregolamentarsi e di prevenire gli abusi però è stata contestata da parte di molti autori⁶⁵.

Avgouleas, individua una serie di critiche nei confronti della teoria di Fischell & Ross, tra cui il fatto che i settori autoregolamentati, tendenzialmente, non tengono in considerazione la loro responsabilità sociale e sono esposti al rischio che gli standard etici introdotti si rivelino, di fatto, barriere all'ingresso dei nuovi operatori, riducendo così la concorrenza. Inoltre, difficilmente gli organi di autogoverno sono in grado di sanzionare efficacemente i loro stessi sponsor e spesso presentano il difetto della mancata rappresentanza dei cd. *end users* (consumatori, investitori) e questo lede la legittimità delle decisioni, soprattutto quando vengono assunte verso i terzi; infine, non manca di sottolineare, come il regolatore pubblico disponga di maggiori risorse e di maggiore capacità nel collaborare con altra autorità di vigilanza.

Le obiezioni teoriche formulate da Avgouleas, hanno trovato un riscontro nel lavoro di analisi empirica svolto da Pirrong⁶⁶ sul mercato dei futures. Non sfugge, ovviamente, che il mercato dei futures è connotato da un funzionamento economico lievemente diverso rispetto al mercato definibile "ordinario" (difatti, il mercato dei futures è connotato da due caratteristiche: da un lato, svolge il classico ruolo di incontro tra domanda-offerta - come il mercato ordinario - dall'altro lato, costituisce un meccanismo di spostamento del rischio dai soggetti risk adverse i soggetti risk tollerant⁶⁷) ma questo non impatta sul risultato dell'indagine empirica.

⁶⁵ AVGOULEAS, *op.cit.*, pag. 228-229; MILLER SAM, "Self-Regulation of the Securities Markets: A Critical Examination", in Wash. & Lee L. Rev., 1985, pag. 853 ss.

⁶⁶ PIRRONG, *The Economics law, op.cit.*, pag. 132.

⁶⁷ PIRRONG STEPHEN CRAIG, "Squeezes, Corpses, and the Anti Manipulation Provisions of the Commodity Exchange Act", in Regulation, n. 4, 1994, pag. 52 ss. Il principio opera in modo analogo a quanto avviene ad esempio sul mercato dei derivati sui cambi o sul rischio di default, dove abbiamo due soggetti: uno che è avverso al rischio (e quindi ad es acquista una determinata valuta ad un determinato valore x nel tempo, per coprirsi dal rischio di cambio) ed uno tollerante al rischi (che si assume il rischio che il cambio possa essere inferiore o maggiore.)

In tale studio condotto sui mercati dei futures⁶⁸, è stato analizzato l'andamento del Chicago Board of Trade (CBT) nel periodo precedente e nel periodo successivo all'emanazione delle prime norme sulla manipolazione (si rammentano essere state il Grain Futures Act del 1922 ed il Commodity Exchange Act del 1936).

L'Autore ha così dimostrato come, nel periodo precedente l'introduzione del GFA, le manipolazioni al CBT fossero abbastanza frequenti e come l'organo di autogoverno dei mercati non avesse adottato provvedimenti per impedirle⁶⁹, mentre nel periodo successivo l'emanazione del GFA (il quale introduceva sanzioni per le condotte manipolative) queste fossero diminuite⁷⁰. Ha poi esteso questa analisi ad altri mercati degli Stati Uniti, come il New York and New Orleans Cotton Exchange ed il New York Gold Exchange, che hanno dimostrato la stessa dinamica, cioè una diminuzione delle condotte manipolative dopo l'abbandono della self-detering a favore di una public regulation della manipolazione, basata su un sistema di enforcement.

Tali studi empirici hanno pertanto portato diversi Autori a sostenere che la manipolazione debba essere regolamentata nella forma pubblica⁷¹.

1.4.1 DETERRENZA EX POST CONTRO DETERRENZA EX ANTE.

Una volta dimostrato che la *public regulations* degli abusi di mercato è più efficace nel prevenire tali condotte illecite rispetto alla self regulation, uno

⁶⁸ PIRRONG STEPHEN CRAIG, "The Self-Regulation of Commodity Exchanges: the Case of Market Manipulation", J. Law Econ., vol. 38, 1995, pag. 141 ss.

⁶⁹ *Ibid*, pag. 165.

⁷⁰ *Ibid*, pag. 183.

⁷¹ POSNER ERIC, "The Law, Economics, and Psychology of Manipulation", in Coase-Sandor Working Paper in Law and Economics n. 726, 2015, il quale esordisce affermando che "the government should and does try to restrict manipulation for standard efficiency and welfarist reasons", (pag. 1). Per una recente analisi vedasi MACEY JONATHAN & O'HARA MAUREEN, "From Markets to Venues: Securities Regulation in an Evolving World", in Yale Law School, Faculty Scholarship series, Paper n. 1396, 2005; THEL STEVE, "850,000 in Six Minutes – The Mechanics of Securities Manipulation", in Corn. L. Rev., 1994, pag. 219 ss.

dei punti su cui la dottrina economica si è divisa è quale sia il sistema di deterrenza da utilizzare. Preme sin da ora segnalare che in realtà appare essere più una discussione teorica che pratica in quanto, come attestato da Posner “...*ex ante and ex post regulation actually are inseparable*”⁷².

Sono due lati della stessa medaglia inseparabili.

Detto ciò PIRRONG, nel suo studio sulla market power manipulation, ha individuato quattro forme di deterrenza⁷³ (che valgono in realtà per qualsiasi forma di manipolazione): proibizione delle contrattazioni (prohibition); modificazioni delle condizioni contrattuali (contractual deterrence); intervento sui mercati per prevenire la commissione di reati (*ex ante*); imposizione di sanzioni per le condotte poste in essere (*ex post*).

Il dibattito nella dottrina si è concentrato principalmente sul valutare, dal punto di vista economico, le differenze tra deterrenza *ex ante* e deterrenza *ex post*.

Tra chi predilige un sistema di regolamentazione *ex-ante* troviamo Easterbrook⁷⁴, il quale sostiene che tale approccio sia preferibile data la natura ambigua della manipolazione del mercato, la quale in alcuni casi si rivela difficile da distinguere da una mera speculazione⁷⁵ e dalla difficoltà di definire cos'è un prezzo artificiale. I vantaggi di un sistema *ex ante* sarebbero essenzialmente che un sistema basato su un intervento precoce può mitigare i costi finanziari generali derivanti dalle distorsioni

⁷² POSNER ERIC, *op.cit.*, pag. 14.

⁷³ PIRRONG, *The Economics law, op.cit.*, pag. 141.

⁷⁴ EASTERBROOK, *op.cit.*, pag. 110.

⁷⁵ In realtà è stato dimostrato come attraverso l'analisi dei prezzi, dei volumi negoziali e dei movimenti di mercato sia possibile individuare le condotte manipolatorie anche in fase *ex post*. Sul punto vedasi PIRRONG STEPHEN CRAIG, “*Detecting Manipulation in Futures Markets: The Ferruzzi Soybean Episode*”, in *Am. L. & Econ. Rev.*, vol. 6, n. 1, 2004, pag. 28 ss. Trattasi di uno studio che analizza le contrattazioni sui futures con sottostante la soia effettuate dalla Ferruzzi nel periodo tra il maggio e il luglio 1989. Con questo studio PIRRONG vuole dimostrare come analizzando i movimenti delle contrattazioni ed i prezzi è possibile individuare *ex-post* eventuali manipolazioni; MINENNA MARCELLO, CONSOB, Quaderni di Finanza, “*L'individuazione di fenomeni di abuso di mercato: un approccio quantitativo*”, n. 54, 2003.

conseguenti ai tentativi di manipolazione, migliorando così l'efficienza del mercato.

A favore di un sistema ex post troviamo invece Pirrong il quale, in studio comparatistico sulle diverse forme di prevenzione, ha individuato quattro punti in cui un sistema ex post appare più efficace rispetto ad uno ex ante.

In un sistema ex post⁷⁶ le autorità di vigilanza hanno più informazioni e sono in grado di gestirle meglio riducendo così la probabilità di errori; l'apparato di prevenzione ha costi minori; le sanzioni possono essere più elevate e flessibili, rispetto a quelle di uno ex ante; teoricamente, in un regime ex post, il numero ottimale delle manipolazioni del mercato realizzate è minore rispetto a uno ex ante (significa che un minore numero di manipolazioni, anche se complete, comporta meno ricadute sociali rispetto ad un numero maggiore di manipolazioni incomplete).

Pirrong segnala anche che un intervento precoce ha limiti sulla disponibilità probatoria ed è più a rischio di errori (con il conseguenziale aumento di costi che, paradossalmente, potrebbero equiparare i danni derivanti dalle eventuali manipolazioni che si sarebbero potute realizzare)⁷⁷.

1.5 CONCLUSIONI

Come abbiamo potuto vedere nel presente capitolo, la manipolazione del mercato è un fenomeno conosciuto e indagato da oltre un secolo.

La prima grande difficoltà in cui s'incorre nell'affrontare lo studio di questo fenomeno è che nel corso di quasi un secolo non si è ancora riusciti a giungere ad una definizione condivisa, causa il fatto che la manipolazione del mercato sussume sotto di sé un'ampia fenomenologia di condotte,

⁷⁶ PIRRONG, *The Economics law, op.cit.*, pag. 231.

⁷⁷ MAGRO BEATRICE, "Manipolazione di mercato e strumenti derivati", in *Dir. banc. merc. fin.*, 2007, pag. 45 ss, (pag.78).

suddivise principalmente nelle fraud based e nelle market based (quest'ultima a sua volta divisa in market power e uneconomic trading).

Certo è che non riuscire a definirla non significa che non debba essere affrontata e contrastata, in quanto i suoi effetti distorsivi sul corretto funzionamento del mercato sono noti e provati.

La manipolazione rappresenta un fallimento del mercato (Coase) che necessita di essere regolamentato. Mentre su tale conclusione la dottrina sembra essere concorde (Avgouleas, Pirrong), la modalità con cui attuare tale regolamentazione divide invece gli studiosi. Partendo dalla provocatoria tesi di Fischel & Ross che propendono per la self regulation da parte dei mercati siamo giunti agli studi empirici di Pirrong, i quali hanno dimostrato che la regolamentazione pubblica comporta un calo delle condotte manipolative. La distinzione tra regolamentazione ex ante ed ex post, nonostante abbia diviso la dottrina, in realtà non deve essere considerata così rilevante in quanto, come ha fatto notare Posner, sono i due lati della stessa medaglia.

Assunto pertanto che il fenomeno della manipolazione debba essere regolamentato, nel prossimo capitolo verrà illustrata la disciplina introdotta dal legislatore comunitario.

CAPITOLO 2

LA LEGISLAZIONE UE IN TEMA DI MANIPOLAZIONE DEL MERCATO: DAL FSAP, PASSANDO PER LA MAD E GIUNGENDO AL MAR/MAD2

2.1 INTRODUZIONE

Il presente capitolo, suddiviso in tre parti, è finalizzato ad illustrare il percorso normativo attuato dal legislatore comunitario in tema di abusi di mercato. Si apre con una breve analisi del processo che ha portato l'Unione Europea ad adottare la MAD, per poi passare ad illustrare gli avvenimenti successivi alla sua adozione, giungendo così ad un'analisi approfondita delle novità introdotte dal MAR e dalla MAD2, attraverso una comparazione tra le due discipline, concentrandosi su quegli aspetti maggiormente rilevanti per applicare i modelli del terzo capitolo. Tale illustrazione si rende necessaria in quanto alla stessa, nel terzo capitolo, verranno applicati i modelli economici.

2.2 IL FINANCIAL SERVICES ACTION PLAN E L'ADOZIONE DELLA MAD

Nel 1998 la Commissione Europea, dopo avere constatato che il quadro legislativo del mercato interno (soprattutto in materia di mercati finanziari) era troppo frammentato, emanò una Comunicazione⁷⁸ che aveva per oggetto l'elaborazione di un quadro di azione in tema d'integrazione dei mercati finanziari. A seguito di tale impulso, nel 1999, fu adottata la Comunicazione

⁷⁸ COM (1998), "Comunicazione della Commissione: elaborazione di un quadro di azione 625"

“Attuazione del quadro di azione per i servizi finanziari: piano d’azione”⁷⁹ conosciuta anche come “Financial Services Action Plan” (FSAP).

Scopo del FSAP era quello di dotare l'Unione Europea di un dispositivo legislativo che consentisse di affrontare le sfide future, giungendo alla costruzione di un mercato dei servizi finanziari e dei capitali integrato ed aperto.⁸⁰ In questo suo obiettivo l’Unione era sospinta dal fatto che un mercato finanziario integrato, liquido ed efficace contribuisce alla migliore allocazione delle risorse, traducendosi così in capacità di crescita economica.⁸¹ Il FSAP individuava tre obiettivi strategici: mercato all’ingrosso, mercato al dettaglio e un sistema regolamentare più moderno e snello. All’interno del primo obiettivo fu individuata la necessità di una direttiva per contrastare le manipolazioni del mercato mentre, nell’ambito del terzo obiettivo fu individuata la necessità di una nuova procedura normativa. Difatti uno dei punti di maggiore debolezza era rappresentato dalla procedura legislativa comunitaria, troppo lenta sia nella fase di produzione sia nella fase di recepimento da parte degli stati nazionali. Questa eccessiva lunghezza faceva sì che spesso la normativa comunitaria si rivelasse obsoleta e quindi inadeguata a mantenere il passo con l’evoluzione dei mercati, caratterizzati invece da un’evoluzione rapida.

Pertanto, nel luglio del 2000, l’ECOFIN incaricò il cd. “Comitato dei saggi” (cd. Comitato “Lamfalussy” dal nome del suo presidente) di elaborare un quadro normativo in grado di adattarsi alla realtà mutevole dei mercati

⁷⁹ COM (1999) 232, 11 maggio 1999, “Attuazione del quadro di azione per i servizi finanziari: piano d’azione”, disponibile su <http://ec.europa.eu>.

⁸⁰ A seguito del FSAP sono state adottate: la Market Abuse Directive, la Market in Financial Instruments Directive 2004/39/CE, la direttiva Prospetti 2003/71/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 4 novembre 2003, relativa al prospetto da pubblicare per l’offerta pubblica o l’ammissione alla negoziazione di strumenti finanziari e la direttiva Transparency 2004/109/CE sull’armonizzazione degli obblighi di trasparenza riguardanti le informazioni sugli emittenti i cui valori mobiliari sono ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato.

⁸¹ COMPORTI CARLO, “L’integrazione dei mercati finanziari europei e la c.d. procedura Lamfalussy”, in *Dir. ban. merc. fin.*, 2004, pag. 269 ss.

finanziari europei attraverso modalità e forme innovative di produzione legislativa per la disciplina dei mercati.

Il comitato, nel suo rapporto iniziale⁸² e nel suo rapporto finale⁸³, sostenendo quanto già evidenziato dalla Commissione, riconosceva che un nuovo procedimento normativo europeo fosse fondamentale per l'efficienza dei servizi finanziari e del mercato dei capitali e consigliava pertanto l'adozione di un nuovo sistema di legiferazione, basato su quattro livelli e la realizzazione di due nuovi comitati. Ribadiva inoltre l'importanza di garantire una trasparenza totale e istituzionalizzata dei processi legislativi (conscio delle polemiche sempre mosse alla procedura legislativa UE).

Il Consiglio Europeo, in occasione del vertice di Stoccolma del 23 marzo 2001⁸⁴, e successivamente il Parlamento Europeo⁸⁵, precedevano all'adozione della procedura Lamfalussy ed istituivano i Comitati⁸⁶.

A seguito dell'introduzione della nuova procedura di regolamentazione, l'Unione affidava, ad un apposito comitato, l'Inter-Institutional Monitoring Group for securities markets (IIMG), il compito di vigilare sull'efficacia della procedura Lamfalussy e sull'attuazione della legislazione derivata⁸⁷.

Il 28 gennaio 2003, coerentemente con gli obiettivi fissati dal FSAP ed utilizzando per la prima volta la procedura Lamfalussy, veniva emanata la

⁸² "Initial Report of the Committee of the Wise Men on the Regulation of European Securities Markets", Brussels, 09.11.2000, disponibile in <http://ec.europa.eu>.

⁸³ "Final Report of the Committee of the Wise Men on the Regulation of European Securities Markets", Brussels, 15.02.2001, disponibile in <http://ec.europa.eu>. Il Comitato rilevava che: *"il quadro normativo è troppo lento, troppo rigido, complesso e poco adatto al ritmo della finanziaria globale, inadatto a seguire in maniera efficiente i cambiamenti del mercato. Il Comitato è fermamente convinto che l'approccio raccomandato nella presente relazione è l'unico modo avanti. Altre opzioni sono, nelle attuali circostanze impraticabili"*.

⁸⁴ I documenti contenenti le conclusioni finali del Consiglio sono disponibili su: <http://www.europarl.europa.eu>.

⁸⁵ "Risoluzione del Parlamento Europeo sull'attuazione della legislazione nel quadro dei servizi finanziari (200172247)" del 5 febbraio 2002.

⁸⁶ Decisione della Commissione 2001/528/EC del 06.06.2001 che istituisce l'European Securities Committee, disponibile su <http://ec.europa.eu> e Decisione della Commissione 2001/527/EC del 06.06.2001 che istituisce Committee of European Securities Regulators, disponibile su <http://ec.europa.eu>.

⁸⁷ I rapporti dell'IIMG sono disponibili su <http://ec.europa.eu>.

direttiva 2003/6/CE, conosciuta anche come “Market Abuse Directive (MAD)”⁸⁸, il cui scopo era uniformare la risposta sanzionatoria verso le condotte illecite di abuso d’informazioni privilegiate e di manipolazione del mercato. Il quadro giuridico comunitario, a tutela dell’integrità⁸⁹ del mercato, era difatti incompleto ed i requisiti giuridici riguardanti la manipolazione variavano da uno Stato membro all’altro, creando così incertezza per gli operatori economici soprattutto riguardo i concetti, le definizioni e l’applicazione (senza dimenticare che in alcuni Stati membri non esisteva alcuna normativa in materia di manipolazione dei prezzi e diffusione di informazioni ingannevoli⁹⁰).

In accordo con la procedura Lamfalussy, venivano poi successivamente adottati gli atti di secondo livello: Direttive 2003/124/CE⁹¹, 2003/125/CE⁹² e 2004/72/CE⁹³ e Regolamento 2273/2003/CE⁹⁴, i quali disciplinavano alcuni aspetti tecnici della materia.

⁸⁸ Direttiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio del 28 gennaio 2003 relativa all’abuso di informazioni privilegiate e alla manipolazione del mercato (abusi di mercato). La Direttiva interveniva abrogando la Insider Dealing Directive 89/592/EEC, come segnalato dal Considerando (13), MAD “*Dati i cambiamenti intervenuti sui mercati finanziari e nella normativa comunitaria successivamente all’adozione della direttiva 89/592/CEE del Consiglio, del 13 novembre 1989, sul coordinamento delle normative concernenti le operazioni effettuate da persone in possesso di informazioni privilegiate (insider trading), è reso necessario procedere ad una sostituzione della predetta direttiva, al fine di assicurare la coerenza con la legislazione contro la manipolazione del mercato. Una nuova direttiva si rende altresì necessaria per evitare le lacune della normativa comunitaria che potrebbero essere utilizzate a scopi illeciti e comprometterebbero la fiducia del pubblico, pregiudicando quindi il regolare funzionamento dei mercati*”.

⁸⁹ Considerando (2) MAD, “*Un mercato finanziario integrato ed efficiente non può esistere senza che se ne tuteli l’integrità. Il regolare funzionamento dei mercati mobiliari e la fiducia del pubblico nei mercati costituiscono fattori essenziali di crescita e benessere economico. Gli abusi di mercato ledono l’integrità dei mercati finanziari e compromettono la fiducia del pubblico nei valori mobiliari e negli strumenti derivati*”.

⁹⁰ Considerando (11), MAD.

⁹¹ Direttiva recante le modalità di esecuzione della Direttiva 2003/6 per quanto riguarda la definizione e la comunicazione al pubblico delle informazioni privilegiate e la definizione di manipolazione del mercato.

⁹² Direttiva recante le modalità di esecuzione della Direttiva 2003/6 per quanto riguarda la corretta presentazione delle raccomandazioni di investimento e la comunicazione al pubblico di conflitti di interesse.

⁹³ Direttiva recante le modalità di esecuzione della Direttiva 2003/6 per quanto riguarda le prassi di mercato ammesse, la definizione di informazione privilegiata in relazione agli strumenti derivati su merci, l’istituzione di un registro delle persone aventi accesso ad

2.3 L'EPOCA SUCCESSIVA ALLA MAD

A distanza di soli cinque anni dall'adozione della MAD⁹⁵, il mercato finanziario statunitense veniva però colpito dalla crisi dei mutui sub-prime, crisi che velocemente si propagava al resto del mondo, trasformandosi così in una crisi finanziaria globale. L'Unione non rimase inerte e, nell'ottobre 2008, affidò ad un High Level Group, presieduto da Jacques de Larosière, il compito di indagare le cause della crisi e di individuare le opportune risposte che l'Unione avrebbe dovuto adottare. Nel febbraio del 2009 veniva presentato il rapporto finale⁹⁶, conosciuto come “*Driving Europe Recovery*”, in cui si consigliava di trasformare i tre comitati di terzo livello in Autorità Europee con poteri commisurati al loro ruolo.⁹⁷

informazioni privilegiate, la notifica delle operazioni di persone che esercitano responsabilità di direzione e la segnalazione di operazioni sospette.

⁹⁴ Regolamento recante le modalità di esecuzione della Direttiva 2003/6 per quanto riguarda la deroga per i programmi di riacquisito di azioni proprie e per le operazioni di stabilizzazione di strumenti finanziari.

⁹⁵ Per una bibliografia sull'adozione della MAD nei diversi ordinamenti comunitari vedasi: ZABALA BRUNO, “*French lesson*”, in Int. Fin. L. Rev., 26, giugno 2007, pag. 48 ss; HAYNES ANDREW, “*Market Abuse: an analysis of its nature and regulation*”, in Comp. Law. 2007, 28 (11), 323 ss; MEGLIANI MAURO, “*La direttiva comunitaria sugli abusi di mercato e il nuovo sistema sanzionatorio*”, in Dir. comm. int., 2006, pag. 271 ss; FERRARINI, *op.cit.*; SIEMS MATHIAS, “*The EU Market Abuse Directive: a Case-Based Analysis*”, in Law and Fin. Mark. Rev., 2008, pag. 39 ss; SEMINARA SERGIO, “*Abuso di informazioni privilegiate e manipolazione del mercato: le norme della comunitaria 2004*”, in Dir. pen. proc., n. 1/2006, pag. 9 ss; NOACK ULRICH & ZETZCHE DIRK, “*A Corporate Governance Reform in Germany: The Second Decade*”, in Eur. Bus. L. Rev., vol. 16, 2004, pag. 1033 ss.

⁹⁶ Per un commento VABRES REGIS, “*Le système européen de supervision: état des lieux et perspective*”, in Rev. dr. banc. fin., n. 1, gennaio 2010, étude 3.

⁹⁷ Single Market News n. 55, 2009/3, nel quale si può leggere: “*The current financial services committees at EU level have advisory powers and can issue non-binding guidelines and recommendations. National supervisors of cross-border groups must cooperate within colleges of supervisors, but if they cannot agree, there is no mechanism to resolve the issue. Many technical rules are determined at Member State level and there is considerable variation between Member States. Even where rules are harmonised, application can be inconsistent. This fragmented supervision undermines the Single Market, imposes extra costs for financial institutions, and increases the likelihood of failure of financial institutions with potentially additional costs for taxpayers. For these reasons, the de Larosière group recommended that these committees be given more power and transformed into supervisory authorities. There will be a European Banking Authority (EBA), a European Insurance and Occupational Pensions Authority (EIOPA), and a European Securities and Markets Authority (ESMA)*”.

Nel settembre del 2009, a seguito delle proposte del “Rapporto de Larosière” e della comunicazione del maggio 2009⁹⁸, la Commissione presentò un pacchetto normativo al fine di dare attuazione al nuovo quadro di supervisione finanziaria,⁹⁹ nascevano così le tre autorità di vigilanza comunitarie:

- L’European Banking Authority (EBA) che andava a sostituire il Committee of European Banking Supervisors (CEBS)¹⁰⁰;
- L’European Insurance and Occupational Pensions Authority (EIOPA) che andava a sostituire il Committee of European Insurance and Occupational Pensions Committee (CEIOPS)¹⁰¹;
- L’European Securities and Markets Authority (ESMA) che andava a sostituire il Committee of European Securities Regulators (CESR)¹⁰².

Nel frattempo, in data 01.12.2009, era entrato in vigore il Trattato di Lisbona che per la prima volta riconosceva dei poteri in ambito penale all’Unione Europea (art. 83 TFUE)¹⁰³.

⁹⁸ COM (2009) 252.

⁹⁹ Press Release del 23.09.2009, “Commission adopts legislative proposal to strengthen financial supervision in Europe”.

¹⁰⁰ COM (2009) 501 su http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs.

¹⁰¹ COM (2009) 502 su http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs.

¹⁰² COM (2009) 503 su http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs.

¹⁰³ Per un’ampia e approfondita letteratura sul processo di nascita del diritto penale europeo, dall’armonizzazione al Trattato di Lisbona, alle prospettive future: SATZGER HELMUT, “*International and European Criminal law*” C.H. Beck Hart - Nomos, Munich, 2012; BERNARDI ALESSANDRO, “*Politiche di armonizzazione e sistema sanzionatorio penale*”, in RAFARACI (a cura di), “*L’area di Libertà sicurezza e giustizia*”, Giuffrè, 2007; BERNARDI ALESSANDRO, “*L’europeizzazione del diritto e della scienza penale*”, Giappichelli, 2004; VERVAELE JOHN, “*L’europeizzazione del diritto penale e la dimensione penale dell’integrazione europea*” in Riv. trim. dir. pen. econ., 2005, pag. 129 ss; DONINI MASSIMO, “*L’armonizzazione del diritto penale nel contesto globale*”, in Riv. trim. dir. pen. econ., 2002, pag. 477 ss; BERNARDI ALESSANDRO, “*Strategie per l’armonizzazione dei sistemi penali europei*”, in Riv. trim. dir. pen. econ., 2002, pag. 787 ss; FOFFANI LUIGI, “*Prospettive di armonizzazione europea del diritto penale dell’economia: le proposte del progetto “eurodelitti” per la disciplina delle società commerciali, del fallimento, delle banche e degli intermediari finanziari*” in Studi in onore di G. Marinucci, a cura di DOLCINI E PALIERO, Vol. III, Milano, 2006 pag. 2321 ss; SOTIS CARLO, “*Il Trattato di Lisbona e le competenze penali dell’Unione Europea*” in Cass. pen., 2010, pag. 326 ss; ZIMMERMANN FRANK, “*The Implications of the Treaty of Lisbon on criminal Law*”, in “*The EU and National Constitutional Law*” (a cura di HUBER), 2012, pag. 63 ss. Sugli aspetti del diritto penale europeo e i riflessi sul diritto penale economico vedasi FOFFANI LUIGI, “*Verso*

La Commissione iniziava pertanto ad interrogarsi, anche a fronte dei rilievi mossi dal Rapporto de Larosière¹⁰⁴, non solo sulla vigilanza¹⁰⁵ ma anche sulla normativa di settore (regolamentare e sanzionatoria), valutando le possibili implementazioni. Veniva di conseguenza emanata una prima comunicazione¹⁰⁶ che indicava i possibili modi per rafforzare i regimi sanzionatori nel settore dei servizi finanziari dell'UE. Era difatti emerso¹⁰⁷ come, nonostante l'adozione della MAD, le disposizioni sanzionatorie fossero fortemente divergenti da uno Stato membro all'altro¹⁰⁸, soprattutto su punti fondamentali quali, i tipi di sanzione disponibili e l'entità delle stesse. La Commissione riteneva¹⁰⁹ pertanto necessaria una maggiore

un'armonizzazione europea del diritto penale dell'economia: la genesi di nuovi beni giuridici economici di rango comunitario, il riavvicinamento dei precetti e delle sanzioni", in GRASSO-PICOTTI-SICURELLA (a cura di), "L'evoluzione del diritto penale nei settori d'interesse europeo alla luce del Trattato di Lisbona", 2011, pag. 583 ss. Per un'analisi degli futuri sviluppi vedasi SICURELLA ROSARIA, "La costruzione della dimensione penale dell'Unione Europea: deriva simbolico repressiva o occasione di approfondimento dei presidi garantistici", in Riv. trim. dir. pen. econ., n. 3, 2013, pag. 415 ss.

¹⁰⁴ Punto 201 del Rapporto: "L'attività di vigilanza non può risultare efficace se esistono sistemi sanzionatori deboli e notevolmente variabili. È fondamentale che, all'interno dell'UE e non solo, tutte le autorità di vigilanza siano in grado di applicare sistemi sanzionatori sufficientemente convergenti, rigorosi e con effetti deterrenti".

¹⁰⁵ PACCES ALESSIO, "Consequences of Uncertainty for Regulation: law and Economics on the Financial Crisis", Eur. Comp. Fin. L. Rev., vol. 4, 2010, pag. 479 ss.

¹⁰⁶ COM 716 (2010) "Potenziare i regimi sanzionatori nel settore dei servizi finanziari".

¹⁰⁷ CESR: "Report on administrative measures and sanctions as well as criminal sanctions available in Member States under the Market Abuse Directive", del 17.10.2007.

¹⁰⁸ Per valutare la risposta dei paesi comunitari rispetto alla MAD il CESR, ha pubblicato un report sul sistema sanzionatorio presente nei vari stati (si rinvia a questo documento per un'analisi più approfondita). Sommariamente però possiamo indicare che, al febbraio 2008: 24 paesi su 29 avevano adottato misure amministrative, 5 paesi non avevano nessun tipo di sanzione amministrativa; 25 paesi su 29 avevano adottato misure amministrative pecuniarie, 4 paesi avevano nessun tipo di sanzione amministrativa pecuniaria; 25 paesi su 29 avevano adottato sanzioni penali, 4 paesi non avevano nessun tipo di sanzione penale. Anche in tema di sanzioni penali vi erano forti divergenze; riguardo alle sanzioni penali pecuniarie si andava dalla Danimarca che non aveva limiti, al Belgio che va da un minimo di € 50 a un massimo di € 10.000, mentre riguardo alle sanzioni detentive, 4 paesi non le prevedevano mentre negli altri Paesi si andava dal Belgio che prevedeva una pena di 1 mese nel minimo e 2 anni nel massimo alla Lituania che prevede una pena nel massimo di 15 anni.

¹⁰⁹ Michel Barnier, commissario per il Mercato interno e i servizi, ha dichiarato: "Se un istituto finanziario non rispetta le regole UE in materia di servizi finanziari, i suoi trader e dirigenti devono sapere che non ne usciranno indenni, e che la risposta sarà dura, ovunque in Europa. Adesso, troppo spesso, non è così. La comunicazione adottata oggi indica come

convergenza tra i regimi sanzionatori attraverso norme minime comuni per determinati aspetti essenziali¹¹⁰.

In senso analogo e in forza dei nuovi poteri conferiti dal Trattato di Lisbona, la Commissione emanava una comunicazione sulla politica penale¹¹¹ che si concludeva affermando che: *“In relazione ad una serie di settori d'intervento armonizzati, è stato deciso che sono necessarie misure di diritto penale a livello di Unione. Ciò riguarda in particolare interventi per combattere pratiche gravemente lesive e profitti illegali in taluni settori economici, al fine di proteggere le attività delle imprese che operano nella legalità e salvaguardare l'interesse dei contribuenti: • il settore finanziario, ad esempio le manipolazioni del mercato o l'abuso di informazioni privilegiate”*

Risultava pertanto evidente come il settore degli abusi di mercato costituisse il terreno privilegiato d'intervento del legislatore comunitario, fino a volerlo far diventare il primo caso di esercizio dei nuovi poteri in materia penale¹¹².

procedere per garantire che i poteri sanzionatori saranno più forti e più convergenti in tutta l'Europa, per consentire all'UE di tutelare meglio gli interessi dei cittadini”.

¹¹⁰ SEMINARA SERGIO, *“L'evoluzione europea del diritto penale del mercato finanziario nella prospettiva italiana”*, in CANESTRARI-FOFFANI (a cura di), *“Il diritto penale nella prospettiva europea. Quali politiche criminali per quale Europa? Atti del convegno organizzato dall'Associazione Franco Bricola”*, Giuffrè, 2005, pag. 222 ss, il quale fa notare che *“l'obiettivo di un'omogeneità nella previsione dei fatti punibili e delle relative sanzioni – in altre parole, l'unificazione giuridica – è oggi particolarmente avvertito nel diritto penale dell'economia a livello internazionale”*. Ed ancora vedasi BERNARDI ALESSANDRO, *“Europeizzazione del diritto penale commerciale?”*, in Riv. trim. dir. pen. econ., 1996, pag. 32 ss.

¹¹¹ COM (2011) 573, denominata *“Verso una politica penale dell'Unione europea: garantire l'efficace attuazione delle politiche dell'Unione attraverso il diritto penale”*. All'interno della quale si poteva leggere: *“Le norme dell'Unione sulla condotta sui mercati finanziari sono un esempio calzante in cui il diritto penale potrebbe rappresentare un utile strumento aggiuntivo per garantire un'applicazione efficace. Come ha dimostrato la crisi finanziaria, le norme dei mercati finanziari non sempre sono sufficientemente rispettate ed applicate. Ciò può gravemente minare la fiducia nel settore finanziario. Una maggior convergenza, anche in diritto penale, tra regimi giuridici degli Stati membri può essere utile a prevenire il rischio di un funzionamento scorretto dei mercati finanziari e può aiutare ad instaurare parità di condizioni nel mercato interno”*.

¹¹² Viviane Reding, commissario UE per la Giustizia, ha dichiarato: *“In questi tempi di crisi è indispensabile che i cittadini riacquistino fiducia nei nostri mercati. Per questo motivo, a completamento di un'effettiva vigilanza dei mercati, la Commissione propone oggi di potenziare l'esecuzione delle norme dell'UE contro l'abuso d'informazioni*

Ancora una volta, così come ai tempi dell'adozione della procedura Lamfalussy, il settore degli abusi di mercato diveniva il primo settore d'esercizio delle nuove competenze del legislatore comunitario, segno della rilevanza del fenomeno (vedasi tabella che riporta i casi nell'Unione Europea nell'arco del triennio 2008-2010¹¹³).

DETECTED OFFENSES				CAUSES TRANSMITTED		
Country	2008	2009	2010	2008	2009	2010
Austria	22	23	36	1	4	1
Belgium	7	9	9	1	6	2
Bulgaria	5	9	9	0	0	0
Cyprus	5	11	10	0	1	3
Czech Republic	0	3	5	1	0	1
Denmark	32	22	9	34	35	66
Estonia	20	21	25	1	4	1
Finland	4	20	7	5	0	2
France	100	85	66	20	16	16
Germany	128	98	140	59	88	72
Greece	27	81	65	2	1	10
Hungary	18	6	11	1	0	0
Iceland	0	0	1	0	13	6
Ireland	0	0	0	0	0	0
Italy	6	23	23	6	7	8
Latvia	1	0	1	1	2	2
Lithuania	8	14	1	0	2	0
Luxemburg	2	3	13	0	0	3
Netherlands	5	5	13	11	4	3
Norway	14	17	12	6	7	5
Poland	27	12	16	24	26	12

privilegiata e la manipolazione del mercato ricorrendo al diritto penale. Non c'è posto per comportamenti criminali nei mercati finanziari europei!"

Il commissario per il Mercato interno e i servizi, Michel Barnier, ha dichiarato: *"Oggi le sanzioni previste per gli abusi di mercato sono troppo diverse tra loro e mancano quindi del necessario effetto deterrente. Imponendo sanzioni penali per gravi reati di abuso di mercato in tutta l'UE lanciamo un messaggio univoco contro potenziali responsabili: chi abusa di informazioni privilegiate e manipola il mercato rischia il carcere e l'iscrizione nel casellario giudiziale. Tali proposte aumenteranno l'integrità dei mercati, promuoveranno la fiducia degli investitori e la parità di condizioni nel mercato interno"*.

¹¹³ Tabella elaborata in base ai dati estratti da CUMMING DOUGLAS, GROH ALEXANDER & JOHAN SOFIA, *"Same Rules, Different Enforcement: Market Abuse in Europe"*, Tilburg University, Discussion Paper, 2014.

Portugal	5	15	12	4	3	4
Romania	4	1	4	0	2	2
Slovakia	1	1	0	0	0	0
Slovenia	0	3	9	1	2	2
Spain	6	2	19	1	0	10
Sweden	0	0	0	304	262	249
United Kingdom	7	10	21	0	0	0
Total	454	494	537	483	485	480

Da ciò ne conseguiva che in data 20.10.2011 la Commissione adottava un proposta di nuova regolamentazione che sfociava nell'adozione del Regolamento (EU) n. 596/2014 relativo agli abusi di mercato (regolamento sugli abusi di mercato - MAR) e la Direttiva 2014/57/EU relativa alle sanzioni penali in caso di abusi di mercato (direttiva abusi di mercato)¹¹⁴, che venivano pubblicati, in data 12.06.2014, sull'Official Journal of the European Union¹¹⁵.

Lo story telling incentrato nel dare fiducia ai mercati, potrebbe nascondere una "mela avvelenata", rappresentata dal fatto che la Direttiva relativa alle sanzioni penali non si applica alla Danimarca e al Regno Unito e (nel caso del Regno Unito) a quello che risulta essere il mercato finanziario più importante della UE.

¹¹⁴ Per osservazioni generali sul MAR e sulla MAD2 si rimanda a VERVAELE JOHN & LUCHTMAN MICHIEL, "Enforcing the Market Abuse Regime: Towards an integrated Model of crime and Administrative Law Enforcement in the European Union", in New J. Eur. Crim. Law, 5, 2014, pag. 192 ss, per la traduzione in italiano vedasi Riv. trim. dir. pen. eco., 3-4, 2014, pag. 677 ss; SIEMS MATHIAS & NELMANS MATTHIJS, "The Reform of the Market Abuse Law: Revolution or Evolution?", in Masst. J. Eur. & Comp. L., 19, 2012, pag. 195 ss.

¹¹⁵ Dichiarazione congiunta di Viviane Reding, Commissario alla Giustizia e Michel Barnier, Commissario al Mercato Interno: "Today the European Union is sending a clear signal: there must be zero tolerance for manipulators in our financial markets. The EU's new market abuse framework will ensure that those who commit market abuse will face huge fines or jail across Europe". Nelle parole del commissario Reding sembra risuonare quanto affermato dal Giudice Denny Chin il quale, nel comminare a Bernie Madoff la sentenza di reclusione a 150 anni, ha affermato che "the symbolism is important here because the strongest possible message must be sent to those who would engage in similar conduct that they will be caught and that they will be punished to the fullest extent of the law" (Sentencing Hearing Transcript at 47, United States vs. Madoff, 29 June 2009).

2.4 MAD VS MAR/MAD2.

Di seguito viene illustrato l'attuale quadro normativo della manipolazione del mercato, concentrandosi principalmente sulle modifiche intervenute, al fine di sottoporlo nel quarto capitolo, alla verifica della Law and Economics.

2.4.1 IL DIVIETO DI MANIPOLAZIONE, LE SANZIONI E L'OBBLIGO DI CRIMINALIZZAZIONE

L'aspetto principale da cui partire, è il punto fermo riaffermato dal MAR e dalla MAD2, cioè il divieto per qualsiasi persona fisica o giuridica di porre in essere manipolazioni di mercato¹¹⁶. Detto questo, l'aspetto veramente innovato è l'introduzione di un obbligo di criminalizzazione delle condotte manipolative¹¹⁷.

Come già anticipato nel vigore della MAD, gli stati membri erano tenuti ad adottare sanzioni amministrative per punire le condotte manipolative (mentre erano lasciati liberi sull'adozione delle sanzioni penali), questo non perché la UE non ritenesse funzionale lo strumento della sanzione penale¹¹⁸ ma perché non era dotata degli idonei poteri per imporla (trattandosi dell'epoca pre-Lisbona). L'esigenza di introdurre la sanzione criminale era però fortemente sentita dalla UE¹¹⁹, tant'è che si è poi riflessa nell'attuale

¹¹⁶ Art. 15 MAR.

¹¹⁷ Per una prima approfondita ricognizione dell'argomento, MUCCIARELLI FRANCESCO, "La nuova disciplina eurounitaria sul market abuse: tra obblighi di criminalizzazione e ne bis in idem", in Dir. pen. cont., 2015.

¹¹⁸ HERLIN-KARNELL ESTER, "Is administrative law still relevant? How the battle of sanctions has shaped EU Criminal law", in Research Handbook of EU Criminal Law, 2015.

¹¹⁹ ALESSANDRI ALBERTO, "Prime riflessioni sulla decisione della Corte Europea dei Diritti dell'Uomo riguardo alla disciplina italiana degli abusi di mercato", in Giur. comm., 2014, pag. 855 ss, il quale fa notare che: "...vi sarebbe molto da discutere su questa predilezione per le sanzioni penali [...] la Direttiva ad esempio non pare porsi il problema

sistema¹²⁰, il quale presenta una scelta d'opzione netta per la sanzione criminale a scapito di quella amministrativa¹²¹

La MAD2, che costituisce l'esercizio dei poteri di cui all'art. 83.2 TFUE,¹²² prevede un obbligo di criminalizzazione per gli Stati membri i quali sono tenuti:

- Nei confronti delle persone fisiche, ad adottare le misure necessarie affinché il reato di cui all'art. 5 MAD2 (manipolazione del mercato) sia punito con sanzioni penali effettive, proporzionate e dissuasive e che sia punito con la pena della reclusione per una durata massima non inferiore ad anni quattro¹²³;
- Nei confronti delle persone giuridiche¹²⁴, ad adottare le misure necessarie affinché possano rispondere del reato di manipolazione del mercato quando

di un'efficienza del sistema penale nei singoli stati e soprattutto delle profonde differenze tra i vari sistemi...".

¹²⁰ VIGANÒ FRANCESCO, "Ne bis in idem e contratto agli abusi di mercato: una sfida per il legislatore e i giudici italiani" in Dir. pen. cont., 2016.

¹²¹ MAD2, Considerando (5): "L'adozione di sanzioni amministrative da parte degli Stati membri si è finora rivelata insufficiente a garantire il rispetto delle norme intese a prevenire e combattere gli abusi di mercato." Considerando (6) "È essenziale rafforzare il rispetto delle norme sugli abusi di mercato istituendo sanzioni penali, che dimostrino una forma più forte di disapprovazione sociale rispetto alle sanzioni amministrative. Introducendo 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 e si trasmette al pubblico e ai potenziali contravventori il messaggio che tali comportamenti sono considerati molto seriamente dalle autorità competenti". Considerando (8) "L'introduzione, da parte di tutti gli Stati membri, di sanzioni penali almeno per i reati gravi di abusi di mercato è pertanto essenziale per garantire l'attuazione efficace della politica dell'Unione in materia". Ed ancora art. 3, par.1, comma 2, MAR, il quale dispone: "Gli Stati membri possono decidere di non stabilire norme relative alle sanzioni amministrative di cui al primo comma se le violazioni di cui alle lettere a) o b) di tale comma sono già soggette a sanzioni penali, nel rispettivo diritto nazionale".

¹²² La MAD2 costituisce il primo caso di esercizio della competenza penale "accessoria" della UE. Sulla competenza penale accessoria vedasi l'approfondito studio di BERNARDI ALESSANDRO, "La competenza penale accessoria dell'Unione Europea: problemi e prospettive", in Dir. pen. cont. - Riv. Trim., 2012.

¹²³ HERLIN-KARNELL ESTER, "White collar Crime and European Financial Crisis: Getting Tough on EU Market Abuse" in Eur. L. Rev., 2012, pag. 481 ss, la quale fa notare che nel caso Ship-Source Pollution (*Commission v. Council*) la Corte di Giustizia aveva affermato che il livello delle sanzioni criminali dovesse essere lasciato agli stati membri.

¹²⁴ MAD2 Considerando (18) "Per garantire l'attuazione efficace della politica europea intesa ad assicurare l'integrità dei mercati finanziari stabilita nel regolamento (UE) n. 596/2014, è opportuno che gli Stati membri estendano alle persone giuridiche la

lo stesso è commesso a loro vantaggio da qualsiasi persona che agisca individualmente ovvero in quanto membro di un organo della persona giuridica e che detenga una posizione apicale all'interno della persona giuridica, ovvero quando la carenza di vigilanza o controllo abbia reso possibile la commissione, a proprio vantaggio del reato di manipolazione, a opera di una persona sottoposta alla sua autorità. Ed altresì, ad adottare le misure necessarie affinché nei casi sopramenzionati, la persona giuridica sia sottoposta a sanzioni effettive, proporzionate e dissuasive, comprendenti sanzioni pecuniarie di natura penale o non penale o altre sanzioni quali: a) l'esclusione dal godimento di contributi o sovvenzioni pubbliche; b) l'interdizione temporanea o permanente dall'esercizio di un'attività d'impresa; c) l'assoggettamento a controllo giudiziario; d) provvedimenti giudiziari di liquidazione; e) la chiusura temporanea o permanente dei locali usati per commettere il reato.

Se non fosse però che il MAR stabilisce la possibilità di introdurre sanzioni amministrative per le condotte manipolative, facendo così manifestare di nuovo lo spettro del doppio binario¹²⁵ (e del ne bis in idem) in materia di abusi di mercato, così tanto criticato da dottrina e giurisprudenza nei vari paesi comunitari¹²⁶. Essendo da escludere che il legislatore comunitario

responsabilità in relazione ai reati previsti nella presente direttiva attraverso l'irrogazione di sanzioni penali o non penali o altre misure che siano effettive, proporzionate e dissuasive, ad esempio quelle previste nel regolamento (UE) n. 596/2014".

¹²⁵ Sulla questione del rapporto tra illecito penale e illecito amministrativo in Italia vedasi: PALIERO CARLO ENRICO, "Market Abuse e legislazione penale: un connubio tormentato", in *Corr. merito*, 2005, pag. 809 ss; SANTORIELLO CIRO in DESTITO, NAPOLEONI, OGGERO, SANTORIELLO (a cura di), in "La disciplina penale dell'Economia", Giappichelli, 2008 pag. 794 ss; MIEDICO MELISSA, "La manipolazione del mercato: illecito penale o amministrativo?", in *Le Società*, n. 5/2007, pag.621 ss; TERZI LAURA, "Rilievi critici in tema di manipolazione del mercato", in *Riv. pen.*, 11/2008, pag. 1101 ss; GLIATTA SERGIO, "Market Abuse tra illecito penale e amministrativo", in *Dir. prat. soc.*, n. 22, 2006, pag 62 ss; AMATI ENRICO, "La disciplina della manipolazione del mercato tra reato ed illecito amministrativo. Primi problemi applicativi", in *Giur. Comm.*, 2006, pag. 985 ss; MAGRO MARIA BEATRICE, "Le manipolazioni di mercato tra illecito penale e illecito amministrativo", in *Cass. pen.*, 2007, pag. 61 ss.

¹²⁶ La Francia aveva affrontato la problematica del cumulo tra sanzione penale e sanzione amministrativa in materia di abusi di mercato sin dai tempi della Loi n. 531 del 1989, la quale aveva affidato alla COB il potere di sanzionare gli illeciti amministrativi. Si erano

abbia ignorato un così grave problema, si necessita quindi di individuare quale sia il rapporto tra i due sistemi sanzionatori.

Secondo il legislatore comunitario, la sanzione penale (stricti sensu) dovrebbe essere utilizzata per i casi gravi¹²⁷ di abuso quando sono commessi

formate sul punto due opinioni ben distinte: una parte della dottrina affermava che il divieto di *ne bis in idem* non avesse valore costituzionale e che era previsto in via generale solamente per la materia penale dal codice di procedura penale, e che quindi non vi fossero problemi dal punto di vista del cumulo sanzionatorio. *Contra* OHL DANIEL, “*Droit de sociétés cotées*”, Lexis Nexis, 2008, 3° edition, Paris, pag. 377, il quale affermava invece che il cumulo sanzionatorio fosse contrario all’art. 4, del Protocollo addizionale n°7, Convenzione Europea per la salvaguardia dei diritti dell’uomo e delle libertà fondamentali (CEDU), il quale prevede espressamente il principio del *ne bis in idem*. I favorevoli al cumulo sottolineavano però che in fase di ratifica la Francia avesse esercitato la riserva di cui all’art. 57 CEDU, dichiarando che “*le sentenze e le infrazioni a cui ci si riferisce nell’art 4 del Protocollo addizionale sono solo quelle emanate dai tribunali penali*”, traendone così la conseguenza che fosse da escludere che il cumulo di sanzioni violasse il principio di *ne bis in idem*. Sul punto si era pronunciata la Cour de Cassation, Chambre criminelle del 1 marzo 2000, n. 99-86.299 (Bulletin criminel 2000 n. 98 pag. 290), nella quale veniva affermato che il cumulo di sanzioni non violava l’art.4 del protocollo addizionale della CEDU, data la riserva apposta dalla Francia e che inoltre, il principio del *ne bis in idem* (come affermato anche dal Conseil Constitutionnel con la decisione n. 89-260, 28 giugno 1989), non fosse dotato di valore costituzionale, ma limitato solamente alla materia penale (in senso formale). Tale orientamento veniva confermato nuovamente da SALOMON RENAUD, Commentaire a Cour de Cassation, Chambre Criminelle 2 avr. 2008, n. 07-85.179, “*Le principe non bis in idem n’est pas applicable aux infractions boursières*”, Droit des sociétés n. 6, 2008. Da notare che nonostante tali arresti la dottrina, correttamente, ha continuato ad interrogarsi sul punto. Tant’è che la commissione incaricata di studiare la depenalizzazione di numerose sanzioni del sistema economico e finanziario, nel suo rapporto finale la Commissione, tra le 30 proposte per modernizzare l’economia ha dedicato un apposita parte al rapporto tra le sanzioni amministrative e i delitti di borsa, proponendo la soppressione del cumulo sanzionatorio (Rapport “*La dépenalisation de la vie des affaires*”, Janvier 2008, su www.justice.gouv.fr. Per un commento, PACLOT YANN, Rev. dr. banc. fin., mars 2008, repere 3). Per un commento recente: GARRIGUES BRIGITTE, “*L’Autorité de regulation boursiere face a l’article 6 de la Convention europeenne des droits de l’Homme*”, in Rev. dr. banc. fin., 2010, dossier 20. Tutto questo per segnalare come la discussione sul punto non fosse limitata solo all’Italia, ma coinvolgeva i vari ordinamenti UE. Si noti comunque, come verrà esposto in seguito, che la giurisprudenza francese partiva da una premessa errata (e giungendo così a sancire la correttezza del doppio binario) in quanto non teneva (volutamente?) in considerazione il concetto di materia penale per le sanzioni amministrative elaborato dalla Corte EDU.

¹²⁷ Per individuare il concetto di grave, preme richiamare il Considerando (12) MAD2, il quale dispone che: “*Ai fini della presente direttiva, 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*”.

dolosamente¹²⁸, mentre nelle altre ipotesi, è obbligatorio punire le condotte in via amministrativa (fatta salva la possibilità per gli stati nazionali di prevedere sanzioni penali in sostituzione di quelle amministrative). Appare quindi ad una prima lettura, che invece di un sistema di doppio binario si sia instaurato un sistema sanzionatorio basato sulla progressione dell'offesa¹²⁹: per quelle meno gravi la sanzione amministrativa¹³⁰ (con libertà di adottare comunque sanzioni penali) e per quelle più gravi e commesse dolosamente la sanzione penale in senso stretto.¹³¹

¹²⁸ Considerando (10) MAD2.

¹²⁹ Appare a una prima lettura essere la trasposizione normativa del modo di operare posto in essere della FSA, l'autorità di vigilanza sul mercato inglese. Difatti nel Regno Unito, la FSA era titolare sia dell'azione penale (in condivisione con il CPS ed il SFO) e dell'azione amministrativa. Per regolamentare il potere discrezionale dell'autorità nella scelta della sede in cui agire, l'Enforcement Guide aveva individuato una serie di fattori, non tassativi e non esaustivi, che dovevano essere tenuti in considerazione per decidere se procedere con l'azione penale o se utilizzare invece i poteri sanzionatori amministrativi propri. Tale elenco comprendeva: 1. Il livello di gravità del reato; 2. Se vi sono state vittime che hanno subito perdite a causa del reato, se non vi sono è preferibile non procedere con l'incriminazione; 3. L'estensione e la natura delle perdite, se sono di dimensioni notevoli e hanno coinvolto più soggetti è preferibile il procedimento penale; 4. Gli effetti sul mercato: se è stata danneggiata notevolmente la fiducia nel mercato o se sono stati procurati gravi danni all'integrità del mercato è preferibile agire penalmente; 5. L'ammontare dei profitti. Se sono di notevole entità è preferibile agire penalmente; 6. Se vi è il ragionevole sospetto che la condotta illecita possa essere continuata o ripetuta e che la sanzione pecuniaria sembra inidonea a fermare la condotta illecita; 7. Se il soggetto è recidivo o se nei suoi confronti erano già state emanate sanzioni amministrative; 8. se gli effetti del procedimento penale potrebbero causare l'insolvenza del responsabile della condotta e impedire così il risarcimento dei danneggiati è preferibile non procedere penalmente; 9. Se il soggetto ha collaborato volontariamente con la FSA per adottare misure correttive alla sua condotta è preferibile non procedere penalmente; 10. Se la condotta è stata posta in essere da più persone e una di queste ha svolto il ruolo di organizzatore; 11. Le circostanze personali riguardanti l'accusato. La AFM, l'autorità di vigilanza olandese, opera in senso analogo. Difatti è previsto che si applichi o l'azione penale o l'azione amministrativa (principio di una via), così come evidenziato da VERVAELE, *Enforcing, op.cit.*, pag. 686.

¹³⁰ A sostegno di ciò si veda il Considerando (23) MAD2, il quale afferma: *“Mentre le condotte illecite commesse con dolo dovrebbero essere punite conformemente alla presente direttiva, almeno nei casi gravi, le sanzioni per le violazioni del regolamento (UE) n. 596/2014 non richiedono che sia comprovato il dolo o che gli illeciti siano qualificati come gravi”*.

¹³¹ Da notare però che il Considerando (16) MAD2 dispone che: *“Gli Stati membri possono, ad esempio, stabilire che la manipolazione del mercato commessa con grave colpa o negligenza costituisca reato”*, lasciando così un ambito d'intervento della sanzione penale anche per gli illeciti meno gravi.

Meritevole di nota è come il legislatore comunitario ponga forte attenzione ad evitare la creazione di un *ne bis in idem*¹³² derivante da un doppio binario, forte del fatto che le sanzioni amministrative, nel loro nucleo essenziale afflittive (soprattutto quelle nella materia di abusi di mercato), rientrano nella materia penale secondo il principio per il quale rientra nella materia penale una sanzione valutata in base alla sua finalità, a prescindere dalla caratterizzazione formale¹³³. Come fa notare un Autore¹³⁴, il legislatore comunitario, avendo lasciato agli stati nazionali la possibilità di punire le condotte meno gravi (quelle del MAR) in sede penale, sembra spostare l'onere di evitare il *ne bis in idem* a livello nazionale¹³⁵,

¹³² Considerando (23) MAD2: “Gli Stati membri dovrebbero garantire che l’irrogazione di sanzioni penali per i reati ai sensi della presente direttiva e di sanzioni amministrative ai sensi del regolamento (UE) n. 596/2014 non violi il principio del *ne bis in idem*”.

¹³³ Sentenza Corte EDU, *Engel e altri c. Paesi Bassi*, 8 giugno 1976; PALIERO CARLO ENRICO, “Materia penale e illecito amministrativo secondo la Corte Europea dei Diritti dell’Uomo: una questione classica e una svolta radicale”, in Riv. it. dir. proc. pen., 1985, pag. 894 ss. Per una ricostruzione del concetto di materia penale vedasi: Corte EDU, sent. 21 febbraio 1985, *Ozturk c. Germania*, in Riv. it. dir. pen. proc., 1985, pag. 894 ss con nota di PALIERO CARLO ENRICO; Corte EDU, II sez., sent. 4 marzo 2014, *Grande Stevens c. Italia*. Sul punto specifico degli abusi di mercato vedasi *Spector Photo Group*, CGCE 23 dicembre 2008, nella quale le stesse vengono definite penali. Per una ricostruzione della problematica del *ne bis in idem* in materia di abusi di mercato a seguito della Grande Stevens: VIGANÒ FRANCESCO, “Doppio binario sanzionatorio e *ne bis in idem*: verso una diretta applicazione dell’art. 50 della Carta”, in Dir. pen. cont. – Riv. Trim., 3-4/2014, pag. 219 ss; TRIPODI FRANCESCO, “Uno più uno (a Strasburgo) fa due. L’Italia condannata per violazione del *ne bis in idem* in tema di manipolazione del mercato”, in Dir. pen. cont., 2014; Corte di Cassazione - Ufficio del ruolo e del massimario - Settore penale, Relazione: “Considerazioni sul principio del *ne bis in idem* nella recente giurisprudenza europea: la sentenza 4 marzo 2014, *Grande Stevens e altri contro Italia*”. Sugli effetti del concetto di “materia penale” vedasi anche VIGANÒ FRANCESCO, “Il dialogo difficile: ancora fraintendimenti della Cassazione civile sulla giurisprudenza della Corte EDU in materia di sanzioni CONSOB e retroattività in mitus”, in Dir. pen. cont., 7 marzo 2016, il quale, censurando una recente decisione della Cassazione civile, segnala che il riconoscere la natura penale alle sanzioni amministrative (nel caso di specie della Consob) significa dover estendere alle stesse non solo i principi del giusto processo e del *ne bis in idem*, ma tutte le garanzie proprie del diritto penale (nel caso specifico l’obbligo di applicazione della legge più favorevole).

¹³⁴ VIGANO, *doppio binario, op.cit.*, il quale segnala che l’idea nascerebbe dal fatto che non tutti i paesi UE hanno sottoscritto il Prot. 7 CEDU (vedasi per ragionamento analogo la nota 122).

¹³⁵ MAD2 Considerando (23), il quale prevede che: “Nell’applicare la normativa nazionale di recepimento della presente direttiva, gli Stati membri dovrebbero garantire che l’irrogazione di sanzioni penali per i reati ai sensi della presente direttiva e di sanzioni

dimenticando che costituisce un principio comunitario, come previsto dall'art. 50 CDFUE (il quale riprende l'art 4 prot. 7 CEDU e che deve essere letto alla luce della giurisprudenza della Corte di Strasburgo).

2.4.2 L'AMBITO DI APPLICAZIONE

Ribadito e chiarito che la condotta di manipolazione debba essere punita, si prosegue nell'illustrare l'ambito di applicazione della normativa. La MAD si applicava solamente agli strumenti finanziari ammessi alla negoziazione su un mercato regolamentato o per i quali era stata presentata una richiesta di ammissione alla negoziazione su un mercato regolamentato, con esclusione pertanto degli MTF, degli OTF e degli OTC¹³⁶. Già originariamente la Commissione, ben consapevole¹³⁷ della rilevanza dei mercati non regolamentati (basti osservare che uno studio statunitense condotto sulle manipolazioni del mercato nel periodo 1999-2001¹³⁸ ha evidenziato come su 142 casi rilevati, più della metà erano avvenuti in OTC), aveva affermato che per garantire l'integrità dei mercati si dovesse procedere ad una proibizione generale degli abusi di mercato ma poi, in sede di adozione della direttiva, si era optato per un'interpretazione restrittiva¹³⁹.

amministrative ai sensi del regolamento (UE) n. 596/2014 non violi il principio del ne bis in idem".

¹³⁶ MICHIE RANDAL, "Exchanges in Historical and Global Context" in HARRIS (a cura di), "Regulated Exchanges: Dynamic Agents of Economic Growth", New York, Oxford University Press, 2010, il quale segnala che la maggior parte dei mercati oramai sono di natura privata e controllati dagli operatori stessi.

¹³⁷ COM/2001/0281 "Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on insider dealing and market manipulation (market abuse)", disponibile su <http://eur-lex.europa.eu>.

¹³⁸ AGGARWAL RAJESH & WU GUOJUN "Stock Market Manipulation – Theory and Evidence", American Finance Association Meeting, 2003.

¹³⁹ Consapevoli di questa situazione, molti paesi in fase di attuazione della disciplina (o in epoca successiva) avevano deciso autonomamente di estendere l'ambito di operatività degli abusi di mercato anche ad alcuni mercati non regolamentati. Ad esempio in Italia, con il d.lgs. 101/2009, era stato esteso l'ambito di applicazione della disciplina agli MTF (per un commento vedasi BRICHETTI RENATO & PISTORELLI LUCA, "La Market abuse estesa ai mercati alternativi", in Guid. Dir., 2009, pag. 300 ss.). In Francia, l'ambito di applicazione dell'illecito amministrativo, disciplinato dall'art. 611-1 RG-AMF, si applicava: agli strumenti finanziari negoziati su mercati regolamentati o per i quali era stata presentata

Successivamente, nella Call for Evidence¹⁴⁰ lanciata in vista dell'adozione della nuova normativa, il legislatore comunitario si è nuovamente interrogato sulla possibilità di estendere anche a questi mercati la disciplina sugli abusi di mercato¹⁴¹.

In sede di adozione dei nuovi atti, l'ambito di applicazione della disciplina è stato finalmente esteso a:

- agli strumenti finanziari ammessi alla negoziazione su un mercato regolamentato o per i quali era stata presentata una richiesta di ammissione alla negoziazione;
- agli strumenti finanziari negoziati su MTF, ammessi alla negoziazione su un MTF o per i quali era stata presentata una richiesta di ammissione alla negoziazione;
- agli strumenti finanziari negoziati su OTF;
- agli strumenti finanziari il cui prezzo o valore dipende da uno strumento finanziario negoziato su mercati regolamentati, MTF, OTF, ovvero ha un effetto su tale prezzo o valore, compresi, ma non in via esclusiva, i credit default swap e i contratti finanziari differenziali;

domanda di negoziazione su un mercato regolamentato; agli strumenti finanziari negoziati sui sistemi multilaterali di negoziazione organizzati; agli strumenti finanziari non ammessi alla negoziazione su un mercato regolamentato o su un sistema multilaterale di negoziazione il cui valore dipendeva da uno strumento finanziario ammesso su tali mercati. L'esperienza francese era comunque connotata da tratti peculiari, in quanto il vecchio articolo L465-2 CMF prevedeva che fosse possibile punire la *manipulation de cours* di qualsiasi strumento finanziario, senza che fosse negoziato su un mercato regolamentato (come ad esempio Alternext); articolo poi modificato a seguito del recepimento della MAD, la quale restrinse l'ambito d'applicazione ai soli mercati regolamentari (per poi riespandersi nuovamente).

¹⁴⁰ "Review of Directive 2003/6/CE on insider dealing and market manipulation (Call for Evidence) working paper" disponibile su <http://ec.europa.eu>, pag. 4. Si noti come già poco dopo l'adozione della MAD, lo stesso legislatore comunitario nella MiFID (Direttiva 2004/39/CE del parlamento europeo e del consiglio del 21 aprile 2004 relativa ai mercati degli strumenti finanziari, che modifica le direttive 85/611/CEE e 93/6/CEE del Consiglio e la direttiva 2000/12/CE del Parlamento europeo e del Consiglio e che abroga la direttiva 93/22/CEE del Consiglio) aveva introdotto un obbligo per i gestori degli MTFs di comunicare all'autorità competente le infrazioni significative alle sue regole, le condizioni di negoziazione anormali o i comportamenti riconducibili ad abusi di mercato.

¹⁴¹ Per un'illustrazione delle considerazioni tecniche contro l'estensione della MAD ai mercati non regolamentati vedasi la Call for Evidence, pag. 5.

- ai contratti a pronti su merci che non sono prodotti energetici all'ingrosso, se un'operazione, ordine di compravendita o condotta ha o è probabile che abbia o è finalizzato ad avere, un effetto sul prezzo o sul valore di uno strumento finanziario di cui al paragrafo 1;
- ai tipi di strumenti finanziari, compresi i contratti derivati o gli strumenti derivati per il trasferimento del rischio di credito se un'operazione, ordine di compravendita, offerta o condotta ha o è probabile che abbia un effetto sul prezzo o sul valore di un contratto a pronti su merci, qualora il prezzo o il valore dipendano dal prezzo o dal valore di tali strumenti finanziari;
- alla condotta in relazione agli indici di riferimento (benchmark).

L'ambito di applicazione della normativa è ora molto più ampio e copre anche i settori di maggiore rilevanza per i mercati finanziari.

Merita di essere approfondito l'inserimento¹⁴² nell'ambito di applicazione della disciplina dei benchmark in quanto chiaro esempio della problematica della riconsiderazione del legislatore al mutare dei mercati finanziari (si ricordi la metafora di Achille e la tartaruga). Nell'originaria proposta di riforma della legislazione in tema di abusi di mercato (2011), infatti, i benchmark non erano stati considerati, ma dopo lo scandalo del Libor¹⁴³ il legislatore

¹⁴² MAR, Considerando (44): *“I prezzi di numerosi strumenti finanziari sono fissati con riferimento a indici di riferimento (benchmarks). La manipolazione o tentata manipolazione degli indici di riferimento, compresi i tassi dei prestiti interbancari, può avere conseguenze gravi per la fiducia dei mercati e potrebbe determinare perdite consistenti per gli investitori oppure distorsioni nell'economia reale. Sono pertanto necessarie disposizioni specifiche riguardo agli indici di riferimento, al fine di preservare l'integrità dei mercati e provvedere a che le autorità competenti possano applicare un chiaro divieto di manipolazione degli indici di riferimento. Tali disposizioni dovrebbero coprire tutti gli indici di riferimento pubblicati, compresi quelli accessibili via Internet, gratuiti o meno, quali gli indici di riferimento CDS e gli indici di indici”*.

¹⁴³ Sullo scandalo Libor-Euribor vedasi: EISL ALEXANDER, JANKOWITSCH RAINER & SUBRAHMANYAM MARTI, *“The Manipulation Potential of Libor and Euribor”*, Working Paper (in corso di pubblicazione); BRUTTI NICOLA, *“La Manipolazione Degli Indici Finanziari: Un Illecito in Cerca Di Identità”* in Nuova giur. civ. com., 2013, n. 5, 302 ss; VERVAELE – LUCHTMAN, *op.cit.*, pag. 683; Memo/13/1090 e IP/13/1208 con i quali è stato annunciato che la Commissione ha multato diverse Banche per € 1.71 miliardi per aver partecipato ad un cartello sulle manipolazioni dei tassi.

comunitario¹⁴⁴ ha avvertito l'esigenza e la necessità di introdurli nell'ambito della disciplina¹⁴⁵.

Per quanto attiene alla definizione di strumenti finanziari, la MAD, all'art. 1(3), forniva un'autonoma definizione, che però era stata assoggetta a critiche soprattutto sotto due aspetti. Da un lato gli strumenti finanziari non ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato, ma il cui valore dipendeva da uno strumento finanziario ammesso alla negoziazione rilevavano soltanto in caso di insider dealing e questo rappresenta un problema in quanto si potevano avere manipolazioni commesse usando strumenti non ammessi ma il cui valore dipendeva da strumenti ammessi alla negoziazione; dall'altro lato la definizione data dalla MAD era molto più restrittiva di quella fornita dalla MiFID¹⁴⁶. Quest'ultima infatti conteneva una definizione più recente e aggiornata di strumenti finanziari, nella quale rientravano tra gli altri i contracts for differences (CFDs)¹⁴⁷, i credit default swaps (CDS) ed i derivati climatici.

¹⁴⁴ Il Vice-President Viviane Reding, Commissario alla Giustizia, ha affermato: *"Public confidence has taken a nosedive with the latest scandals about serious manipulations of lending rates by banks. EU action is needed to put an end to criminal activity in the banking sector and criminal law can serve as a strong deterrent. This is why we are today proposing EU-wide rules to tackle this type of market abuse and close any regulatory loopholes. A swift agreement on these proposals will help restore much needed confidence of the public and investors in this crucial sector of the economy"*.

¹⁴⁵ COM (2012) 421, nella quale si può leggere: *"Dal marzo 2011 sono in corso indagini sulla presunta manipolazione, da parte di alcune banche, dei parametri EURIBOR e LIBOR relativi ai tassi sui prestiti interbancari [...] La Commissione ha esaminato se la presunta manipolazione dei parametri, fra cui il LIBOR e l'EURIBOR, fosse contemplata dalla proposta di regolamento relativo all'abuso di informazioni privilegiate e alla manipolazione del mercato e dalla collegata proposta di direttiva relativa alle sanzioni penali in caso di abuso di informazioni privilegiate e di manipolazione del mercato, da essa presentate nell'ottobre 2011. L'importanza della questione è stata sottolineata anche, in particolare, dal Parlamento europeo. Poiché attualmente i parametri non sono contemplati da nessuna delle due proposte, la Commissione è giunta alla conclusione che la loro manipolazione diretta esula dall'ambito di applicazione sia dell'una sia dell'altra"*.

¹⁴⁶ Direttiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio del 21 aprile 2004, Markets in Financial Instruments Directive.

¹⁴⁷ Il CFD è uno strumento derivato e può essere definito come un contratto tra due parti nel quale l'acquirente, a fronte di un pagamento di un tasso di interesse, riceve il rendimento di un'attività finanziaria sottostante mentre il venditore del contratto, a fronte dell'incasso degli interessi, si impegna a pagare il rendimento dell'asset sottostante. Le due parti si accordano per scambiarsi il flusso finanziario derivante dal differenziale tra i prezzi di un

Entrambi i punti sono stati recepiti dal legislatore con la nuova normativa la quale, come già visto, estende l'ambito dell'applicazione anche agli strumenti finanziari il cui prezzo o valore dipende da uno strumento finanziario negoziato su mercati regolamentati. In egual modo, al fine di coordinare la definizione di strumento finanziario valido ai fini del MAR e della MAD2, il legislatore rimanda alla definizione di strumento finanziario così come elaborata dalla MiFID2¹⁴⁸, cogliendo l'importanza di includere i derivati, considerato il volume di mercato rappresentato da questo tipo di strumenti¹⁴⁹ (indicativo della loro importanza sempre più crescente nei mercati finanziari¹⁵⁰) ed il ruolo che hanno avuto nella crisi finanziaria del 2008.

2.4.3 LE CONDOTTE MANIPOLATIVE

Rispetto alla previgente disciplina contenuta nella MAD, il legislatore comunitario è intervenuto ampliando il concetto di manipolazione di mercato ed estendendo l'ambito delle condotte illecite, non discontandosi però dall'approccio effect based e continuando a distinguere espressamente le condotte di fraud based e di market based.

La tabella di raffronto qui di seguito, ha lo scopo di evidenziare le definizioni di manipolazione nei tre atti normativi:

attività finanziaria sottostante rispettivamente al momento dell'apertura (accensione) del contratto e al momento della sua chiusura (conclusione).

¹⁴⁸ MAR art. 1 (1) «strumento finanziario»: uno strumento finanziario quale definito nell'articolo 4, paragrafo 1, punto 15), della direttiva 2014/65/UE.

¹⁴⁹ Secondo l'International swaps and derivatives association (ISDA) nella seconda metà del 2008 il volume di mercato dei CDS era di 38,6 miliardi di euro, in calo rispetto al 2007 quando era di 62,2 miliardi, questo perché i CDS sono stati al centro della crisi finanziaria iniziata nel 2008. Dati ricavabili da <http://www.isda.org/statistics>.

¹⁵⁰ Da segnalare per maggiori approfondimenti in tema di volume del mercato dei derivati "Relazione annuale della CONSOB al mercato 2008 - L'evoluzione del quadro di riferimento", pag. 28.

**MANIPOLAZIONE INFORMATIVA
(FALSE OR MISLEADING INFORMATION)**

MAD	MAR	MAD2
<p>c) diffusione di informazioni tramite i mezzi di informazione, compreso Internet, o tramite ogni altro mezzo, che forniscano, o siano suscettibili di fornire, indicazioni false ovvero fuorvianti in merito agli strumenti finanziari, compresa la diffusione di notizie incontrollate o di informazioni false ovvero fuorvianti, se la persona che le ha diffuse sapeva o avrebbe dovuto sapere che le informazioni erano false o fuorvianti.</p>	<p>c) la diffusione di informazioni tramite i mezzi di informazione, compreso Internet, o tramite ogni altro mezzo, che forniscano, o siano idonei a fornire, segnali falsi o fuorvianti in merito all'offerta, alla domanda o al prezzo di uno strumento finanziario, di un contratto a pronti su merci collegato o di un prodotto oggetto d'asta sulla base di quote di emissioni o che consentano, o è probabile che consentano, di fissare il prezzo di mercato di uno o più strumenti finanziari o di contratti a pronti su merci collegati o di un prodotto oggetto d'asta sulla base di quote di emissioni a un livello anormale o artificiale, compresa la diffusione di voci, quando la persona che ha proceduto alla</p>	<p>c) divulgazione di informazioni, attraverso i media, incluso Internet, o con qualsiasi altro mezzo, che forniscono segnali falsi o fuorvianti riguardo all'offerta, alla domanda o al prezzo di uno strumento finanziario o di un contratto a pronti su merci collegato, o che assicurano il prezzo di uno o più strumenti finanziari o di un contratto a pronti su merci collegato a un livello anomalo o artificiale, quando ne consegue vantaggio o profitto per colui che ha divulgato le informazioni ovvero per altri; o</p> <p>d) trasmissione di informazioni false o fuorvianti, o comunicazione di dati falsi o fuorvianti ovvero ogni altra condotta che manipola il calcolo di</p>

	<p>diffusione sapeva, o avrebbe dovuto sapere, che le informazioni erano false o fuorvianti;</p> <p>d) la trasmissione di informazioni false o fuorvianti o la comunicazione di dati falsi o fuorvianti in relazione a un indice di riferimento (benchmark) quando la persona che ha proceduto alla trasmissione o fornito i dati sapeva, o avrebbe dovuto sapere, che erano falsi o fuorvianti, ovvero qualsiasi altra condotta che manipola il calcolo di un indice di riferimento.</p>	<p>un indice di riferimento (benchmark).</p>
PRICE POSITIONING		
<p>— che consentano, tramite l'azione di una o di più persone che agiscono in collaborazione, di fissare il prezzo di mercato di uno o più strumenti finanziari ad un livello anormale o artificiale,</p>	<p>ii) consenta, o è probabile che consenta, di fissare il prezzo di mercato di uno o più strumenti finanziari, di un contratto a pronti su merci collegato o di un prodotto oggetto d'asta sulla base di quote di emissioni a un livello anormale o artificiale;</p>	<p>ii) fissa il prezzo di uno o più strumenti finanziari, o di un contratto a pronti su merci collegato, a un livello anomalo o artificiale;</p>
MANIPOLAZIONE OPERATIVA (FALSE OR MISLEADING TRANSACTIONS)		
<p>— che forniscano, o</p>	<p>i) invii, o è probabile che</p>	<p>i) fornisce segnali falsi o</p>

siano suscettibili di fornire, indicazioni false ovvero fuorvianti in merito all'offerta, alla domanda o al prezzo degli strumenti finanziari, ovvero	invii, segnali falsi o fuorvianti in merito all'offerta, alla domanda o al prezzo di uno strumento finanziario, di un contratto a pronti su merci collegato o di un prodotto oggetto d'asta sulla base di quote di emissioni; oppure	fuorvianti relativi all'offerta, alla domanda o al prezzo di uno strumento finanziario o di un contratto a pronti su merci collegato;
FICTIOUS DEVICES		
b) operazioni o ordini di compravendita che utilizzino artifici o ogni altro tipo di inganno o espediente	b) l'avvio di un'operazione, l'inoltro di un ordine di compravendita o qualsiasi altra attività o condotta che incida, o sia probabile che incida, sul prezzo di uno o più strumenti finanziari, di un contratto a pronti su merci collegato o di un prodotto oggetto d'asta sulla base di quote di emissioni, utilizzando artifici o qualsiasi altra forma di raggiro o espediente;	b) conclusione di un'operazione, immissione di un ordine di compravendita o il compimento di qualsiasi altra attività o condotta che, attraverso l'uso di artifici o di ogni altro tipo di inganno o espediente, incide sul prezzo di uno o più strumenti finanziari o di un contratto a pronti su merci collegato;

In specifico, risulta ampliato il sottostante alle condotte manipolative, rappresentato dall'inserimento dei *“contratti a pronti su merci collegati o di prodotto oggetto d'asta sulla base di quote di emissioni”* e dell'inserimento *“dei dati in relazione a un indice di riferimento (benchmark)”*.

Il legislatore poi, all'art.2 MAR, specifica alcune condotte, già a suo tempo dettagliate dal CESR nelle Guidelines, che debbono essere considerate, tra le altre, manipolazione del mercato:

- a) la condotta di una o più persone che agiscono in collaborazione per acquisire una posizione dominante sull'offerta o sulla domanda di uno strumento finanziario, di contratti a pronti su merci collegati o di un prodotto oggetto d'asta sulla base di quote di emissioni che abbia, o è probabile che abbia, l'effetto di fissare, direttamente o indirettamente, i prezzi di acquisto o di vendita o ponga in atto, o è probabile che lo faccia, altre condizioni commerciali non corrette;¹⁵¹
- b) l'acquisto o la vendita di strumenti finanziari all'apertura o alla chiusura del mercato, con l'effetto o il probabile effetto di fuorviare gli investitori che agiscono sulla base dei prezzi esposti, compresi i prezzi di apertura e di chiusura;¹⁵²
- c) l'inoltro di ordini in una sede di negoziazione, comprese le relative cancellazioni o modifiche¹⁵³, con ogni mezzo disponibile di negoziazione, anche attraverso mezzi elettronici, come le strategie di negoziazione

¹⁵¹ Condotta normalmente definitiva Squeeze o Corner e della quale si è detto in modo approfondito nel primo capitolo del presente lavoro. Questo comportamento prevede che i soggetti che hanno una significativa influenza sulla domanda, sull'offerta o sulla consegna di uno strumento finanziario o di un prodotto sottostante a uno strumento finanziario derivato abusano della posizione dominante in modo da distorcere significativamente il prezzo al quale altri operatori sono obbligati, per l'assolvimento dei loro impegni, a consegnare, ricevere o rinviare la consegna dello strumento finanziario o del prodotto sottostante. Si deve tenere presente però che: 1) la regolare interazione della domanda e dell'offerta può condurre, e spesso conduce, a rigidità nel mercato, ma questo fatto non implica di per sé una manipolazione del mercato; 2) disporre di una significativa influenza sulla domanda, sull'offerta o sulla consegna di uno strumento finanziario o di un prodotto sottostante non costituisce di per sé una manipolazione del mercato.

¹⁵² Condotta normalmente descritta come Marking the close (Segnare il prezzo in chiusura). Questo comportamento consiste nell'acquistare o nel vendere intenzionalmente strumenti finanziari o contratti derivati verso la fine delle negoziazioni in modo da alterare il prezzo finale dello strumento finanziario o del contratto derivato. Questo comportamento può essere posto in essere in qualsiasi giorno di negoziazione, ma è spesso associato ai giorni in cui scadono contratti derivati o ai giorni in cui vengono calcolate, annualmente o trimestralmente, le commissioni su portafogli gestiti o su fondi comuni o ai giorni in cui vengono valutati o indicizzati contratti o obbligazioni.

¹⁵³ Condotta che appare sussumere diversi tipi di condotte, descritte come: Painting the tape o Placing orders with no intention of executing them.

algoritmiche e ad alta frequenza, e che esercita uno degli effetti di cui al paragrafo 1, lettere a) o b), in quanto:

- i) interrompe o ritarda, o è probabile che interrompa o ritardi, il funzionamento del sistema di negoziazione della sede di negoziazione;
- ii) rende più difficile per gli altri gestori individuare gli ordini autentici sul sistema di negoziazione della sede di negoziazione, o è probabile che lo faccia, anche emettendo ordini che risultino in un sovraccarico o in una destabilizzazione del book di negoziazione (order book) degli ordini; oppure
- iii) crea, o è probabile che crei, un segnale falso o fuorviante in merito all'offerta, alla domanda o al prezzo di uno strumento finanziario, in particolare emettendo ordini per avviare o intensificare una tendenza;
- d) trarre vantaggio da un accesso occasionale o regolare ai mezzi di informazione tradizionali o elettronici diffondendo una valutazione su uno strumento finanziario, un contratto a pronti su merci collegato o un prodotto oggetto d'asta sulla base di quote di emissioni (o indirettamente sul suo emittente) dopo aver precedentemente preso delle posizioni su tale strumento finanziario, contratto a pronti su merci collegato o prodotto oggetto d'asta sulla base di quote di emissioni, beneficiando successivamente dell'impatto della valutazione diffusa sul prezzo di detto strumento, contratto a pronti su merci collegato o prodotto oggetto d'asta sulla base di quote di emissioni, senza aver contemporaneamente comunicato al pubblico, in modo corretto ed efficace, l'esistenza di tale conflitto di interessi;
- e) l'acquisto o la vendita sul mercato secondario, in anticipo sull'asta tenuta ai sensi del regolamento (UE) n. 1031/2010, di quote di emissioni o dei relativi strumenti derivati, con l'effetto di fissare il prezzo di aggiudicazione dell'asta a un livello anormale o artificiale o di indurre in errore gli altri partecipanti all'asta.

L'Allegato I del MAR richiama gli indicatori di manipolazione del mercato così come a suo tempo individuati dalla direttiva di secondo livello n. 2003/124¹⁵⁴.

Tra le novità che meritano di essere segnalate, vi è l'introduzione delle negoziazioni algoritmiche e ad alta frequenza (High Frequency Trading), che rappresentano una delle punte più avanzate dei mercati. Difatti, secondo un recente studio¹⁵⁵ che ha mappato l'utilizzo dell' HFT sui mercati europei, è risultato che in alcuni di essi (ad esempio Deutsche Borse), le negoziazioni HFT rappresentano quasi il 35-40% delle operazioni compiute. Gli studi in tema di effetti sul mercato dell' HFT producono risultati contrastanti: secondo alcuni studi, l'HFT produce benefici in quanto genera una maggiore liquidità sul mercato ed una maggiore volatilità¹⁵⁶, secondo altri invece genera il rischio, soprattutto nei momenti di maggiore turbolenza, di aumentare il rischio sistemico; quello che è certo, è che si tratta di un sistema di negoziazione che presente potenziali rischi di manipolazione del mercato¹⁵⁷.

¹⁵⁴ Direttiva 2003/124/CE della Commissione, 22 dicembre 2003 recante modalità di esecuzione della direttiva 2003/6/CE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda la definizione e la comunicazione al pubblico delle informazioni privilegiate e la definizione di manipolazione del mercato.

¹⁵⁵ CONSOB, *"Il trading ad alta frequenza. Caratteristiche, effetti, questioni di policy"*, Discussion Paper, 2015.

¹⁵⁶ BROGAARD JONATHAN, *"High Frequency trading and its impact on Market Quality"*, in SSRN, 2010; BROGAARD JONATHAN, *"High Frequency trading and Volatility"*, in SSRN, 2012; BROGAARD JONATHAN, *"High Frequency trading and Price Discovery"*, BCE Working Paper n. 1602, 2011.

¹⁵⁷ Per un approfondimento sui rapporti tra le negoziazioni ad alta frequenza e le manipolazioni del mercato LEIS DIEGO & KERN ALEXANDER, *"High Frequency Trading: Market Manipulation and Systemic Risks From an EU Perspective"*, Universitat Zurich. CONSOB, *op.cit.*, pag. 23, nel quale si fa notare che: *"Dalla descrizione di alcuni comportamenti resi possibili dall'elevata velocità operativa, appare evidente come il tema più rilevante legato alla diffusione degli HFT riguardi il rischio che attraverso tale pratica si possano mettere in atto strategie potenzialmente manipolative dei prezzi"*.

2.4.4 ACCEPTED MARKET PRACTICES (AMPS)

Così come la MAD, anche il MAR¹⁵⁸ prevede che le condotte di manipolazione sopra descritte (rispettivamente art. 12, comma 1, lett. a) MAR e art. 5 comma 2, lett. a MAD2), costituiscono manipolazioni di mercato a meno che non si provi che tali condotte siano realizzate sulla base di motivazioni legittime ed in conformità alle prassi di mercato ammesse nella sede di negoziazione. Lo scopo delle AMP's è quello di prevedere che certe condotte, che possono rientrare nella definizione di manipolazioni di mercato, a certe condizioni possano essere giustificate; per godere però di questa esenzione, oltre al comportamento in accordo alla prassi di mercato, è necessario che l'operatore abbia agito con una condotta legittima.

Quello che appare innovativo è che anche la MAD2, all'art. 5, prevede l'efficacia esimente; pertanto le prassi ammesse vengono a rilevare non soltanto per l'illecito amministrativo ma anche per l'illecito penale. Tale novità merita di essere evidenziata, soprattutto dal punto di vista penalistico, in quanto la dottrina aveva da tempo iniziato a dibattere sulla loro natura¹⁵⁹,

¹⁵⁸ Art. 1 MAR.

¹⁵⁹ La natura giuridica delle prassi ammesse è stata oggetto di ampio dibattito nella dottrina italiana: alcuni autori hanno affermato che siano clausole che escludono l'antigiuridicità (MIEDICO MELISSA, *op.cit.*, pag. 628), altri ancora hanno sostenuto che escludano la tipicità del fatto. (SGUBBI FILIPPO, FONDAROLI DESIRÈ, TRIPODI FRANCESCO, “*Diritto penale del mercato finanziario*”, CEDAM, pag.117). Le prassi di mercato, sotto la vigenza della MAD, erano previste espressamente solo per l'illecito amministrativo e questo aveva portato parte della dottrina italiana ad interrogarsi sull'estensione per analogia anche all'illecito penale (LUNGHINI GIACOMO, “*La manipolazione del mercato*”, in Dir. pen. proc., 2005, pag. 1474 ss (pag. 1478 e 1480); PREZIOSI, *op.cit.*, pag.112). Sul punto era intervenuta anche la giurisprudenza che in una sentenza del 2007, aveva riconosciuto in astratto la valenza della causa di non punibilità anche al delitto di manipolazione (Gip Tribunale di Milano, 27 febbraio 2007). Altra parte della dottrina si era detta però contraria (SGUBBI, FONDAROLI, TRIPODI, *op.cit.*, pag. 117), in quanto sosteneva che l'estensione per analogia costituisse una violazione del divieto di analogia e di tassatività. Si veda anche CONSULICH FEDERICO, “*Ex facto oritur ius criminale? Le prassi di mercato ammesse, tra crisi della legge e legalità della giustificazione*”, in Riv. Soc., fasc. 2-3, 2011, pag. 281 ss. L'altro requisito necessario al fine di escludere l'illecito, è l'aver agito per motivi legittimi. Tale concetto però non trova nessuna definizione da parte del legislatore comunitario, lasciando così gli interpreti nel buio interpretativo più assoluto, prova ne è il dibattito nato sull'aggiotaggio cd. difensivo, il quale, per alcuni autori (VIZZARDI, *op.cit.*, pag. 720; MIEDICO, *op.cit.*, pag. 628; LUNGHINI, *op.cit.*, pag. 1478) rientra tra i motivi legittimi, per altri invece deve essere escluso (PREZIOSI, *op.cit.*, pag.115).

ma soprattutto merita di essere evidenziata in quanto, così come strutturata, la norma opera un'inversione dell'onere della prova (con tutti i consequenziali problemi di raccordo con le norme processual penalistiche), essendo infatti onere del soggetto interessato provare che la sua condotta è conforme alla prassi di mercato e la legittimità della motivazione della sua condotta.

La MAD aveva affidato alla disciplina di secondo livello (Direttiva 72/2004), il compito di individuare i criteri di ammissione delle prassi e la procedura apposita, mentre attualmente la disciplina è stata ricondotta all'interno dello stesso testo normativo (art.15 MAR), il quale affidata all'ESMA, l'elaborazione degli aspetti tecnici (da adottarsi poi con atto della Commissione).

L'intervento dell'ESMA¹⁶⁰, dal punto di vista procedurale, si è però mantenuto sulla stessa linea della precedente normativa.

Attualmente le prassi di mercato ammesse in UE sono:

ITALIA ¹⁶¹	Attività a sostegno della liquidità del mercato
-----------------------	---

¹⁶⁰ Technical Standard on Market Abuse Regulation, 28 September 2015.

¹⁶¹ Delibera n°16839 Consob, "Ammissione delle prassi di mercato previste dall'art. 180, comma 1, lettera c), del D.Lgs. n. 58 del 24 febbraio 1998 inerenti: a) all'attività di sostegno della liquidità del mercato, b) all'acquisto di azioni proprie per la costituzione di un c.d. "magazzino" titoli". La prima prassi consente ad un soggetto interessato di concludere un contratto con un intermediario al fine di sostenere sul mercato, per un periodo di tempo stabilito, la liquidità degli strumenti finanziari così da favorire il regolare svolgimento delle negoziazioni ed evitare movimenti dei prezzi non in linea con l'andamento del mercato. L'autorità vigila su tale attività di sostegno della liquidità poiché potrebbe produrre indicazioni fuorvianti per i partecipanti al mercato. La riduzione dei movimenti dei prezzi, derivante dall'attività di sostegno della liquidità potrebbe, inoltre, condurre a livelli artificiali di prezzo.

Il secondo tipo di prassi consente, direttamente o indirettamente, all'Emittente o all'Intermediario incaricato, di procedere all'acquisto di Azioni nei mercati regolamentati affinché l'emittente possa conservarle e disporne per l'eventuale impiego delle Azioni come corrispettivo in operazioni straordinarie, anche di scambio di partecipazioni, con altri soggetti nell'ambito di operazioni d'interesse dello stesso Emittente o per adempiere alle obbligazioni derivanti da programmi di distribuzione, a titolo oneroso o gratuito, di opzioni su Azioni o Azioni ad amministratori, dipendenti e collaboratori del medesimo Emittente ovvero ad amministratori, dipendenti e collaboratori di società dallo stesso controllate, nonché da programmi di assegnazione gratuita di Azioni ai soci. Essendo una forma

	Acquisto di azioni proprie per la costituzione di un magazzino titoli.
FRANCIA ¹⁶²	Liquidity contracts on Euronext
	Buy an hold for future use as means of payment for acquiring another company on Euronext.
	Liquidity contract of bonds
OLANDA ¹⁶³	Liquidity agreement
SPAGNA ¹⁶⁴	Liquidity contract
AUSTRIA ¹⁶⁵	Valuation transaction on the bond market on the Vienna Stock Exchange
PORTOGALLO	Liquidity Contracts
REGNO UNITO ¹⁶⁶	Market aberrations on the London Metal Exchange
GRECIA	Purchase of own shares to hold them for future acquisition of shares of another company

2.4.5 OBBLIGO DI SEGNALAZIONE DELLE OPERAZIONI SOSPETTE DI MANIPOLAZIONE

Il MAR, così come la MAD, impone agli operatori di mercato l'adozione di disposizioni strutturali intese a prevenire e identificare pratiche di manipolazione del mercato e conferma l'obbligo di segnalazione delle operazioni sospette¹⁶⁷, in capo a chiunque compia professionalmente operazioni su strumenti finanziari qualora abbia ragionevoli motivi per sospettare che le transazioni costituiscano una manipolazione del mercato,

particolare di buy back (non rientrante però nell'ipotesi dei safe harbours) tale operazione deve rispettare le condizioni stabilite dal Regolamento delle esenzioni (Reg 2273/2003).

¹⁶² Provvedimento dell'Autorité des Marchés Financiers 22 maggio 2005 e del 10 maggio 2012. Si noti come tra l'altro tali prassi fossero già state ammesse dall'allora autorità di vigilanza sui mercati francese (COB) prima dell'adozione della MAD, come da COB - Instruction April 2001.

¹⁶³ Regulation by the Dutch Minister of Finance 4 maggio 2011.

¹⁶⁴ Circular 3/2007. La Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) lo definisce come "quel contratto stipulato tra una società (l'emittente) - le cui azioni sono ammesse alla negoziazione in un mercato regolamentato in Spagna - e un società di investimento o di un istituto di credito (intermediario finanziario)". Lo scopo di questa prassi è quello di favorire la liquidità sul mercato.

¹⁶⁵ Questa prassi è definita come "*Members of the Vienna Stock Exchange are allowed to carry out a "Valuation transaction" by acting for both the buyer and the seller in government bonds and in bonds where they are the issuer or are closely related to the issuer, in order to provide the market with a reference price.*"

¹⁶⁶ AMP's che riguarda i commodity derivatives.

¹⁶⁷ MAR, art. 32.

inserendosi così nel solco già tracciato dalle Direttive AML, le quali prevedono un obbligo di segnalazione di operazioni sospette¹⁶⁸.

L'obbligo di segnalazione, disciplinato all'epoca della MAD dalla legislazione di secondo livello¹⁶⁹, viene ora disciplinato dal MAR, il quale però rimanda sempre alla legislazione di secondo livello per l'attuazione nei dettagli. Nel Third Set of Guidance, il CESR aveva riconosciuto come lo STRs (Suspicious Transaction Report), nell'esperienza di attuazione della MAD, si fosse rivelato particolarmente efficace¹⁷⁰ ed utile¹⁷¹, anche se erano presenti ancora differenze tra i vari paesi¹⁷².

¹⁶⁸ Come fa osservare HERLIN-KARNELL, *white collar, op.cit.*, pag. 489, la differenza con la Third Money Laundering Directive è che nella direttiva AML l'obbligo di segnalazione delle operazioni sospette è collegato ad un sistema di risk based approach, il quale prevede una profilatura delle controparti, meccanismo assente invece nel MAR.

¹⁶⁹ Direttiva 2004/72/Ce della Commissione del 29 aprile 2004 recante modalità di esecuzione della direttiva 2003/6/CE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le prassi di mercato ammesse, la definizione di informazione privilegiata in relazione agli strumenti derivati su merci, l'istituzione di un registro delle persone aventi accesso ad informazioni privilegiate, la notifica delle operazioni effettuate da persone che esercitano responsabilità di direzione e la segnalazione di operazioni sospette. Per un commento sul punto: RONDINELLI MICHELE, *“Le operazioni sospette”*, Nuove I. civ. com., 2007, pag.1087 ss.

¹⁷⁰ Il costo per l'introduzione, l'implementazione e la gestione del sistema di segnalazione delle operazioni sospette è stato stimato, in tutta la UE, in circa 831 milioni di euro. Per un'analisi specifica dei costi della MAD vedasi VROONHOF PAUL & BOOG JOHN, *“Effects of possible changes to the Market Abuse Directive – Impact on administrative burdens of enterprises in the EU”*, EIM, 2011.

¹⁷¹ Si noti che lo strumento è conosciuto anche in altri Paesi. Negli Stati Uniti, è previsto dal Bank Secrecy Act (USC pr. 5311) e dalle FINRA rules 3100, un obbligo in capo ai broker di segnalare al FinCEN (Financial Crimes Enforcement Network) eventuali operazioni sospette. In Canada non esiste un obbligo per gli intermediari finanziari di segnalare le operazioni sospette alle Autorità però, gli intermediari che appartengono alla Investment Industry Regulatory Organization Canada (IIROC) – un organismo di autoregolamentazione, sono tenuti a segnalare alla IIROC eventuali operazioni (IIROC Member Dealer Rule 3100). Per una ricognizione approfondita sui sistemi di segnalazione ed individuazione degli abusi di mercato: AUSTIN JANET, *“Unusual Trade or Market Manipulation? How Market Abuse is Detected by Securities regulators, Trading Venues and Self Regulatory Organizations”*, in J. Fin. Reg., 2015, pag. 1 ss.

¹⁷² ESMA, Supervisory Practices under MAD, Mapping Report, 01 luglio 2013 il quale fornisce una serie di dati molto interessanti sul funzionamento del sistema. Ad esempio il numero delle società obbligate a segnalare le operazioni sospette varia da 10 (Estonia) a 8.493 (UK).

Nell'adozione del MAR però, il legislatore comunitario si spinge oltre al mero obbligo di segnalazione delle operazioni sospette, invitando¹⁷³ gli stati ad introdurre un sistema di whistleblower.

Restano perplessità sul punto di cui all'art. 32, comma 3, il quale dispone che *“Gli Stati membri prescrivono ai datori di lavoro che svolgono attività regolamentate dalla normativa in materia di servizi finanziari...”*. Parrebbe pertanto che la disciplina proposta sui whistleblower (dalle garanzie di tutela alla possibilità di incentivi finanziari) si debba applicare limitatamente alle società che operano sul mercato dei servizi finanziari, non inducendo così una disciplina erga omnes. Si segnala che il tema dell'utilizzo dei whistleblower, come strumento di prevenzione, verrà affrontato nel quinto capitolo.

2.4.6 I SAFE-HARBOURS

Il MAR e la MAD2¹⁷⁴, così come la MAD, prevedono tre situazioni definite *“safe harbours”*, in cui non si applica la disciplina della manipolazione: le

¹⁷³ MAR Considerando (74), il quale prevede che: *“Le segnalazioni di eventuali irregolarità possono portare nuove informazioni all'attenzione delle autorità competenti che se ne servono per individuare e irrogare sanzioni nei casi di abuso di informazioni privilegiate e di manipolazione del mercato. Tuttavia, tali segnalazioni possono trovare un deterrente nel timore di ritorsioni o nella mancanza di incentivi. La segnalazione di violazioni del presente regolamento è necessaria per consentire a un'autorità competente di individuare e irrogare sanzioni per gli abusi di mercato. Le misure in materia di segnalazioni sono necessarie per facilitare l'individuazione degli abusi di mercato e garantire la protezione e il rispetto dei diritti dell'autore della segnalazione e della persona accusata. Il presente regolamento dovrebbe pertanto garantire la sussistenza di modalità adeguate per consentire le segnalazioni alle autorità competenti di possibili violazioni del presente regolamento, tutelando chi segnala gli abusi da ritorsioni. Gli Stati membri dovrebbero poter prevedere incentivi finanziari per le persone che forniscono informazioni importanti in merito a potenziali violazioni del presente regolamento. Tuttavia, chi segnala le irregolarità dovrebbe avere diritto ai summenzionati incentivi solo se fa conoscere nuove informazioni che non è già giuridicamente tenuto a comunicare e se tali informazioni portano all'imposizione di sanzioni per una violazione del presente regolamento. Gli Stati membri dovrebbero anche provvedere affinché i sistemi di segnalazione di abusi che pongono in essere prevedano meccanismi di adeguata tutela della persona accusata, con particolare riguardo al diritto di tutela dei dati personali e alle procedure di garanzia del diritto di difesa della persona accusata e del diritto a essere ascoltata prima che venga adottata una decisione nei suoi confronti nonché al diritto di ricorso effettivo presso una giurisdizione contro una decisione che la riguarda.”*

cd. operazioni di stabilizzazione, i programmi di buy-back¹⁷⁵, (entrambe previste dall'art. 5 MAR) e le operazioni attinenti la politica monetaria, la politica dei cambi o la gestione del debito pubblico nonché dalle attività relative alla politica climatica (previste all'art. 6 MAR).

I buy back e le operazioni di stabilizzazione, in vigenza della MAD, erano stati oggetto di un regolamento specifico di secondo livello¹⁷⁶ che ne disciplinava più approfonditamente il contenuto¹⁷⁷. Il MAR attrae ora la disciplina all'interno del regolamento stesso, rinviando poi alla Commissione, il potere di adottare i progetti di norme tecniche di regolamentazione elaborati dall'ESMA¹⁷⁸ al fine di precisare il contenuto e le condizioni che i programmi di riacquisto e le misure di stabilizzazione devono soddisfare, comprese le condizioni per la compravendita, le restrizioni in termini di tempi e volumi, gli obblighi di informazione e di comunicazione e le condizioni di prezzo per la stabilizzazione¹⁷⁹.

Questa forte attenzione alla disciplina di tali fenomeni, è giustificata da un lato dalla loro rilevanza economica nella vita dei mercati¹⁸⁰ dall'altro lato,

¹⁷⁴ Art.1, comma 3 MAD2.

¹⁷⁵ MENNESSON NICOLAS, *“Programmes de rachat d'actions et manquement d'initié. (a l'occasion de l'arrêt Cass. Com., 29 mars 2011, aff. Vinci)”*, in Sem. Jur. Entr. Aff., n. 26, 2011, pag. 1510 ss.

¹⁷⁶ Regolamento (Ce) N. 2273/2003 della Commissione del 22 dicembre 2003 recante modalità di esecuzione della direttiva 2003/6/CE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda la deroga per i programmi di riacquisto di azioni proprie e per le operazioni di stabilizzazione di strumenti finanziari conosciuto anche come Regolamento delle Esenzioni. In questo settore il legislatore comunitario aveva preferito operare con un regolamento piuttosto che con una direttiva poiché voleva garantire agli operatori condizioni di deroga più precise, al fine di evitare che gli operatori potessero essere perseguiti per abuso di mercato in uno stato ma non in un altro.

¹⁷⁷ Per il commento ad un caso francese in cui l'AMF aveva erogato sanzioni per manipolazione del mercato ad una società, le quali sono state annullate dalla Court de Cassation in quanto la condotta rientrava nell'esclusione dei programmi di riacquisito vedasi MENNESSON, *op.cit.*

¹⁷⁸ Technical Standard on Market Abuse Regulation, 28 Settembre 2015.

¹⁷⁹ La MAD2 (Considerando (9) MAD2), non interviene sulla disciplina dei buy back e delle stabilizzazioni, limitandosi a effettuare un rimando a quanto disposto dal MAR,.

¹⁸⁰ Considerando (11) MAR: *“La negoziazione di valori mobiliari o strumenti collegati al fine della stabilizzazione di valori mobiliari o la negoziazione di strumenti finanziari propri in programmi di riacquisto (buy-back) possono essere giustificate per ragioni economiche e dovrebbero quindi, in talune circostanze, essere esonerate dai divieti nei confronti degli*

dal fatto che in sostanza sono condotte che alterno il funzionamento del mercato, modificando artificialmente il prezzo degli strumenti, ma che, in virtù proprio della loro rilevanza, a seguito di un bilanciamento operato dal legislatore, devono essere considerate lecite¹⁸¹.

La discussione sulla natura giuridica di queste esenzioni, soprattutto alla luce ora del fatto che espressamente vengono richiamate anche all'interno della MAD2 e quindi operano esplicitamente nell'ambito penale, merita un veloce approfondimento.

La natura giuridica dei buy back e delle operazioni di stabilizzazione nonché il loro rapporto con il diritto penale, è stata a lungo indagata dalla dottrina, la quale è giunta a formulare diverse ipotesi, principalmente riconoscendo che le stesse rientrano tra le cause di giustificazione, ma dividendosi sulla sottospecie (alcuni autori sostengono che trattasi di cause di giustificazione ordinarie¹⁸², altri segnalano che potrebbero essere cause di giustificazione procedurali¹⁸³).

Per quanto attiene invece all'esenzione operante per le operazioni di politica monetaria e di gestione del debito pubblico, l'esclusione della responsabilità appare essere collegata all'esigenza primaria di garantire una prevalenza del bene giuridico dell'economia pubblica rispetto al bene giuridico tutelato dalle norme sulla manipolazione¹⁸⁴.

abusi di mercato, a condizione che le attività siano svolte con la necessaria trasparenza, comunicando le informazioni pertinenti riguardo alla stabilizzazione o al programma di riacquisto”.

¹⁸¹ CONSULICH, *la giustizia e il mercato, op.cit.* pag. 216.

¹⁸² AMATI, *abusi di mercato, op.cit.*, pag. 3167; D'ALESSANDRO FRANCESCO, “*Fattispecie di aggio e prassi di mercato ammesse tra esclusione del tipo e cause di giustificazione*”, in Studi in onore di Mario Romano, III, Napoli, 2001, pag. 1817 ss, il quale condivide la natura di causa di giustificazione ordinaria per le operazioni di stabilizzazione mentre per i buy back ipotizza che gli stessi possano rientrare nell'ipotesi di assenza della tipicità del fatto.

¹⁸³ AMATI, *abusi di mercato, op.cit.*, pag. 316. Sulle cause di giustificazione procedurali vedasi ROMANO MARIO, “*Cause di giustificazione procedurali? Interruzione della gravidanza e norme penali, tra esclusione del tipo e cause di giustificazione*”, in Riv. it. dir. proc. pen., 2007, pag. 1269 ss 8pag. 1274).

¹⁸⁴ AMATI, *abusi di mercato, op.cit.*, pag. 315, il quale sostiene che si tratterebbe di un'ipotesi di “...immunità riconosciuta ai “vecchi sovrani”. Per la natura giuridica, la dottrina

2.4.6.1 I PROGRAMMI DI RIACQUISTO (BUY BACK).

Le operazioni di buy back sono uno strumento riconosciuto dal diritto societario europeo e svolgono funzioni molto importanti all'interno della vita societaria; le stesse sono anche particolarmente sensibili ad eventuali condotte manipolatorie, soprattutto da parte dell'emittente che le realizza e possono avere effetti distorsivi sull'integrità del mercato.

Nella prassi vengono utilizzate per sostenere il prezzo di azioni di compagnie che ottengono risultati finanziari deludenti, al fine di convincere gli *shareholders* a non liquidare le loro partecipazioni malgrado la gestione inefficiente. Questo provoca sia danni alla corretta formazione dei prezzi sia difficoltà nell'esercizio del controllo sulla governance; inoltre le operazioni di buy back sono molto sensibili alle condotte d'insider trading, per questi motivi è stata individuata una procedura articolata, basata sulla massima trasparenza (*disclosure*) e su restrizioni al trading (*trading restrictions*).¹⁸⁵

Il MAR, così come previsto dal Reg. 2273/2003 (il quale a sua volta si era uniformato alla proposta effettuata dal CESR¹⁸⁶) prevede che la deroga valga solo per i buy back finalizzati all'obiettivo di ridurre il capitale dell'emittente o di adempiere alle obbligazioni derivanti da strumenti di debito convertibili in strumenti azionari adempiere agli obblighi derivanti da programmi di opzioni su azioni o altre assegnazioni di azioni ai dipendenti o ai membri degli organi di amministrazione o di controllo dell'emittente o di una società collegata.

Per quanto attiene alla disciplina tecnica e alla procedura, le nuove disposizioni emanate dall'ESMA, ricalcano sostanzialmente quanto già previsto dal Reg. 2273/2003.

sostiene che si tratterebbe di cause di esclusione dell'antigiuridicità, CONSULICH, *La Giustizia e il mercato*, *op.cit.*, pag. 230; AMATI, *abusi di mercato*, *op.cit.*, pag. 315, SGUBBI, *op.cit.*, pag. 38.

¹⁸⁵ AVGOULEAS, *op.cit.*, pag. 280.

¹⁸⁶ Committee of European Securities Regulators (CESR), Advice on Level 2 Implementing Measures for the proposed Market Abuse Directive, dicembre 2002.

2.4.6.2 LE OPERAZIONI DI STABILIZZAZIONE.

L'altro tipo di operazione rientrante tra i safe harbours sono definite¹⁸⁷ come le operazioni di acquisto o offerta di acquisto di valori mobiliari, o un'operazione su strumenti collegati equivalenti, effettuati da parte di un ente creditizio o un'impresa di investimento nell'ambito di una distribuzione significativa di detti valori mobiliari allo scopo esclusivo di sostenerne il prezzo di mercato per un periodo di tempo predeterminato, a causa della pressione alla vendita esercitata su tali valori mobiliari.

Tali tipi di operazioni, hanno lo scopo di supportare il prezzo di un valore mobiliare, non solo però nel corso di un offerta pubblica iniziale (IPO) o di un offerta secondaria, ma anche durante il corso delle ordinarie transazioni; scopo di questa operazione è mantenere un prezzo artificiale del valore per difenderlo dalla speculazione a breve termine.¹⁸⁸ Tali tipi di operazione si rivelano particolarmente utili, oltre che per la difesa del valore mobiliare da speculazioni, anche perché nella pratica si è evidenziato come spesso vi siano errori nell'individuazione del prezzo iniziale, dovute a errate valutazioni della domanda del mercato o a cambiamenti delle condizioni, sostenere il prezzo si rivela utile per mantenere il prezzo al vero stato del mercato. Come le operazioni di buy back, anche questo tipo di operazione è facilmente soggetto a manipolazione, dato che c'è il rischio che si mantenga troppo a lungo il prezzo artificiale.

¹⁸⁷ Art. 3, comma 2, lett. d) MAR.

¹⁸⁸ Considerando 11, REG 2273/2003, il quale disponeva che: *“Le operazioni di stabilizzazione hanno principalmente l'effetto di sostenere, per un periodo di tempo limitato, il prezzo di offerta di valori mobiliari pertinenti, qualora essi siano soggetti ad una pressione alla vendita, allentando in tal modo la pressione esercitata dagli investitori a breve termine (selling pressure) e mantenendo quindi condizioni regolari di mercato per i valori mobiliari pertinenti. Ciò è nell'interesse degli investitori che hanno sottoscritto o acquistato i valori mobiliari nel quadro di una distribuzione significativa, nonché degli emittenti. In tal modo, le operazioni di stabilizzazione possono contribuire ad accrescere la fiducia degli investitori e degli emittenti nei mercati finanziari”*.

Anche questo tipo di operazione è legittima a condizione che rispetti le procedure previste dalla regolamentazione tecnica emanata dall'ESMA. Per quanto attiene alla disciplina tecnica e alla procedura, le nuove disposizioni emanate dall'ESMA, ricalcano sostanzialmente quanto già previsto dal Reg. 2273/2003.

2.4.6.3 POLITICHE MONETARIE, DEI CAMBI E DI GESTIONE DEL DEBITO PUBBLICO.

L'ultimo safe harbours previsto dal legislatore comunitario è costituito dalle operazioni attinenti alla politica monetaria, alla politica dei cambi o alla gestione del debito pubblico. Quello che rappresenta una novità rilevante è che sono state ampliate le politiche esenti (ora vi rientrano anche la politica climatica e la PAC) e sono stati notevolmente ampliati i soggetti che godono di tale esenzione assoluta. Difatti mentre nel testo della MAD l'esenzione operava per: le operazioni effettuate da uno Stato membro, dal Sistema europeo di banche centrali, da una Banca centrale nazionale o da qualsiasi altro organismo ufficialmente designato, ovvero da qualsiasi persona che agisse per conto degli stessi, il nuovo testo del MAR prevede che l'esenzione operi, oltre che per le ipotesi già previste dalla MAD, anche per:

- Unione Europea
- un ministero, un'agenzia o una società veicolo di uno o più Stati membri;
- una società veicolo di uno o più Stati membri;
- la Banca europea per gli investimenti;
- il Fondo europeo di stabilità finanziaria;
- il meccanismo europeo di stabilità;
- un'istituzione finanziaria internazionale, istituita da due o più Stati membri, allo scopo di mobilitare risorse e fornire assistenza finanziaria a beneficio dei suoi membri che stanno attraversando o sono minacciati da gravi difficoltà di finanziamento.

È evidente come l'introduzione: del Fondo europeo di stabilità finanziaria; del meccanismo europeo di stabilità; della BEI e delle istituzioni finanziarie internazionali (istituita da due o più Stati membri allo scopo di mobilitare risorse e fornire assistenza finanziaria a beneficio dei suoi membri che stanno attraversando o sono minacciati da gravi difficoltà di finanziamento) sia dovuta alla recente crisi finanziaria, che ha rafforzato e modificato le istituzioni comunitarie, vedendo la nascita di nuovi enti dotati di nuovi poteri. Meritevoli di segnalazione sono però tre circostanze.

La prima è che l'ampliamento dell'ambito di esenzione, già censurato per la sua indeterminatezza dalla dottrina¹⁸⁹ per la parte di *“qualsiasi altro organismo ufficialmente designato, ovvero da qualsiasi persona che agisse per conto degli stessi”*, appare ora ancora più indeterminato, soprattutto in riferimento alle esenzioni operanti per *“ministero, un'agenzia o una società veicolo di uno o più Stati membri”*.

La seconda è che l'ambito di esenzione è stato esteso alle società veicolo di uno degli stati membri. Il primo dubbio che sorge in un attento lettore è quello sulla natura di queste società, difatti mentre da un lato l'art. 6 MAR definendole società veicolo *“di uno degli stati membri”*, lascerebbe intuire che dovrebbe trattarsi unicamente di società controllate da enti pubblici (non chiaro poi se solo dagli Stati o anche dai ministeri, agenzie, ecc..) dall'altro lato, il considerando (13) del MAR, dispone che l'esenzione dovrebbe riguardare *“una società veicolo che opera per uno o più Stati membri”*. L'utilizzo del termine *opera*, potrebbe lasciare adito al fatto che potrebbero rientrarvi anche di società veicolo di proprietà private (o miste) che operano nella gestione del debito pubblico (ipotesi che appare la più probabile, considerata la sua attuale diffusione), come ad esempio gli SPV creati per le dismissioni del patrimonio immobiliare dello Stato.

¹⁸⁹ AMATI, *abusi di mercato, op.cit.*, pag. 308.

L'ultima circostanza che desta perplessità, è la possibilità che la Commissione adotti atti delegati che estendano l'esenzione ad organismi pubblici e banche centrali dei paesi terzi. Anche qui, mentre non genera dubbi il concetto di banche centrali, maggiori perplessità si destano sul concetto di organismi pubblici, in quanto, non venendo indicati i criteri per la loro identificazione, potrebbe dare adito ad un'interpretazione eccessivamente estensiva (basti considerare i fondi sovrani).

I termini politica monetaria, politica dei cambi e gestione del debito pubblico continuano a scontare una eccessiva vaghezza, non risolta dal legislatore, nonostante le censure già formulate in vigore della MAD. Secondo una prima teoria¹⁹⁰, le attività inerenti la politica monetaria che sono coperte dall'esenzione sono solamente quelle che sono istituzionalmente emanazione della politica monetaria e valutaria del sistema europeo delle banche centrali. Tal soluzione interpretativa si basa sulle finalità istituzionali del sistema monetario europeo, che sono da ravvisare negli obiettivi della stabilità dei prezzi e nell'attuazione delle politiche monetarie ed economiche. Dato che tali attività sono di competenza del SEBC e che l'origine di questo tipo di causa di esenzione è da ravvisare nella prevalenza dell'interesse istituzionale rispetto ad ogni altro interesse economico, ecco perché l'esimente si può applicare solo all'attività del SEBC o della BCE.

In merito all'ipotesi della gestione del debito pubblico, tutt'ora non si comprende se l'esenzione operi per qualsivoglia operazione che attiene alla finanza statale o solamente ad operazioni su strumenti finanziari ricollegabili al debito pubblico (ad es i BOT)¹⁹¹. Parte della dottrina ha manifestato seri dubbi sulla legittimità di tale esenzione, soprattutto nei casi

¹⁹⁰ PREZIOSI, *op.cit.*, pag. 143.

¹⁹¹ SGUBBI FILIPPO, voce *Abusi di Mercato*, in *Enc. Dir., annali, II*, Tomo II, Milano 2009, pag. 41 ss; AMATI, *abusi di mercato, op.cit.*, pag. 309.

in cui la gestione del debito è compiuta con i normali strumenti di mercato¹⁹².

2.4.7 IL RUOLO DELLE AUTORITÀ DI VIGILANZA.

Il ruolo ed i poteri attribuiti alle Autorità di Vigilanza¹⁹³ erano una delle maggiori novità della MAD¹⁹⁴, i cui aspetti vengono sostanzialmente ribaditi nel MAR¹⁹⁵. Difatti il legislatore comunitario aveva ritenuto che il conferire poteri sanzionatori e d'indagine ad un'unica autorità amministrativa centrale per ogni stato, fosse la via migliore per impedire e perseguire le condotte manipolative¹⁹⁶.

Tale approccio costituisce un chiaro esempio di quella che è definita "l'americanizzazione del diritto penale economico"¹⁹⁷.

¹⁹² AMATI, *abusi di mercato, op.cit.*, pag.46.

¹⁹³ Per un approfondimento sui poteri delle Autorità di Vigilanza, con particolare attenzione a Francia, Regno Unito, Italia e per una comparazione con gli Stati Uniti vedasi STELLA PAOLO, "L'Enforcement nei mercati finanziari", Giuffrè, 2008.

¹⁹⁴ SAPONARO ANGELO, "Market Abuse: disciplina a tutela dei mercati finanziari", in *Le Società*, n. 6/2004, pag. 767 ss.

¹⁹⁵ Considerando (70) "Un quadro solido in materia prudenziale e di condotta negli affari per il settore finanziario dovrebbe basarsi su regimi di vigilanza, di indagine e sanzionatori forti. A tal fine, le autorità di vigilanza dovrebbero essere dotate dei poteri necessari per intervenire e dovrebbero poter contare su regimi sanzionatori uniformi, severi e dissuasivi per tutti i reati finanziari e sull'effettiva applicazione delle sanzioni. Tuttavia, secondo il gruppo de Larosière nulla di tutto questo è stato realizzato finora. Nella comunicazione della Commissione dell'8 dicembre 2010 «Potenziare i regimi sanzionatori nel settore dei servizi finanziari» figura un riesame dei poteri di irrogare sanzioni e della loro applicazione pratica volto a promuoverne la convergenza attraverso una serie di attività di vigilanza."

¹⁹⁶ Opinione dissenziente Grande Stevens c. Italia "per assicurare l'integrità dei mercati europei e rilanciare la fiducia degli investitori nei mercati [...] imposte da autorità amministrative indipendenti durante procedimenti inquisitori, ineguali ed espeditivi. Queste autorità cumulano poteri di sanzione e poteri di inchiesta con ampi poteri di controllo su un settore particolare del mercato, esercitando il potere di controllo con lo scopo di facilitare l'esercizio degli altri due poteri [...] è chiaro che la tentazione è stata di delegare a questi nuovi procedimenti amministrativi la repressione di comportamenti che non possono essere trattati con gli strumenti classici del diritto penale e del procedimento penale".

¹⁹⁷ NIETO MARTIN ADAN, "Americanisation ou europeanisation du droit penale economique", in *Rev. sci. crim.* 2006, pag. 767 ss, il quale evidenzia come sintomi dell'americanizzazione del diritto sono: "nouvelle strategies de politique criminelle comme l'autoregulation des entreprises, la negociation et la collaboration avec le instances chargees du controle en echange de beneficies sur la sanction, l'apparition d'autorites

Il MAR impone nuovamente a ciascuno stato membro di individuare un'unica autorità amministrativa¹⁹⁸ competente a vigilare sull'applicazione e sull'osservanza del Regolamento, con potere di adottare le opportune misure e sanzioni amministrative a carico delle persone che si rendono colpevoli di condotte illecite; fatto sempre salvo il diritto degli Stati di prevedere anche sanzioni penali¹⁹⁹.

Quello che appare invece essere una grave lacuna del MAR, è che non viene ribadito l'obbligo di osservare i diritti fondamentali nelle procedure di irrogazione di sanzioni da parte delle Autorità di Vigilanza. Tale osservazione non è pleonastica, in quanto, quando si tratta dell'esercizio dei poteri d'indagine delle Autorità, il legislatore comunitario è invece ben attento a ricordare la necessità di una loro osservanza.²⁰⁰

administratives avec des pouvoirs importants de sanctions ed d'investigation ou le role policier attribue a diverses administrations...". Dello stesso Autore, NIETO MARTIN ADAN, "Americanisation or Europeanisation of corporate crime?", in Rev. Penal., vol. 19, 2007.

¹⁹⁸ Considerando (36) "L'esistenza negli Stati membri di differenti autorità competenti, dotate di responsabilità diverse, può generare confusione negli operatori economici. In ogni Stato membro dovrebbe essere designata un'unica autorità competente, cui spetti almeno la responsabilità finale di controllare il rispetto delle disposizioni adottate ai sensi della presente direttiva, nonché la collaborazione internazionale. Tale autorità dovrebbe avere carattere di organo amministrativo, affinché ne sia garantita l'indipendenza nei confronti degli operatori economici e siano prevenuti i conflitti di interessi. Conformemente al diritto nazionale, gli Stati membri dovrebbero assicurare un finanziamento adeguato all'autorità competente. L'autorità dovrebbe disporre di adeguate modalità di consultazione riguardo a eventuali modifiche della normativa nazionale, quali un comitato consultivo composto di rappresentanti degli emittenti, fornitori di servizi finanziari e consumatori, in modo da essere pienamente informata delle loro opinioni e preoccupazioni".

¹⁹⁹ MAD2 Considerando (38), "Al fine di garantire l'adeguatezza del quadro comunitario di contrasto agli abusi di mercato, ogni violazione dei divieti o degli obblighi fissati dalla presente direttiva dovrà essere tempestivamente scoperta e sanzionata. A tal fine le sanzioni dovrebbero essere sufficientemente dissuasive, proporzionate alla gravità della violazione e agli utili realizzati e dovrebbero essere applicate coerentemente".

²⁰⁰ MAR Considerando (66): "Se il presente regolamento specifica una serie minima di poteri che dovrebbero essere conferiti alle autorità competenti, tali poteri devono essere esercitati nell'ambito di un sistema giuridico nazionale completo che garantisca il rispetto dei diritti fondamentali, compreso il diritto alla tutela della vita privata. Per esercitare tali poteri, che possono portare a gravi interferenze con il diritto alla tutela per la vita privata e familiare, il domicilio e le comunicazioni...". Ed ancora MAR Considerando (77): "Il presente regolamento rispetta i diritti fondamentali e osserva i principi riconosciuti dalla Carta dei diritti fondamentali dell'Unione europea (la «Carta»). Il presente regolamento dovrebbe quindi essere interpretato e applicato conformemente a tali diritti e principi. In

Come già visto, le sanzioni amministrative previste dal MAR ricadono, in osservanza alla giurisprudenza della Corte EDU, nell'ambito della "materia penale" e da ciò ne dovrebbe discendere che le procedure di applicazione delle stesse debbano operare in stretta osservanza dell'art. 6 della CEDU²⁰¹.

Nonostante tale punto debba essere considerato pacifico (l'obbligo di rispetto dell'art.6 CEDU), nulla si rileva in tema di richiesta di osservanza allo stesso da parte del legislatore comunitario e, si noti, che la procedura di irrogazioni delle sanzioni è da sempre al centro di un acceso dibattito.

L'argomento, noto al legislatore comunitario, meriterebbe un ampio approfondimento che però esula dall'argomento del presente; verrà pertanto affrontato brevemente, al fine comunque di evidenziare come la lacuna sia degna di essere attenzionata.

La procedura sanzionatoria della COB (l'Autorità di vigilanza sui mercati Francese antenata della AMF) aveva suscitato forti critiche in dottrina derivanti dall'accentrarsi del potere regolamentare, sanzionatorio e di inchiesta in una sola autorità, soprattutto con riguardo alle garanzie nei confronti degli indagati. Sul punto si era espressa, confermando le critiche della dottrina, sia la giurisprudenza costituzionale francese²⁰² sia la giurisprudenza ordinaria (Cour d'Appel de Paris - sentenza KPMG-Fiduciaire de France)²⁰³, che aveva giudicato in contrasto con l'art.6. della

particolare, quando il presente regolamento fa riferimento alle regole che disciplinano la libertà di stampa e la libertà di espressione in altri mezzi di informazione e le regole o i codici che disciplinano la professione di giornalista, è opportuno tener conto di tali libertà garantite nell'Unione e negli Stati membri e riconosciute ai sensi dell'articolo 11 della Carta e di altre disposizioni pertinenti".

²⁰¹ Vedasi sul punto *Grande Stevens c. Italia*, pag. 17, la quale, constatando che le sanzioni amministrative sotto la MAD rientravano nella materia penale, affermava che alla procedura di irrogazione delle stesse si applicasse l'art. 6 CEDU. Vedasi anche *Messier c. Francia*, 19 maggio 2009.

²⁰² Conseil constitutionnel Décision n° 89-260 DC du 28 juillet 1989.

²⁰³ Cour d'Appel de Paris, Chambre I, Section H, 7 mars 2000, n°106246.

Convenzione Europea dei Diritti dell'Uomo (CEDU) la procedura sanzionatoria della COB²⁰⁴

Il legislatore transalpino era intervenuto con una serie di atti volti a garantire in misura maggiore l'imparzialità della procedura; ma è solo nel 2003, con la creazione dell'AMF, che aveva creato un organo specifico, la Commissione delle sanzioni, indipendente dal Collegio, competente a giudicare gli illeciti amministrativi; superando così le censure di legittimità sollevate dalla giurisprudenza.²⁰⁵

Si noti come percorso analogo sia stato svolto dal legislatore britannico²⁰⁶, mentre il legislatore italiano ha sostanzialmente ignorato l'argomento²⁰⁷,

²⁰⁴ DRAGO M. ROLAND, “*Compétence concernant les commissaires aux comptes et incompatibilité de la procédure de sanction pécuniaire avec l'article 6 de la Convention EDH*”, La Semaine juridique, n. 42, pag. 1931 ss. Da notare come la giurisprudenza francese fosse contraddittoria. Mentre da un lato riconosceva che la procedura sanzionatoria dovesse conformarsi con la CEDU (in ossequio al principio di materia penale) non riconosceva il principio del ne bis in idem per le medesime sanzioni (disconoscendo la natura di materia penale).

²⁰⁵ COHEN-BRANCHE, “*Le droit répressif non pénal : un droit plus adapté? L'exemple de l'Autorité des marchés financiers*”, in Droit pénal n. 9, 2009. Risolva la problematica dell'imparzialità generale della procedura, ottenuta con la separazione dell'organo direttivo da quello giudicante, la giurisprudenza non ha mancato di evidenziare un altro grave punto critico della procedura, l'imparzialità dei singoli commissari; sono state numerose, infatti, le sanzioni adottate dall'AMF che sono state annullate dal Conseil d'Etat per difetto di imparzialità di uno dei membri della Commissione (Conseil d'Etat, 27 octobre 2006, n. 276069, Parent; Conseil d'Etat, 26 juillet 2007, Ste global Gestion, n. 293627. Per un commento sul tema: PACLOT YANN “*De l'impartialité de l'Autorité des marchés financiers*”, in Rev. dr. banc. fin. n. 4, 2007, alerte 7, pag. 1 ss. Per rispondere a questa esigenza il legislatore francese ha introdotto un apposito procedimento di ricusazione dei membri della Commissione (Loi n° 2007-1774 du 17 décembre 2007. Per un commento della legge vedasi MULLER LIONEL, “*Pouvoirs reconnus à l'AMF*”, in Rev. dr. banc. fin. n. 1, 2008, comm. 24.

²⁰⁶ A seguito di questo, se l'azione è fondata, l'Enforcement Division trasmette gli atti al Regulatory Decisions Committee (RDC), attraverso l'Investigation Report. Il Regulatory Decisions Committee è l'organo competente ad erogare le sanzioni, è stato istituito per separare l'organo responsabile della fase investigativa da quello responsabile per l'emanazione della sanzione, al fine di rendere la procedura della FSA conforme all'art.6 della CEDU (AVGOULEAS EMILIOS, *op.cit.*, pag.382) e rendere così la procedura più garantista nei confronti degli indagati.

²⁰⁷ Un punto di criticità della nuova procedura era rappresentato dal ruolo del Presidente della Consob. L'art. 1, comma 6, d.l. 95/1974 prevedeva che il Presidente della Commissione sovrintendeva alla fase istruttoria. Il problema è che il Presidente ha un ruolo anche nella fase decisoria; tale doppio ruolo rischia di ledere il principio di separazione delle due fasi. La Consob in una delibera (n. 15087 del 21 giugno 2005), avente ad oggetto l'organizzazione delle due fasi, invece di risolvere il dubbio interpretativo aveva

con l'avvallo della giurisprudenza²⁰⁸, incorrendo così nelle censure della Corte EDU²⁰⁹.

sollevato ulteriori problemi, dato che prevedeva infatti che fosse il Presidente della Commissione a disporre l'esercizio dei poteri ispettivi su proposta della divisione competente. A questo punto le soluzioni non possono essere che due: o l'art. 1, comma 6, d.l. 95/1974 è stato implicitamente abrogato oppure in realtà si riferisce ad un potere generale rivolto più all'organizzazione generale che alla fase istruttoria vera e propria; è comunque necessario un maggior coordinamento dell'organizzazione interna della Consob tesa a distinguere in maniera più netta le due fasi SEMINARA SERGIO, "Abuso di informazioni privilegiate e manipolazione del mercato: le norme della comunitaria 2004", in Dir. pen. proc., n. 1/2006, pag. 9 ss (pag. 16); anche RORDORF RENATO, "Ruolo e poteri della Consob nella nuova disciplina del market abuse", in Le società, n. 7/2005, pag. 81 3 ss (pag. 820).

²⁰⁸ Corte di Appello di Roma, prima sezione civile, sentenza del 23.10/02.01.2009 "La Consob – con la deliberazione n. 15086 del 21 giugno 2005 – ha dato piena attuazione al precetto normativo sulla distinzione delle funzioni, regolamentando la procedura di accertamento e sanzionatoria, attraverso la codificata differenza tra attività istruttoria in senso stretto, demandata agli Uffici interni (nella fattispecie: Ufficio Insider Trading ed Ufficio Sanzioni Amministrative) ed attività decisoria rimessa alla Commissione, intesa come vertice collegiale apicale dell'intera struttura – le fasi endoprocedimentali – necessariamente interne alla Consob – si appalesano, quindi, dotate di una propria intrinseca autonomia, tant'è che le valutazioni degli organi istruttori – ivi compresa la proposta di sanzione – devono essere pur sempre sottoposte al giudizio finale della Commissione, libera di assumere le determinazioni più congrue e di decidere con pienezza di cognizione e responsabilità."

Corte d'Appello Milano, decreto del 4.12.2008 "la decisione finale della Commissione si fonda sulla cognizione piena, diretta ed autonoma, di tutti gli atti (e non del loro riassunto) posti in essere nelle fasi precedenti, dato che ogni passaggio da un ufficio all'altro è accompagnato dalla trasmissione di tutta la documentazione acquisita in precedenza"... e la relazione dell'Ufficio Sanzioni Amministrative (USA), con cui si propone al Collegio l'applicazione delle sanzioni, "integra la mera elaborazione di una proposta di decisione, basata sull'esame della istruttoria pregressa e delle deduzioni difensive della parte privata, ed è destinata all'organo collegiale competente alla emissione del provvedimento decisivo", che "ha sempre il potere-dovere di deliberare in piena autonomia, e quindi anche in senso diverso rispetto alla proposta USA")...."il soggetto sanzionato è informato del fatto addebitato e ha ampia possibilità di svolgere le proprie difese (presentando le c.d. deduzioni) sia rispetto all'atto con il quale prende avvio il procedimento sanzionatorio (lettera di contestazione dell'addebito) sia rispetto alla relazione istruttoria redatta dall'apposito ufficio competente per materia (per quanto qui interessa la Divisione Mercati) all'esito dell'attività istruttoria (c.d. parte istruttoria di valutazione delle deduzioni)".

²⁰⁹ Grande Stevens c. Italia "Agli occhi della Corte, questo fa che siano esercitate in modo consecutivo funzioni di indagine e di giudizio all'interno della stessa istituzione; mentre in materia penale questo cumulo non è compatibile con l'esigenza d'imparzialità dell'art. 6 della Convenzione" pag. 49 ed ancora Opinione in parte concordante e in parte dissenziente del giudice Karakas e Pinto De Albuquerque, pag. 4 "...la CONSOB in qualità di Commissione è molto lontana dall'essere un organo imparziale indipendente dai servizi di inchiesta e di procedimento dell'ufficio di repressione dei delitti di abuso d'informazioni privilegiate e dall'ufficio delle sanzioni amministrative. A questa mancanza sistematica

Altro punto nodale è rappresentato dall'ambito di competenza delle Autorità di vigilanza e il rapporto con gli illeciti transnazionali. L'art. 22 dispone che tutti gli stati membri designino un'autorità centrale che *“assicuri che le disposizioni del presente regolamento siano applicate sul proprio territorio per quanto riguarda tutte le attività svolte sul proprio territorio, nonché le attività svolte all'estero relative a strumenti ammessi alla negoziazione su un mercato regolamentato, per i quali è stata chiesta l'ammissione alla negoziazione su tale mercato, oggetto d'asta su una piattaforma d'asta o negoziati su un MTF o su un OTF, o per i quali è stata chiesta l'ammissione alla negoziazione su un MTF che opera all'interno del loro territorio”* mentre l'art. 25, comma 5. dispone un obbligo di cooperazione tra le autorità nazionali e l'ESMA, disponendo altresì che *“Esse coordinano le loro iniziative, al fine di evitare eventuali duplicazioni e sovrapposizioni nell'applicazione di sanzioni e altre misure amministrative a tali casi transfrontalieri a norma degli articoli 30 e 31 e si prestano assistenza reciproca nell'applicazione delle rispettive decisioni.”*

Orbene, il legislatore europeo sembra aver quindi ben presente il problema del sovrapporsi degli interventi nei casi di manipolazione aventi dimensione transnazionale, come avvenuto ad esempio nel caso della Banca Fortis²¹⁰, ma non sembra però aver fornito una soluzione concreta, come fatto notare da un Autore²¹¹.

Difatti, mentre all'art. 25 MAR si raccomanda di *“evitare eventuali duplicazioni e sovrapposizioni nell'applicazione di sanzioni”* (sembrando

fondamentale del procedimento amministrativo si aggiunge una grave diseguaglianza delle parti”.

²¹⁰ Dove a seguito delle sanzioni irrogate dall'autorità olandese per le condotte manipolative poste in essere da Fortis nell'acquisizione di ABN Amro, la Banca belga ha opposto all'autorità belga che l'avvenuta applicazione da parte dell'autorità olandese impediva l'applicazione di sanzioni da parte dell'autorità belga, pena la violazione del ne bis in idem. Per una ricostruzione: VERVAELE JOHN, *“Ne Bis in Idem: Towards a Transnational Constitutional Principle in the EU?”*, in GLESS & VERVAELE, Utrecht L. Rev., 2013, pag. 221 ss.

²¹¹ VERVAELE-LUCHTMAN, *op.cit.*, pag. 686.

così accogliere il principio che il *ne bis in idem* dovrebbe operare a livello transfrontaliero per impedire doppie punizioni anche tra stati EU²¹²), non indica un meccanismo europeo²¹³ da utilizzare per dare la priorità nell'esercizio dell'azione (ad esempio il luogo di maggiore impatto del danno), correndo così il rischio che l'organo repressivo che per primo ha applicato la sanzione sia in grado di bloccare gli ulteriori procedimenti in osservanza del principio del *ne bis in idem*.²¹⁴

Questa situazione, rimasta irrisolta, potrebbe provocare una distorsione, generando il cd fenomeno del *forum shopping*, nonostante il problema fosse già stato fatto notare da autorevole dottrina²¹⁵. Difatti, da un lato, il legislatore UE stabilisce l'obbligo di criminalizzazione, indicando il minimo inderogabile della sanzione massima, dall'altro lato però alcuni paesi non sono assoggettati a tale obbligo (UK, Danimarca) ed il livello delle sanzioni resta comunque differente tra i vari paesi. Si pensi all'ipotesi di una

²¹² LUCHTMAN MICHIEL, "Transnational Law Enforcement in the European Union and the *ne bis in idem* principle", in Rev. Eur. Admin. L., 2011, pag 5 ss. Il Gruppo di lavoro sul diritto penale sostanziale (DRIPEN) ha indicato che "...il principio del *ne bis in idem* si applica attraverso le frontiere dell'UE".

²¹³ Limitandosi solo a sollecitare la cooperazione, il Considerando (67) prevede: "Dal momento che gli abusi di mercato possono verificarsi attraverso i mercati e a livello transfrontaliero, le autorità competenti dovrebbero essere sempre tenute, tranne in circostanze eccezionali, a collaborare e scambiare informazioni con altre autorità competenti e di regolamentazione, oltre che con l'ESMA, in particolare in relazione alle attività d'indagine. Se un'autorità competente è convinta che un abuso di mercato sia in atto, o si sia verificato, in un altro Stato membro o che stia incidendo negativamente su strumenti finanziari negoziati in un altro Stato membro, dovrebbe notificarlo all'autorità competente e all'ESMA. Nei casi di abusi di mercato con effetti transfrontalieri, l'ESMA dovrebbe essere abilitata a coordinare le indagini se glielo chiede una delle autorità competenti interessate".

²¹⁴ Così come AMATI, *abusi di mercato*, op.cit., pag. 42 segnala che "sarebbe contraddittorio un diritto penale concepito in senso necessariamente territoriale in relazione a fatti illeciti dotati di una valenza internazionale", discorso analogo dovrebbe valere, ancor di più, per l'intervento sanzionatorio.

²¹⁵ FOFFANI LUIGI, "Il Manifesto sulla politica criminale europea" in *Criminalia*, 2010, pag. 662 ss, il quale faceva notare che: "si delinea così un singolare paradosso; si va rapidamente verso l'unificazione dei mercati finanziari, verso una centralizzazione europea dell'attività di vigilanza, si armonizzano sostanzialmente i precetti contro gli abusi, ma si vanno divaricando enormemente le risposte sanzionatorie, con il pericolo di vanificare gli obiettivi dell'armonizzazione raggiunta sul piano sostanziale (con un rischio elevato di dar vita a fenomeni di "forum shopping", particolarmente agevole per questo tipo di autori e di comportamenti criminali)".

condotta manipolativa come quella descritta nel caso di Fortis, che avvenga a cavallo tra UK ed Olanda (caso neppure così difficile da ipotizzare vista la rilevanza del mercato finanziario inglese); l'intervento dell'autorità di vigilanza inglese, che eroghi sanzioni amministrative (rientranti nella materia penale) farebbe scattare un ne bis in idem nei confronti di un altro paese UE e precluderebbe quindi l'applicazione di sanzioni penali?.

Si potrebbe generare così il fenomeno che le condotte manipolative si concentrino su determinati paesi, dove le sanzioni sono più basse e le autorità più rapide, ottenendo così un effetto preclusivo, in forza del ne bis in idem comunitario, nei confronti delle autorità di quei paesi con sanzioni più elevate.

2.5 CONCLUSIONI

Come sopra esposto, a seguito della riforma operata per mezzo del MAR e della MAD2, molti aspetti della normativa in tema di abusi di mercato (ed in specifico della manipolazione del mercato) non sono stati toccati o lo sono stati in minima parte, vedasi ad esempio la disciplina dei safe harbours, delle prassi di mercato ammesse e dei poteri delle autorità di vigilanza.

Quello che rappresenta la vera novità, il vero aspetto rilevante, è l'intervento in tema di sanzioni. Difatti, esercitando per la prima volta i poteri riconosciuti dal Trattato di Lisbona, il legislatore comunitario ha effettuato una scelta di favore per la sanzione criminale, adottando la MAD2, la quale ha introdotto l'obbligo di criminalizzazione della condotte manipolative.

Nonostante una lunga gestazione però, alcuni aspetti di notevole rilevanza (vedasi soprattutto la questione del coordinamento dell'intervento sanzionatorio da parte delle Autorità), non risultano essere stati disciplinati in modo soddisfacente e questo potrebbero inficiare l'obiettivo perseguito dal legislatore comunitario di ottenere un quadro comune di lotta alla manipolazione del mercato.

CAPITOLO 3

GLI ECONOMIC MODEL CRIME

3.1 INTRODUZIONE

Nei precedenti capitoli abbiamo visto che la manipolazione del mercato rappresenta un esempio di un market failure il quale, non essendo eliminabile attraverso l'autoregolamentazione dei mercati, necessita di un intervento di regolamentazione pubblica. L'intervento del regolatore, per essere efficiente ed efficace, deve tenere in considerazione gli studi dei modelli economici di comportamento criminale, perché solo questi *“possono chiarire la comprensione dell'effettiva influenza delle norme giuridiche, ed aiutare a prendere decisioni di politica del diritto”*²¹⁶.

Scopo del presente capitolo, che tratta la Law and Economics in ambito penale, sarà pertanto quello di illustrare gli Economic Model of Crime²¹⁷ (EMC – persone fisiche) e i Corporate Economic Model of Crime (CEMC – persone giuridiche) elaborati dalla dottrina economica, principalmente anglosassone. Verranno pertanto illustrate le diverse teorie succedutesi nel tempo, con un approfondimento sulle singole componenti dei modelli, al fine di identificare, una volta illustrati i modelli di comportamento economico del criminale persona fisica/giuridica, quale sia il tipo di enforcement (detection e/o sanctions) maggiormente efficiente²¹⁸ ed efficace nel prevenire le condotte illecite per poi, nel successivo capitolo, testare l'attuale quadro regolamentare. L'obiettivo è di valutare l'efficienza e

²¹⁶ SHAVELL STEVEN, *“Analisi economica del diritto”*, Giappichelli, 2004, pag. 2.

²¹⁷ Per una ricostruzione MERLO ANTONIO, *“Introduction to Economic Models of Crime”*, in Int. Eco. Rev., vol. 45, n. 3, 2004, pag 677 ss.

²¹⁸ DENOZZA FRANCESCO, *“Norme efficienti – L'analisi economica delle regole giuridiche”*, Giuffrè, 2002, il quale, a pag. 3, segnala che *“L'indicazione che essa (law and economics ndr) fornisce è quella di preferire, tra le diverse possibili discipline di un certo fenomeno, quella che produce i risultati più efficienti (cioè quella che massimizza il benessere sociale complessivo)”*.

l'efficacia della legislazione in tema di manipolazione del mercato. Tenendo sempre a mente che l'efficienza è un criterio di giudizio strumentale (è il mezzo, non il fine) che serve per individuare i mezzi tecnicamente più idonei a giungere all'obiettivo sociale individuato²¹⁹.

3.2 ECONOMIC MODEL OF CRIME (EMC)

Nell'affrontare un EMC non si può che partire dalle teorie sulla scelta razionale ed in particolar modo, dal fondamentale studio di Becker²²⁰ il quale, nel lontano 1968, ha evidenziato come il criminale, al fine di massimizzare la sua utilità, cessa (o si astiene dall'agire) quando i guadagni derivanti dall'azione criminosa sono (sarebbero) inferiori rispetto ai costi nei quali incorrerebbe.

Tale valutazione razionale si riassume nella formula:

$$EU = pU(W - f) + (1 - p)U(W + G)$$

Dove:

- EU è l'utilità attesa (il guadagno);
- p è la probabilità di individuazione;
- u descrive la funzione di utilità;
- W è la ricchezza attuale;
- f (fines) la pena;
- G è il guadagno in caso di successo.

Il modello elaborato da Becker²²¹, inserito nel solco delle teorie economiche classiche dell'efficienza del mercato, assume pertanto che il soggetto agente sia un soggetto razionale che, sulla base del proprio patrimonio cognitivo,

²¹⁹ Nel presente lavoro l'obiettivo sociale è ridurre le manipolazioni del mercato.

²²⁰ BECKER GARY, "Crime and Punishment: An Economic Approach", in J. Pol. Econ., 1968, pag. 169 ss. Il fondamentale studio di Becker si innesta nel percorso elaborato da Beccaria e Bentham. Il soggetto razionale, non solo compie un'analisi costi-benefici sulla sua condotta criminale, ma anche al fine di valutare se porre in essere una condotta illegale o legale (per un'analisi compiuta EHRlich ISAAC, "Participation in Illegitimate Activities. A Theoretical and Empirical Investigation", in J. Pol. Econ., 1973, pag. 521 e ss.

²²¹ Per un'analisi del Modello di Becker, vedasi DONOHUE JOHN, "Economic Models of Crime and Punishment", in Social Research, vol. 74, n. 2, 2007, pag. 379 ss.

prima di agire compie un'analisi costi/benefici, al fine di orientare la propria condotta all'ottenimento della massima utilità individuale (cd. *Rational Choice Theory*)²²².

Detto ciò, è ben noto come tale teoria abbia subito critiche²²³ nei quasi cinquant'anni trascorsi dalla sua elaborazione, soprattutto da quella parte della dottrina economica denominata "*Behavioural Law and Economics*"²²⁴ o "*behavioralism*", la quale ha sempre mosso, come prima grande contestazione alla *Rational Choice Theory*, l'osservazione che non sempre il criminale è razionale e che in alcuni casi, non solo non è razionale, ma neppure dispone del baglio informativo per svolgere una corretta analisi costi benefici (cd. *bounded rationality*)²²⁵ e che quindi, il processo

²²² Per un approfondimento sulla teoria razionale dell'agire umano vedasi MAGRO, *manipolazione dei mercati finanziari*, op.cit., pag.43.

²²³ Per una critica: ROBINSON PAUL & DARLEY JOHN, "*Does Criminal Law Deter? A behavioral Science Investigation*", in Oxford J. Leg. Stud., 2004, pag. 173 ss, i quali a pag. 174 segnalano che "*Even if they know the legal rules and perceive a cost-benefit analysis that urges compliance, potential offenders commonly cannot or will not bring such knowledge to bear to guide their conduct in their own best interests, such failure stemming from variety of social situation, or chemical influences*". JOLLS CHRISTINE, SUNSTEIN CASS & THALER RICHARD "*Behavioral Law and Economics*" 13, Cass. E. Sunstein, ed. 2000, i quali sostengono che l'agente può soccombere al cd. "self serving" scegliendo di volta in volta i fatti che meglio supportano la sua vision del mondo, giungendo così a sovrastimare/sottostimare i costi/benefici; HAREL ALON & SEGAL UZI, "*Criminal law and behavioral law and economics: observations on the neglected role of uncertainty in deterring crime*", in Am. L. & Econ. Rev, 1999, pag. 276 ss; per un'analisi approfondita MCADAMS RICHARD & ULEN THOMAS, "*Behavioral criminal law and economics*" in Program in Law and Economics, Working Paper, n. 440, 2008.

²²⁴ AVGOULEAS, op.cit., pag. 57, il quale la descrive come quell movimento caratterizzato "*the main aspect of "behavioural finance" is that it shifts attention from analysis of the relationship between prices and information to investor behaviour, using the findings of cognitive (behavioural) psychology about individual's departures from rational decision making*". Sulla behavioural economics vedasi anche FAMA EUGENE, "*Market Efficiency, Long-Term Returns, and Behavioural Finance*", in J. Fin. Econ., 1998, pag. 283 ss e gli studi di KAHNEMAN DANIEL & TVERSKY AMOS, "*Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases*", in Science, 1974; ed ancora ARLEN JENNIFER, "*The Future of Behavioral Economics and the Law*", in Vand. L. Rev., 1998, pag. 1765 ss.

²²⁵ Sulla teoria della razionalità limitata, SIMON HERBERT, "*A Behavioral Model of Rational Choice*", in Q. J. Econ., 1955, pag. 99 ss; POSNER RICHARD, "*Rational Choice, behavioral economics and the law*", in Stan. L. Rev., 1998, pag. 1551 ss; per un'approfondimento critico della teoria della *Rational Choice Theory*, MAGRO, *manipolazione dei mercati finanziari*, op.cit, pag. 44, la quale indica come il modello razionale della scuola neoclassica presta scarsa attenzione alla realtà empirica.

decisionale, influenzato da fattori endogeni²²⁶ ed esogeni, porta l'agente a non mettere in atto comportamenti coerenti con una corretta analisi razionale dei costi/benefici. Si noti però come i *behavioralism* non criticano dal punto di vista teorico la *rational choice theory* ma evidenzino come, sul piano empirico e sperimentale²²⁷, la stessa risulti inaccurata e che pertanto necessiti di alcuni correttivi²²⁸.

Nel presente lavoro, al fine di adottare un EMC da usare come modello di verifica del sistema attuale in tema di manipolazione, si assumerà che la *rational choice theory* è fondamentalmente corretta (e quindi che il soggetto agente agisce in modo razionale), tenendo però in considerazione i correttivi elaborati dalla *behavioural economics* (principalmente il rapporto con il rischio e il *discount rate*). In altre parole, si applicherà un EMC basato su una *rational choice theory* non standard. Tale approccio, non dogmatico ed assolutista, appare il più corretto; d'altronde, è uno stesso Maestro del settore a chiarire che la *rational choice* non può essere la risposta a tutto ma che “*help us to understand what is going on by enabling us to organize our thoughts*”²²⁹.

Nel mondo dei *white collar crimes* (e soprattutto nella sua punta più avanzata rappresentata dagli illeciti sui mercati finanziari) la *rational choice theory* (nella forma non standard) trova il suo campo d'azione

²²⁶ Sull'effetto delle emozioni e sul loro rapporto con l'agire razionale vedasi POSNER ERIC, “*Law and Emotions*”, in *Georg. L. Jour.*, 1977, pag. 1551 ss.

²²⁷ PACCES & VISSCHER, *op.cit.*, pag. 87 i quali affermano che: “*The rational choice theory is an example of a deductive approach: on the basis of assumptions, hypothesis are derived which are subsequently tested empirically*”.

²²⁸ Mentre la *rational choice* si basa sul tentativo di individuare un modello unitario di comportamento (il modello razionale), la *behaviour economics* è ben consapevole di non poter giungere ad un modello comportamentale unitario e si limita a costruire sottomodelli. Per questa conclusione vedasi BAINBRIDGE STEPHEN, “*Mandatory Disclosure: A Behavioural Analysis*”, in *Cin. L. Rev.*, 2000, pag. 1023 ss, il quale evidenzia come “*it offers a “pragmatic” collection of what seem to be situation-specific mini-theories*” (pag. 1035). Per un'interpretazione più rigida del rapporto con la *rational choice theory* vedasi KOROBIKIN RUSSEL & THOMAS ULEN, “*Law and Behavioral Science: Removing the Rationality Assumption from Law and Economics*”, in *Cal. L. Rev.*, 2000, pag. 1051 ss.

²²⁹ COASE RONALD, “*Essays on Economics and Economists*”, University Chicago Press, 1994, pag. 16.

privilegiato²³⁰. Difatti, il calcolo razionale del soggetto agente (con i limiti e le influenze che vedremo), è proprio della criminalità economico-finanziaria, dove il livello di razionalità costituisce - normalmente - il fattore preponderante rispetto agli stati emotivi (tipici invece dei delitti contro la persona), soprattutto alla luce delle competenze tecniche necessarie per porre in essere un delitto complesso come quello della manipolazione del mercato²³¹.

Basti d'altronde ricordare come le teorie in tema di sociologia della devianza che hanno affrontato lo studio dei white collar crime (partendo dal fondamentale studio di Sutherland²³²), associno la criminalità dei colletti bianchi al crimine organizzato, in quanto entrambi sono connotati da un forte livello di razionalità ed organizzazione, dal coinvolgimento di più soggetti nella realizzazione e da una durata consistente nel tempo²³³.

²³⁰ BAER MIRIAM, “*Linkage and the Deterrence of Corporate Fraud*”, Brooklyn Law School Legal Studies, Research Papers n. 123, 2008, pag. 1313.

²³¹ AGGARWAL, *op.cit.*, i quali hanno evidenziato che nei 142 casi di manipolazione avvenuti nel biennio 1999-2001 sul mercato statunitense e perseguiti dalla SEC, risultavano coinvolti nel 47,89%, executives e directors, nel 64,08%, brokers, nel 31,69%, large shareholders e nel 20% market makers (le percentuali superano il 100% perchè più soggetti con diverse qualifiche possono essere coinvolti nello stesso caso). Si noti anche che AVGOULEAS, *op.cit.*, pag. 456, fa notare che “[...] *market manipulation are not a person-but utility – specific offences. In an environment of rational expectations, removing one offending actor from economic life does not mean that other economics actors will not take the position of the convicted offender. Deterrence in this context is achieved only when the expected utility from perpetration of the abusive action exceeds the dis-utility derived from the harm attached to the enforcement of the relevant legal and regulatory prohibitions*”. Sul punto anche STRADER KELLY, “*The Judicial Politics of White Collar Crime*”, in Hastings L. J., 1999, pag. 1199 ss la quale, a pag. 1273, fa notare che: “*Studies have shown that white collar defendants are more likely to be white and male, better educated, and older than other defendants*” ed ancora HENNING PETER, “*Is Deterrence Relevant in Sentencing White Collar Defendants?*”, in Wayne L. Rev., 2015, pag. 27 ss il quale osserva che: “*Offenders that come within the category of “white collar criminals” are generally quite different from most of those who commit ordinary street crimes*” (pag. 33).

²³² SUTHERLAND EDWIN, “*White Collar Criminality*” in Am. Soc. Rev., vol. 5, 1940, pag. 1 ss, il quale definisce il white collar crime come “*...crime committed by a person of respectability and high social status in the course of his occupation*”. E si noti anche come già nel suo scritto del lontano 1939 notava che “*White collar criminality in business is expressed most frequently in the form of [...] manipulation in stock exchange*”.

²³³ BARBAGLI MARZIO, COLOMBO ASHER & SAVONA ERNESTO, “*Sociologia della devianza*”, Il Mulino, 2003, pag. 223 ed ancora MALTZ MICHAEL, “*On defining organized*

Seguendo sempre l'operato ed il modello di Becker, l'offerta di reati (cioè il numero delle offese commesse - *rectius* gli illeciti), che è di natura elastica, viene riassunta nella seguente formula:

$$O_j = O_j(p_j f_j u_j)$$

Dove:

- O_j è inteso come l'offesa;
- p_j è inteso come la probabilità di essere individuati;
- f_j è inteso come la punizione per l'offesa (sanzioni formali ed informali);
- u_j è inteso come le altre variabili presenti.

Partendo da ciò, il modello di Becker evidenzia come a fronte dell'aumentare delle sanzioni, e/o della possibilità di essere scoperti (aumento quindi del costo dell'illecito in capo all'agente, che è dato dalla sanzione moltiplicata per la possibilità di individuazione), il numero dei crimini si riduce²³⁴:

$$O_{p_j} = \frac{a o_j}{a p_j} < 0 \text{ e } O_{f_j} = \frac{a o_j}{a f_j} < 0$$

L'analisi di un EMC ottimale non può però limitarsi ad applicare *sic et simpliciter* la formula sopra esposta, in quanto molto facilmente basterebbe dire che per ottenere la diminuzione degli episodi criminali (il cd. *optimal enforcement*) la strada da percorrere dovrebbe essere l'aumento delle sanzioni (via più breve e facile da percorrere per il legislatore, a cui è sempre tentato) ed il presente lavoro potrebbe già dirsi concluso, ma così non è.

Difatti, per quanto già anticipato, altri fattori economici entrano in gioco nel descrivere il modello economico con cui opera l'agente. Si necessita

crime. The development of a definition and a typology" in "Crime & Delinquency", 1976, pag. 338 ss; GARRETT BRANDON, "The Corporate Criminal as Scapegoat", Public Law & Legal Theory Research Paper Series, University of Virginia School of Law, 2015, il quale definisce le corporate fraud un "team sport".

²³⁴ MEOLI LUCA & SORBELLO PIETRO, "Il rischio della sanzione ed il comportamento del contribuente. Riflessioni sull'analisi economica del diritto", su Dir. pen. cont., 2015.

pertanto di approfondire gli studi che, lato *behavioral*, hanno analizzato le influenze sulle variabili p_j ed f_j della formula di Becker che, tra l'altro, sono gli unici due fattori su cui il regolatore possa intervenire direttamente per ridurre i crimini.²³⁵

3.2.1 LA VARIABILE p_j OVVERO LA POSSIBILITÀ DI ESSERE INDIVIDUATI

Come visto, il concetto di costo²³⁶ diventa il punto nodale per costruire un impianto di deterrenza efficace ed efficiente, che spinga il soggetto agente ad astenersi dall'agire, in quanto il regolatore può intervenire solamente sulle due variabili che lo compongono.

La variabile della possibilità di essere individuati (p_j), come visto, costituisce uno dei due elementi della formula di Becker ed è il risultato di una serie diversa di fattori (sorveglianza delle autorità regolamentari, autorità giudiziaria, forze dell'ordine). Teoricamente, ad un aumento degli investimenti nelle diverse attività di "individuazione" dovrebbe corrispondere un aumento di p_j . Devono però essere evidenziate alcune dinamiche che posso influenzare p_j , a prescindere dagli investimenti fatti per aumentarla.

La prima dinamica è che, normalmente, il ripetersi di una condotta criminale nel tempo, aumenta le possibilità che il soggetto agente venga indenticato e scoperto (più episodi di spaccio di sostanze stupefacenti commetto, più alte sono le probabilità di essere individuato). La dottrina statunitense²³⁷ ha però fatto notare come per certe tipologie di condotte criminali, l'aumento della possibilità di essere individuati si verifica non al ripetersi delle condotte ma al cessare delle stesse (definito il "*linkage problem*"). Basti

²³⁵ *ibid*, pag. 13.

²³⁶ POSNER RICHARD, "*Retribution and Related Concepts of Punishment*", in J. L. S., 1980, pag.71 ss, il quale osserva che: "*Economic rationale of punishment is not that it undoes the bad effects of the crime but that, by placing a price on crime, it affects peoples's incentives to engage in criminal activity in future*".

²³⁷ BAER, *op.cit.*

pensare all'ipotesi di diffusione di notizie false sulla situazione economico patrimoniale di una società: fino a quando continua la diffusione difficilmente la stessa verrà scoperta, nel momento in cui essa cessa, apparirà in tutta la sua evidenza la reale situazione. Il soggetto agente si trova pertanto bloccato in un *loop* per il quale cessare la propria condotta criminale, farebbe aumentare la possibilità di essere individuato e quindi, si vede “costretto” a proseguire nella sua condotta.

Si noti ovviamente che tale concetto non è assoluto, in quanto l'intervento di fattori esogeni²³⁸, potrebbe far emergere la reale situazione indipendentemente dall'operato dell'agente, spezzando così il loop “infernale” in cui è rimasto bloccato (per un esempio pratico il caso Enron, dove le falsificazioni si sono protratte per numerosi anni per poi emergere in seguito al crollo dei mercati – il cd. stock market downturn di inizio millennio).

Un altro fattore che opera nella variabile p_j è la percezione del soggetto agente del rischio di essere individuato. Mentre però il linkage problem agisce come fattore esterno (è quindi connaturato alla condotta illecita), la percezione è ovviamente un fattore interno del soggetto agente (non incide materialmente su p_j ma sulla percezione del soggetto).

Il soggetto agente, difatti, potrebbe sottostimare le possibilità di essere scoperto e quindi la sua analisi razionale ne potrebbe risultare viziata²³⁹, generando così un sistema di sub-optimal deterrence. Tale sottostima appare, negli studi condotti dalla behaviour economics, essere collegata:

²³⁸ ARLEN JENNIFER & CARNEY WILLIAM, “Vicarious Liability for fraud on securities Market: Theory and evidence”, in U. Ill. Rev., 1992, pag. 691 ss, i quali osservano che “The credibility of false positive statement about a company's sales or profit, for example, can be sustained only so long as a firm remains financially viable and suffers no business reverse that will reveal the fraud. Consequently, fraud generally will remain undetected only if either later 'events make earlier statements come true'” (pag. 701).

²³⁹ MCADAMS, *op.cit.*, pag. 418, il quale fa notare che in equal modo potrebbe sottostimare i costi o sovrastimare i benefici.

- a quante volte in passato la condotta è stata individuata dalle Autorità e alla credibilità del sistema di prevenzione²⁴⁰;
- collegata all'“illusione del controllo” del soggetto agente²⁴¹.

3.2.2 LA VARIABILE f_j OVVERO LA SANZIONE

Per quanto attiene invece al fattore f_j (la sanzione) anche in questo caso devono essere illustrate alcune teorie che producono effetti sullo stesso²⁴², partendo dall'assunto che la funzione economica della pena è quella di far internalizzare i costi del proprio operato al soggetto agente²⁴³ nonché partendo dall'assunto, come evidenziato da due illustri Autori del settore²⁴⁴, che individuare la sanzione ottimale (pecuniaria e non), è un'opera particolarmente complessa in quanto i fattori da considerare sono molteplici. Tra tutti, quello che più incide nell'individuazione del livello ottimale di sanzione è il rapporto con il rischio (risk aversion/neutral/preference²⁴⁵).

²⁴⁰ JOLLS CHRISTINE, “On Law Enforcement with Boundedly Rational Actors”, in Harvard Law and Economics Discussion Papers, n. 494, 2004. Sullo stesso punto AVGOULEAS, *op.it.*, pag. 456, il quale fa notare che “Where the probability of conviction is not derived from a detailed analysis of conviction statistic, but from perception, the heuristics [...] is inevitable. These are, according to behavioural analysis scholars, cognitive devices often employed by individuals to make forecasts about futures events based on the perceived patterns in the occurrence of past events”.

²⁴¹ LANGER ELLEN, “The Illusion of Control”, in J. Pers. Soc. Psychol., 1975, pag. 311 ss.

²⁴² Per una letteratura sul punto: DURLAUF STEVEN & NAGIN DANIEL, “The Deterrent Effect of Imprisonment”, in COOK (a cura di), “Controlling Crime: Strategies and Tradeoffs”, 2011; LEVITT STEVEN & MILES THOMAS, “Economic Contributions to the Understanding of Crime”, in Ann. Rev. L. Soc. Sci., 2006, pag. 147 ss; LEVITT STEVEN & MILES THOMAS, “Empirical Study of Criminal Punishment”, in POLINSKY & SHAVELL, (a cura di), “Handbook of Law and Economics”, 2007. Per uno scritto sul metodo di approccio allo studio della pena in funzione economica: FISCHMAN JOSHUA, “The Economic Perspective on Sentencing”, in Loy. Uni. L. J., 2014, pag. 345 ss.

²⁴³ MOORE MICHAEL, “Placing Blame-A Theory of Criminal Law”, Oxford University Press, 1997.

²⁴⁴ POLINSKY MITCHELL & SHAVELL STEVEN, “Public Enforcement of Law”, in “Criminal Law and Economics”, Encyclopedia of Law and Economics, Second Edition, 2009, pag. 1-60, i quali fanno notare che è necessario costruire diversi modelli, basati sul tipo di sanzione, sulla percezione del rischio (neutral o aversion), sulla certezza o meno dell'individuazione. Si rimanda all'opera citata per un approfondimento specifico del funzionamento dei modelli

²⁴⁵ SHAVELL, *Analisi, op. cit.*, pag. 95, fa notare che più il rapporto con il rischio si sposta verso la *preference*, e più elevate devono diventare le sanzioni.

I modelli standard delle sanzioni, finalizzati ad ottenere la massima utilità sociale, sono di tre tipologie:

- a) modello di sanzione pecuniaria di massima utilità sociale (modello 1): dove g è il guadagno che il soggetto ottiene, $z(g)$ è la densità del guadagno, h è il danno causato, f è la sanzione pecuniaria

$$\int_{\min(f,g)}^{\infty} (g - h)z(g)dg$$

- b) modello di sanzione detentiva di massima utilità sociale (modello 2): dove g è il guadagno che il soggetto ottiene, $z(g)$ è la densità del guadagno, h è il danno causato, f è la sanzione pecuniaria, s è la durata della detenzione e $d(s)$ è la disutilità della detenzione

$$\int_{d(s)}^{\infty} [g - h - (d(s) + cs)]z(g)dg$$

- c) modello di sanzione detentiva e pecuniaria di massima utilità sociale (modello 3)²⁴⁶:

$$\int_{f+d(s)}^{\infty} [g - h - (d(s) + cs)]z(g)dg$$

Evidenziate le sanzioni ottimali si deve valutare quale, tra diversi tipi di pena²⁴⁷, risulta essere maggiormente efficiente. Per la maggior parte degli

²⁴⁶ Modello che dimostra che la sanzione pecuniaria deve giungere fino ad eguagliare il patrimonio dell'agente e che la sanzione detentiva deve subentrare nel momento in cui anche il raggiungimento del livello massimo non ha efficacia (o nel momento in cui il soggetto non è solvibile e quindi la sanzione detentiva subentra gioco forza). Per una approfondita analisi dei vari modelli di sanzione ottimale si rimanda a SHAVELL STEVEN, "Fondamenti dell'analisi economica del diritto", Giappichelli, 2004, traduzione italiana di SHAVELL STEVEN, "Foundations of Economic Analysis of Law", Harvard University Press, 2004, il quale, dopo aver elaborato i modelli standard sopra evidenziati, sviluppa ulteriori modelli inserendo anche il fatto del risk (creando così ulteriori modelli).

²⁴⁷ POLINSKY MITCHELL & SHAVELL STEVEN, "The Optimal Tradeoff between the Probability and Magnitude of Fines", in Am. Econ. Rev., vol. 9, 1979, pag. 880 ss; POLINSKY MITCHELL & SHAVELL STEVEN, "The Optimal Use of Fines and Imprisonment", J. Pub. Econ., 1984, pag. 89 ss: per una approfondita analisi sulla scelta delle sanzioni: BAER MIRIAM, "Choosing Punishment", in Brooklyn Law School Legal Studies, Research Paper n. 272, 2012; BUELL SAMUEL, "Novel Criminal Fraud", in NYU L. Rev., 2006, pag. 1971 ss.

studiosi di Law and Economics la sanzione ideale è quella pecuniaria²⁴⁸ in quanto, in un'analisi costi benefici, la sanzione pecuniaria ha dei costi di collection minori rispetto alla reclusione²⁴⁹ ed inoltre, trattandosi di un trasferimento di denaro dal criminale alla società, il costo netto sociale sopportato è dovuto solo dai costi di colletting²⁵⁰. Diversamente, nella reclusione, non si assiste ad alcun trasferimento di denaro verso la società, la quale sopporta solo dei costi positivi²⁵¹. Si dovrebbe quindi applicare il modello 1). La pena pecuniaria sconta però due gravi difetti:

- i. il presupposto fondamentale del suo funzionamento è che il soggetto sia in grado di pagarla²⁵² ma accade spesso che non lo sia²⁵³. La

²⁴⁸ Di diverso avviso COFFEE JOHN JR, *“Corporate Crime and Punishment: a Non Chicago View of the Economics of Criminal Sanctions”*, in Am. Crim. L. Rev, 1980, pag. 419 ss.

²⁴⁹ POSNER RICHARD, *“Optimal Sentences for White-Collar Criminals”* in Am. Crim. L. Rev, 1980, pag. 409 ss, il quale tra l'altro sostiene che l'importo dovrebbe essere proporzionale al reddito, inserendosi nel solco di quanto elaborato da Bentham Jeremy, in *The Theory of Legislation*, il quale affermava che *“Pecuniary punishments should always be regulated by the fortune of the offender”*.

²⁵⁰ DONOHUE, *op.cit.*, pag. 381, il quale segnala: *“Becker's basic model actually favored monetary fines over incarceration since the former, being mere transfers, are socially costless: one reduces the utility of the miscreant by transferring his wealth to the state.”* Contro questa conclusione ULHMAN DAVID, *“Deferred prosecution and Non prosecution Agreements and the Erosion of Corporate Criminal Liability”*, in Public Law and Legal Theory Research Paper Series, n. 352, 2013 il quale a pag. 1298 osserva: *“There is no better deterrent to corporate crime than the realization that criminal activity could result in incarceration”*.

²⁵¹ POSNER RICHARD, *“Economic Analysis of Law”*, Little, Brown and Company, 1972, il quale a pag. 168, evidenzia come la detenzione sia la risposta più costosa per la società, in quanto si devono considerare i numerosi (e notevoli) costi in cui la società occorre e che vengono individuati in: *“The social costs of incarceration include the expense of constructing, maintaining, and operating prisons, the loss of the incarcerated individual's legitimate production (if any) during the period of incarceration, and the likely impairment of his legitimate productivity after release”*. Sul punto vedasi anche POSNER, *An Economic, op.cit.*, pag. 1193 e ss., il quale segnala che nell'analizzare i costi della reclusione bisogna tenere in considerazione che da un lato la reclusione costa di più rispetto alla sanzione pecuniaria ma dall'altro lato si riducono i costi sociali perché durante il periodo della reclusione il criminale non commette nuovi delitti (nella maggior parte delle volte).

²⁵² ARLEN JENNIFER, *“Corporate criminal liability: theory and evidence”*, NYU Law School, Law and Economics Research paper, n. 11-25, 2012, la quale fa notare che, venendo meno il presupposto della solvibilità, lo Stato deve aumentare i costi per sostituire la sanzione pecuniaria con altre sanzioni (pag. 144).

²⁵³ POSNER RICHARD, *Economic analysis, op. cit.*, il quale a pag. 167 evidenzia che *“The solvency problem is so acute that the costs of collecting fines would often be prohibitive even if the probability of punishment were one and fines correspondingly much smaller than in*

situazione patrimoniale influenza pertanto il modello, in quanto lo stato di benessere modifica a sua volta la sanzione efficiente (o ottimale) impedendo così un modello generale, che andrebbe di volta in volta calibrato specificatamente sul soggetto agente (introducendo l'elemento del benessere come fattore del modello²⁵⁴);

- ii. il secondo difetto della sanzione pecuniaria è che si asserisce che la stessa non sia accompagnata dallo stesso stigma sociale²⁵⁵ che si genera nei casi di reclusione (in questo modo, l'effetto sanzione viene depauperato di una componente che ne aumenta il costo per l'agente).

L'assunto sullo stigma è di per sé corretto ed anche abbastanza evidente (una multa/ammenda non genera nei terzi la stessa disapprovazione della detenzione), parte della dottrina però (che concorda sul fatto che la sanzione pecuniaria non sia accompagnata dallo stesso stigma della reclusione), evidenzia che però lo stigma costituisce un costo²⁵⁶ per il soggetto agente

the optimal system. This explains the heavy reliance in all criminal justice systems of nonpecuniary sanctions, which imprisonment is the most common".

²⁵⁴ Come indicato da POLINSKY & SHAVELL, *Public, op.cit.*, pag. 10, i quali valutano in prima facie un modello di sanzione pecuniaria ottimale basato sull'assunto di un livello di benessere patrimoniale uguale per tutti i consociati, per poi introdurre un fattore nella formula, il quale rappresenta lo stato di benessere specifico. Per un'analisi sull'efficacia della sanzione al mutare della situazione patrimoniale POLINSKY MITCHELL & SHAVELL STEVEN, "A Note on Optimal Fines When Wealth Varies among Individuals", in *Am. Econ. Rev.*, 1991, pag. 618 ss.

²⁵⁵ SUTHERLAND, "Is 'White collar crime' a crime?", in *Am. Soc. Rev.*, vol. 10, n. 2, 1944, pag. 132 ss (pag. 136). WALDFOGEL JOEL, "The Effect of Criminal Conviction on Income and the Trust", in *J. Hum. Res.*, 1994, pag. 62 ss, il quale osserva che lo stigma della detenzione colpisce più gravemente i soggetti che in ambito lavorativo ricoprono posizioni apicali o comunque connotate da rapporto fiduciario. Per uno studio sugli effetti dello stigma connesso alla detenzione vedasi KLING JEFFREY, "The Effect of Prison Sentence Length on the Subsequent Employment and Earning of Criminal Defendants", in Princeton University, Discussion Paper in Economics n. 208, 1999. Per un inquadramento generale vedasi SCHWARZ DANIEL, "Shame, Stigma, and Crime: Evaluating the Efficacy of Shaming Sanctions in Criminal Law", in *Harv. L. Rev.*, vol. 116, 2003, pag. 2186 ss.

²⁵⁶ Si noti quanto affermato dal Giudice Charles Kocoras nel comminare la sentenza di condanna nei confronti di Ty Warner (United States vs. Warners – No. 13 CR 731) "the public humiliation and reproachment Mr. Warner has experienced has manifest. Only he

che non genera alcun incasso per la società. Pertanto, è vero che la sua assenza riduce il costo del soggetto agente (riducendo così la deterrenza), ma d'altro canto, se fosse presente la società non aumenterebbe il suo benessere²⁵⁷ (anzi ne avrebbe una riduzione).

I modelli sopra evidenziati (come già anticipato all'inizio del capitolo), devono altresì essere corretti, o quanto meno devono tenere in considerazione alcuni aspetti di behavior economics studiati dalla dottrina.

La teoria dell'“*hyperbolic discounting*”²⁵⁸ è quella che forse maggiormente rileva. Tale teoria ha evidenziato che il soggetto agente tende a preferire i guadagni nel breve termine rispetto a quelli nel lungo termine; ciò produce effetti anche sulla sanzione²⁵⁹, in quanto la disutilità di una sanzione irrogata in avanti nel tempo è percepita meno che una sanzione immediata²⁶⁰ (riducendo così l'effetto di deterrenza).

knows the private torment he has suffered by the public condemnation directed at him”, Sentencing Hearing transcript at 50-51, 14 January 2014.

²⁵⁷ POSNER, *optimal sentencing*, op. cit., pag. 417.

²⁵⁸ Comportamento per il quale un soggetto razionale attribuisce un eccessivo sconto sull'utilità nel breve periodo. Per osservazioni: BAER MIRIAM, “*Confronting the Two Faces of Corporate Fraud*”, in Brooklyn Law School Research Paper n. 377, 2014, pag. 90 ed ancora WRIGHT JOSHUA & GINSBURG DOUGLAS, “*Behavioural Law and Economics: Its Origins, Fatal Flows, and Implication for Liberty*”, in Nw. L. Rev., 2012, pag. 1033 ss; LOEWENSTEIN GEORGE & THALER RICHARD, “*Anomalies; Intertemporal Choice*”, in J. Econ. Persp., 1989, pag. 181 ss. Per degli esempi di comportamenti di hyperbolic discounting; LAIBISON DAVID, “*Golden Eggs and Hyperbolic Discounting*” in Q. J. Econ., 1997, pag. 443 ss.

²⁵⁹ “*Loss aversion, on the other hand, causes the CFO to prefer the future prison sentence (and similar losses) to the certain none imposed today*”, BAER, *linkage*, op.cit, pag. 1305; BAKER TOM, HAREL ALON & KUGLER TAMAR, “*The virtues of Uncertainty in Law: An experimental Approach*”, Iowa L. Rev., 2004, pag. 445 ss.

²⁶⁰ LISTOKIN YAIR, “*Crime and (with a Lag) Punishment: The implications of discounting for equitable Sentencing*”, in Am. Crim. L. Rev., 2007, pag. 115 ss, pag. 116); ed ancora MASTROBUONI GIOVANNI & RIVERS DAVID, “*Criminal Discount Factors and Deterrence*”, in IZA Discussion Paper n. 969, 2016, i quali a pag. 2 fanno notare che: “*Since punishment are received in the future, the value that a potential criminal places on them depends on how that individual values futures events*”. D'altronde tale dinamica era già stata fatta notare da BECCARIA CESARE, “*Dei delitti e delle pene*”, Livorno, 1764, pag. 47 ss., il quale segnalava che “*Quanto la pena sarà più pronta e più vicina al delitto commesso ella sarà tanto più giusta e tanto più utile. Ho detto che la prontezza delle pene è più utile, perché quanto è minore la distanza del tempo che passa tra la pena ed il misfatto, tanto è più forte e più durevole nell'animo umano l'associazione di queste due idee, delitto e pena, talché*

L'elemento tempo, oltre che rilevare (e modificare) la percezione del soggetto agente (l'hyperbolic discounting), produce effetti anche in tema di disutilità della reclusione stessa²⁶¹. Una parte della dottrina economica²⁶² ha evidenziato come la stessa declini nel lungo periodo e non rimanga costante (traducendolo in un esempio concreto²⁶³ ciò significa che una condanna alla reclusione di 10 anni non vale il doppio in termini di disutilità rispetto ad una condanna a 5 anni). Questo è particolarmente rilevante perché un aumento della durata della reclusione si traduce in un aumento costante dei costi per la società (il costo x giorno reclusione è sempre lo stesso), mentre non si traduce in un aumento costante della deterrenza (ma anzi, la disutilità decresce con l'allungarsi della sanzione)²⁶⁴. Sul lungo periodo questo provoca quindi una distorsione nell'ottica dei costi-benefici per la società. In uno studio condotto sulla popolazione reclusa in Italia²⁶⁵ è emerso che il fattore di discount medio è di 0,74²⁶⁶ punti base. Applicando in concerto quanto emerso da tale studio, risulta che raddoppiare una condanna di 5 anni aumenta la disutilità del 22%, mentre raddoppiare una condanna di 10 anni, aumenta la disutilità del 5%. Attraverso tali dati, si è evidenziato che la maggior parte della disutilità della reclusione si verifica nei primi cinque anni di detenzione.

Un ultimo aspetto, che dovrebbe essere caro ad un penalista, è che parte della dottrina economica fa notare che l'aspetto delle prevenzione speciale della pena, nei casi dei white collar crime, non operi come per la generalità

sensibilmente si considerano uno come cagione e l'altra come effetto necessario immancabile”.

²⁶¹ KLING JEFFREY, “*Incarceration Length, Employment, and Earning*”, in *Am. Econ. Rev.*, 2006, pag. 863 ss.

²⁶² BAER, *linkage, op.cit.*, pag. 1305.

²⁶³ Uno dei motivi è che parte della disutilità si verifica già con l'applicarsi della sanzione, a prescindere dalla durata della stessa.

²⁶⁴ MASTROBUONI & RIVERS, *op.cit.*, pag.3.

²⁶⁵ MASTROBUONI & RIVERS, *op.cit.*, pag.5.

²⁶⁶ Trattasi di fattore di discount medio. Dallo studio è emerso infatti che i diversi tipi di soggetti agenti presentano fattori di discount diversi: ad es chi ha commesso reati di droga presenta un fattore del 0,70 mentre chi ha commesso reati legati allo sfruttamento della prostituzione presenta un discount di 0,92.

dei criminali (giungendo a sostenere che sia in realtà del tutto irrilevante²⁶⁷) in quanto il rischio di recidiva è molto basso (e che ciò deriverebbe dalla particolare natura di questi tipi di reato). Il criminale economico difatti, non è meno criminale di altri, tant'è che nella maggior parte dei casi si tratta di una condotta ripetuta e protratta nel tempo; che però quando viene scoperta (e punita) difficilmente viene reiterata (stante la sua complessità di realizzazione)²⁶⁸.

Secondo la Law and Economics pertanto, la sanzione monetaria è da preferire rispetto alla sanzione detentiva ed il sistema più efficace, dal punto di vista dei costi per la collettività, è aumentare la sanzione pecuniaria (fino a che la stessa sia pari al patrimonio dell'agente) rispetto alla variabile dell'aumento della probabilità, in quanto è più costoso fornire risorse economiche al sistema giudiziario che amministrare un aumento nella somma pecuniaria²⁶⁹ (sistema alta sanzione monetaria/bassa probabilità individuazione).

Si noti però che, mentre questa conclusione funziona per il soggetto risk neutral, per il soggetto risk averse il livello della sanzione potrebbe anche

²⁶⁷ HENNING, *op.cit.*, pag. 34.

²⁶⁸ WEISSMANN ANDREW & BLOCK JOSHUA, "White Collar defendants and White Collar Crimes", in Yale L. J., 2007, pag. 286 ss., i quali osservano a pag. 291: "it is also worth noting that recidivism rates may underrepresent the actual rate at which white collar defendants have engaged in repeated offenses. White collar prosecutions are notoriously difficult to pursue successfully because they depend on complex financial records and often arcane regulatory scheme, and white collar defendants are often represented by skilled and well financed attorneys. As a results, a "first time" white collar offender may have engaged in prior frauds whiteout being detected, charged and convicted".

²⁶⁹ Contra ARLEN JENNIFER, "The Potentially perverse effects of corporate criminal liability", in J. Legal Stud., vol. XXIII, 1994, pag. 833 ss, la quale a pag. 853 segnala che: "High sanction/low probability strategy generally is not feasible because agent's wealth usually will be less than the resulting efficient sanction, and marginal deterrence and justice concerns limit the non monetary sanction available to the state. Accordingly, the optimum sanction for individuals often will exceed the feasible sanction, and enforcement expenditures will be necessary in order to deter crime by increasing the probability of detection". Esprimono dubbi sull'utilizzo della sanzione monetaria elevata CHU CYRUS & NEVILLE JIANG, "Are Fines More Efficient than Imprisonment?", in J Pub. Econ., vol. 51, 1993, pag. 391 ss.

essere inferiore al patrimonio in quanto il soggetto è più sensibile alla pena (anche se più bassa)²⁷⁰.

Applicare questo risultato al contesto europeo presenta due problemi: il primo è che il sistema comunitario (come abbiamo visto nel secondo capitolo) valuta la natura delle sanzioni non in base al requisito formale ma per il requisito sostanziale, dal che né discende che anche la sanzione monetaria (fosse anche amministrativa) in virtù della sua afflittività, deve essere applicata con un sistema garantista²⁷¹ (e questo ne farebbe aumentare i costi). Gli studiosi di Law and Economics hanno in mente il sistema statunitense il quale non conosce il concetto europeo di materia penale (e le garanzie ad esso collegate). Il secondo problema è che il modello per giungere ad una sanzione ottimale dovrebbe richiedere che la sanzione si equipari al patrimonio del soggetto (*l'optimal fine* dovrebbe essere flessibile ed indeterminata a priori) e questo si scontra con i principi di tassatività e legalità degli ordinamenti giuridici comunitari²⁷², che non possono permettere una pena senza limiti edittali.

Nel caso in cui invece la punizione dovesse presentarsi sotto forma di reclusione, il modello opera in modo differente²⁷³. Le spese per mantenere la popolazione carceraria sono decisamente più elevate rispetto ai costi necessari ad aumentare p (a causa dei tempi giudiziari lunghi, più costosi anche di unità aggiuntive di polizia e pubblici ministeri). In questo caso, il sistema più efficiente richiederebbe basse punizioni associate ad alte

²⁷⁰ SHAVELL, *Analisi economica, op.cit.* pag. 95.

²⁷¹ VIGANÒ, *il dialogo difficile, op.cit.*,

²⁷² Sul punto vedasi l'Opinione in parte concordante e in parte dissidente del giudice Karakas e Pinto De Albuquerque alla sentenza Grande Stevens c. Italia, pag. 15, i quali segnalano che “*Se il fatto che la sanzione inflitta per un reato amministrativo debba seguire l'ammontare del prodotto o del profitto del reato senza che alcuna soglia sia fissata per l'ammontare dell'ammenda pone già di per sé un problema nei confronti del principio nulla poena sine lege stricta consacrato dall'art. 7 della Convenzione*”.

²⁷³ Sul rapporto tra la pene detentive di lunga durata e l'effetto sulla prevenzione della commissione dei reati vedasi SEBBA LESLIE, “*Mitigation of sentence in order to deter?*”, Monash Uni. L. Rev., 2015, pag. 268 ss.

probabilità d'individuazione (anche se però viene osservato che l'elevata sanzione detentiva, per la sua forte afflittività, potrebbe operare come deterrente e quindi, anche se con un basso livello d'individuazione, potrebbe indurre l'agente all'astenersi dall'agire e così, non essendovi una sua effettiva applicazione, non vi sarebbero i costi positivi sulla società, facendo così venire meno l'elemento maggiormente negativo della reclusione).

3.3 CORPORATE ECONOMIC MODEL OF CRIME (CEMC)

L'analisi non può limitarsi però ad individuare unicamente un EMC delle persone fisiche, ma deve essere estesa anche a ricostruire un modello delle persone giuridiche in quanto il ruolo svolto dalle corporation è di fondamentale importanza²⁷⁴, considerando che nella maggioranza dei casi la condotta manipolativa risulta essere commessa da individui che operano nell'ambito di un contesto societario, nel proprio interesse (e quindi si applica l'EMC) o nell'interesse/per conto della società (e quindi si deve applicare un CEMC).

Anche in tale caso non si può che far originare l'analisi dall'applicazione alle persone giuridiche della formula di Becker in quanto la scelta di una politica aziendale criminale è l'esempio perfetto di concretizzazione dell'analisi costi/benefici. A fronte del fatto che i costi del reato siano maggiori dei benefici, la società si asterrà dall'agire. Viceversa, porrà in essere la condotta illecita. Il fattore che non deve essere ignorato è quello che comunque l'elemento della persona fisica rileva sempre in quanto, come ha fatto notare un Autrice statunitense²⁷⁵: “*corporate crimes are not committed by corporation; they are committed by agents of corporation*”.

²⁷⁴ Direttiva 2014/57 Considerando (18) “È opportuno che gli Stati membri, se del caso e qualora il diritto nazionale preveda la responsabilità penale delle persone giuridiche, estendano tale responsabilità penale, conformemente al diritto nazionale, ai reati previsti dalla presente direttiva”.

²⁷⁵ Per queste conclusioni ARLEN JENNIFER, *perverse*, op.cit., pag. 835, la quale afferma che: “*Corporate crimes are not committed by corporation; they are committed by agents of*

Nel costruire un CEMC si devono pertanto tenere in considerazione diversi aspetti peculiari derivanti dalla struttura e dal funzionamento delle corporation.

3.3.1 GLI EFFETTI DELL'AGENCY COST THEORY

Come noto, nella maggior parte dei casi, proprietà e gestione della società sono separate e questo comporta, sia che si tratti di public company (quindi ad azionariato diffuso) sia che vi sia un azionista di riferimento (che però non partecipa all'amministrazione), che la gestione della società venga affidata a soggetti diversi dai proprietari.

Il rapporto tra proprietà (principal) e soggetto gestore (agent) è stato indagato dall'*Agency Cost Theory*²⁷⁶. Tale teoria economica illustra e descrivere i costi subiti dal principal quando questi decide di nominare un agent²⁷⁷ che operi per suo conto; costi²⁷⁸ che derivano dal fatto che le due parti hanno interessi divergenti, aggravati dalla circostanza che tra le due parti sussiste un asimmetria informativa, in quanto l'agent è dotato di maggiori informazioni rispetto al principal e che quest'ultimo non può sempre essere sicuro che l'agent persegua il suo interesse. Merita di essere osservato che anche all'interno della categoria degli agent, debbano essere individuati più livelli in quanto, soprattutto nelle public firms, sono i directors (e non il principal) a decidere il comportamento della società (ivi

corporation"; BECKER GARY, "Make the Punishment Fit the Corporate Crime", in *Buss. Wk.*, 1989, pag. 1975 ss.

²⁷⁶ JENSEN MICHAEL & MECKLING WILLIAM, "Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency cost and ownership structure", in *J. Fin. Econ.* 1976, pag. 305 ss; FAMA EUGENE, "Agency Problems and the Theory of the Firm", in *Jour. Pol. Eco.*, vol. 88, n. 2, 1980, pag. 288 ss; EASTERBROOK FRANK, "Two Agency-Cost Explanations of Dividends", in *Am. Eco. Rev.*, vol. 74, n. 4, 1984, pag. 650 ss; RODRIGUES USHA, "From Loyalty to Conflict: Addressing Fiduciary Duty at the Officer Level", in *Flo. L. Rev.*, n. 1, 2009, pag 1 ss.

²⁷⁷ Nel presente lavoro viene adottata una definizione economica di agency, che sussume sia i directors che gli officers, così come indicato da ARLEN & CARNEY, *op.cit.*, i quali a pag. 710, fanno notare che invece, in alcuni atti legislativi, solamente gli officers vengono considerati agent, in quanto i directors controllano la società.

²⁷⁸ I costi subiti dal principal vengono normalmente individuati nei costi inerenti l'utilizzo dell'agent e nei costi inerenti il monitoraggio dell'operato dell'agent.

inclusa la deterrenza sulle condotte illecite). Vengono così a crearsi degli agent-principali (i directors o gli esecutivi) e degli agent definibili ordinari. La divergenza d'interessi e l'asimmetria informativa provocano un effetto collaterale che impatta sul comportamento criminale della corporation. Generano ed esacerbano infatti il fenomeno dell'hyperbolic discounting (già visto nei paragrafi precedenti) con il risultato che l'agent tende ancor di più a perseguire i propri vantaggi a breve termine rispetto a guadagni nel lungo termine socialmente desiderabili; fenomeno aggravato nei casi in cui (come sempre più spesso avviene) la retribuzione dell'agent è legata ai risultati di breve-medio periodo rispetto a quelli sul lungo periodo²⁷⁹. Tale dinamica è stata dimostrata da diversi studi²⁸⁰, i quali hanno provato che collegare i compensi degli agent (basati spesso sull'equity) ai risultati²⁸¹ nel breve termine, espone la società a condotte "azzardate" ed i mercati a condotte manipolative, in quanto gli agent possono tendere ad alterare il corso del mercato per far salire il valore degli strumenti finanziari, dai quali dipende il loro compenso²⁸² (questa tendenza alla condotta illecita costituisce il

²⁷⁹ UTSET MANUEL, "Time-Inconsistent Management and the Sarbanes-Oxley act", in Ohio N. U. L. Rev., 2005, pag. 417 ss. Si noti che la retribuzione connessa al risultato, è uno degli strumenti nati per ottenere che l'interesse dell'agent sia legato all'interesse del principal, ottenendo così di ridurre i comportamenti opportunistici dell'agent. SHARPE NICOLA, "Process Over Structure: An Organizational Behaviour Approach to Improving Corporate Boards", Cal. L. Rev., 2012, 261 ss, il quale osserva che "most current regulation and regulatory reform proposal attempt to reduce corporate failure by reducing agency cost" (pag. 264).

²⁸⁰ RAJGOPAL SHIVARAM & SHEVELIN TERRY, "Empirical evidence on the relation between stock option compensation and risk taking", in Jour. Acc. Econ., vol. 33, 2002, pag. 145 ss e ancora DENIS DAVID -HANOUNA PAUL & SARIN TULYA, "Is there a dark side to incentive Compensation?", in Jour. Corp. Fin., vol. 12, 2006, pag. 467 ss; AMATI, *abusi di mercato*, op.cit., pag.10. COFFEE JOHN JR & BERLE ADOLF, "Law and the Market: the Impact of the Enforcement", Center for Law and Economics Studies, Columbia University, Working paper n. 304, 2007, i quali fanno notare che nel 1990 i compensi dei top manager erano strutturati: 92% cash e 8% equity; nel 2001 la percentuale di equity è salita al 66%. Per un'analisi della situazione italiana vedasi: DE SANTIS ITALO, "Remunerazione degli amministratori e governance delle società quotate", CEDAM, 2011.

²⁸¹ POSNER ERIC, "Agency Model in Law and Economics", in Chicago University Law & Economics Working Paper n. 92, 2000.

²⁸² Per un incentivo a non collegare i compensi ai risultati di breve periodo: ALEXANDER CINDY & COHEN MARK, "New Evidence on the Origins of Corporate Crimes", Manag. & Dec. Econ., 1996, pag. 421 ss; ALEXANDER CINDY & COHEN MARK "Why do corporations

secondo effetto collaterale denominato *moral hazard* cioè la spinta dell'agent verso condotte illecite, al fine di massimizzare la propria utilità.).

3.3.2 LA VARIABILE p_j E LA VARIABILE f_j NELLE CORPORATION

Come anticipato, tenuti in considerazione questi due peculiari aspetti, è possibile estendere analogamente la formula di Becker anche alle persone giuridiche, considerando così le società come le persone fisiche (responsabili quindi delle loro condotte) ed obbligandole ad internalizzare i costi (*rectius* le sanzioni applicate) derivanti dalle condotte illecite, facendo così in modo che l'analisi costi benefici deponga a favore dell'astenersi dall'agire²⁸³.

Il concetto di costo del reato (che come va ricordato deriva dalla sanzione moltiplicata per la probabilità d'individuazione) deve però essere letto alla luce – anche – dell'Agency Cost Theory²⁸⁴. Come fatto notare²⁸⁵, nell'ipotesi di responsabilità della persona giuridica, il costo tende a ricadere sul soggetto che possiede la società (principal) e non sull'autore dell'illecito (l'agent). Questo può favorire il moral hazard, in quanto il soggetto che ha agito (o che sta valutando di agire) non subisce le ricadute del costo della condotta; tale situazione (in osservanza alle teorie del moral hazard) lo spingerebbe sempre di più verso condotte illecite, in quanto il calcolo razionale che lo stesso opera, non prevede il costo (verrebbe così a trovarsi

become criminals? Ownership, Hidden Actions and Crime as agency cost", in J. Corp. Fin., 1999, pag. 1 ss.

²⁸³ COX JAMES, "Private litigation and the Deterrence of Corporate Misconduct", Law & Contemp. Probs., 1997, pag. 1 ss, il quale afferma che: "The economists response to how to deter misconduct is to price any misbehaviour. Assuming the entity and its agent are rational economic actors, misbehavior will occur only when its expected utility exceeds the disutility of its accompanying punishment".

²⁸⁴ BAER, *Confronting the two faces*, op.cit., pag. 89, la quale segnala che: "Law and Economics literature views corporate fraud as an extreme example of the agency cost theory". In senso analogo ROSE AMANDA, "The Multiplier Approach to Securities Fraud Deterrence: A Critical Analysis", in U. Pa. L. Rev., 2010, pag. 2173 ss.

²⁸⁵ ARLEN JENNIFER, "Failure of the Organizational Sentencing Guidelines", University of Mimi Law Review, 2012, pag. 321 ss, (pag. 330).

in una situazione ottimale per delinquere). Sui metodi per prevenire questo effetto si rinvia al capitolo successivo.

È interessante notare come sia stato osservato che questo meccanismo di distribuzione del costo/guadagno dell'illecito tra agent e principal, più che assoluto debba essere considerato relativo, in quanto nel breve periodo i costi derivanti dalle condotte illecite della società ricadono sul principal (mentre il guadagno tende a ricadere sull'agent) ma nel lungo termine le condotte illecite riducono l'efficienza di allocazione delle risorse sul mercato e riducono la fiducia del pubblico e del mercato verso la società (in questo modo i costi si spostano anche sull'agent, nel momento in cui il suo guadagno è parametrato ai risultati)²⁸⁶.

Deve essere segnalato anche il diverso funzionamento dello stigma. Come visto nel precedente paragrafo, lo stigma costituisce un fattore importante nel valutare le sanzioni²⁸⁷, in quanto è una componente (non del tutto accessoria) alla sanzione, che ne accresce il costo per l'agente. Per le corporation ovviamente lo stigma opera in modo diverso rispetto alle persone fisiche (in questi casi si può parlare di *reputational penalty*²⁸⁸).

Si è osservato²⁸⁹ che il valore di mercato delle società oggetto di investigazioni/accuse diminuisce appena la notizia diventa pubblica e che successivamente la perdita di valore è superiore rispetto all'importo delle

²⁸⁶ BAER, *Confronting the two faces*, op.cit., pag. 101; ARLEN & CARNEY, op.cit., pag. 699, i quali osservano che “*In most cases, the shareholders are no more culpable than are the plaintiffs. When the fraud involves an attempt to conceal “bad news” about the firm, the only shareholders who benefit from the fraud are those who sold shares before the truth was revealed*”.

²⁸⁷ Si noti l'attenzione prestata dal legislatore UE, il quale al Considerando (6) MAD2 evidenzia che “*È essenziale rafforzare il rispetto delle norme sugli abusi di mercato istituendo sanzioni penali, che dimostrino una forma più forte di disapprovazione sociale rispetto alle sanzioni amministrative*”

²⁸⁸ ALEXANDER CINDY, “*On the Nature of the Reputational Penalty for Corporate Crime: Evidence*”, in J. Law & Econ., 1999, pag. 489 ss; RECCA DENNIS, “*Reputational penalties for corporations and the federal sentencing guidelines*”, in Colum. Bus. L. Rev., 2004, pag. 879 ss

²⁸⁹ KARPOFF JONATHAN & LOTT JOHN, “*The reputational penalty Firms Bear from Committing Fraud*”, in J. L. & Econ., 1993, pag. 757 ss.

sanzioni irrogate/annunciate (non vi è proporzionalità tra le due voci). Questa diminuzione risulta inoltre più elevata nei casi in cui la violazione riguarda condotte che coinvolgono terzi rispetto ai casi in cui le sanzioni sono irrogate per la violazione di norme regolamentari che non coinvolgono terze parti.

3.4 CONCLUSIONI

Come si è potuto vedere la costruzione di un modello economico criminale, sia esso delle persone fisiche o delle persone giuridiche, è un'operazione particolarmente complessa in quanto i fattori in gioco sono numerosi e diversi. Nell'illustrazione dei modelli si è assunto che il criminale economico è un soggetto ad elevata razionalità e con una preferenza per il rischio (e che quindi può essere prevenuto²⁹⁰). La formula di Becker costituisce quindi il punto di partenza fondamentale per il modello, alla quale devono essere applicati i correttivi individuati dalla behavior economics (*discounting* e *moral hazard*).

Il risultato è che secondo la Law and Economics, il modello migliore è rappresentato da alta sanzione monetaria e bassa possibilità d'individuazione, in quanto i costi di colleting della sanzione monetaria sono molto bassi (si notino però le osservazioni riportate nel paragrafo 3.3 le quali segnalano che i costi di colleting negli ordinamenti comunitari potrebbero essere più elevati). Il modello di sanzione elevata (che dovrebbe essere indefinita per adattarsi alla situazione patrimoniale dell'agente) si scontra altresì con i limiti inderogabili dell'ordinamento giuridico, nonché con il problema, molto comune, dell'incapacità dell'agent di pagare la sanzione ottimale (*optimal negligible enforcement*) in quanto i costi delle sanzioni sono particolarmente elevati.

²⁹⁰ BAER, *Confronting the two faces*, *op.cit.*, pag. 102; BECKER, *Crime and punishment*, *op.cit.*, 176; POSNER, *An economic*, *op.cit.*, pag. 1205; SHAVELL STEVEN, "Criminal law and the Optimal Use of nonmonetary sanctions as a Deterrence", in *Colum. L. Rev.*, 1985, pag. 1232 ss.; ARLEEN & CARNEY, *op.cit.*, pag. 710.

Tale situazione, come osservato²⁹¹, indica che lo Stato non è in grado di prevenire in modo efficiente ed efficace la manipolazione solo attraverso la sanzione pecuniaria e pertanto ci costringe a virare verso il modello bassa sanzione detentiva/alta probabilità d'individuazione²⁹², che incide anche positivamente sul *discount* in quanto avvicinando la sanzione al momento del fatto, riduce l'*hyperbolic discounting* del soggetto agente.

Tale modello invocherà certamente gli strali di chi vede sorgere un nuovo "privilegio degli affari" e provocherà, se ne è certi, una richiesta di aumento della risposta punitiva (come fatto dal legislatore italiano con la legge sul risparmio). A costoro dovrà essere ricordato quanto affermato da due tra i più autorevoli studiosi²⁹³ di Law and Economics, i quali hanno evidenziato che: "*For risk preferring individuals, the severity of imprisonment sanctions has a lesser effects on deterrence than the probability of sanctions*".

D'altronde, è stato anche dimostrato che l'aumento delle sanzioni non produce effetto nei casi di linkage (per il quale si rimanda sempre al paragrafo 3.3.), circostanza spesso presente nei casi di manipolazione del mercato.

Difatti se il fattore linkage²⁹⁴, moltiplicato per la sanzione originaria, eccede la probabilità di individuazione (moltiplicata per la sanzione originaria ed il fattore di aumento della pena), secondo la seguente formula il soggetto continuerà nella sua condotta:

²⁹¹ ARLEN, *Theory and evidence, op.cit.*, pag. 163. Si noti che la risposta standard che verrebbe fornita è quella di sostituire la sanzione pecuniaria con la reclusione.

²⁹² Non potendosi neppure percorrere il sistema proposto da POLINSKY MITCHELL, "*The Optimal Use of Fines and Imprisonment When Wealth is Unobservable*", Stanford Institute for Economic Policy Research, Discussion Paper n. 37, 2004, il quale osserva che una soluzione potrebbe essere quella di prevedere sia pena pecuniaria sia sanzione detentiva. A seconda di quanta sanzione pecuniaria il soggetto paga, la pena detentiva si riduce. Questo sistema presenta l'evidente problema di generare una disparità tra i soggetti in base alla ricchezza che non potrebbe trovare ospitalità nei nostri ordinamenti.

²⁹³ POLINSKY MITCHELL & SHAVELL STEVEN, "*On the disutility and discounting of imprisonment and the theory of deterrence*", in *J. Legal Stud.*, vol. 28, 1999, pag. 1 ss.

²⁹⁴ Come già illustrato costituisce la caratteristica di alcuni illeciti, che aumentano la possibilità di essere individuate non con la commissione della condotta ma con la cessazione.

$$(Y)(S) > (p)(S)(X)$$

Dove: Y è la *linkage* probabilità, S la sanzione originaria, P probabilità di individuazione e X il fattore di aumento della sanzione.

Abbiamo quindi evidenziato che l'EMC ottimale per le persone fisiche dovrà essere basato su bassa sanzione detentiva/alta probabilità d'individuazione.

Per quanto attiene alle corporation in questo caso il CEMC dovrà necessariamente basarsi sulla sanzione monetaria²⁹⁵, stante l'ovvia impossibilità di applicare la pena detentiva alle stesse (anche se l'incapacità delle corporation di pagare la sanzione monetaria è un pericolo concreto, come dimostrato dalla tabella di seguito²⁹⁶, la quale segnala che negli Stati Uniti, nel periodo compreso tra il 2006 ed il 2009, la percentuale media di società che non sono state in grado di pagare l'intera sanzione pecuniaria è pari al 38,75%).

Fiscal year (Oct. 1 – Sept. 10)	2006	2007	2008	2009
Total organization convicted	217	197	199	177
Guilty plea	91%	85%	91%	96%
Mean fine	\$5890	\$7329	\$5736	\$17.293
Median fine	\$50	\$132	\$60	\$119
Firm unable to pay entire fine	42%	33%	37%	43%
Compliance program ordered	20%	24%	6%	5%

Ma se ricordiamo quanto già evidenziato e cioè che i “*corporate crimes are not committed by corporation; they are committed by agents of*

²⁹⁵ Per l'accoglimento di tale soluzione vedasi l'art. 8, comma 1 della MAD2, il quale prevede che “*Gli Stati membri adottano le misure necessarie affinché la persona giuridica ritenuta responsabile in relazione a un reato ai sensi dell'articolo 8 sia sottoposta a sanzioni effettive, proporzionate e dissuasive, che comprendono sanzioni pecuniarie di natura penale o non penale*” (più le altre sanzioni interdittive ndr).

²⁹⁶ Tabelle elaborate da ARLEN, *Theory and Evidence*, op.cit., pag. 153.

*corporation*²⁹⁷, si può comprendere che il sistema ottimale dovrebbe diventare quello nel quale le corporation, più che mero centro d'imputazione autonoma, diventino lo strumento attraverso le quali l'ordinamento, in modo più efficiente ed efficace, ottiene un aumento del fattore p_j nel modello delle persone fisiche.

Su tale soluzione si dirà nel capitolo che segue.

²⁹⁷ Il punto è accolto anche dal legislatore UE il quale, all'art. 8, comma 3 della MAD2 ha previsto che: *“La responsabilità delle persone giuridiche ai sensi dei paragrafi 1 e 2 non esclude l'esercizio dell'azione penale nei confronti delle persone fisiche”*.

CAPITOLO 4

APPLICAZIONE ALL'ATTUALE DISCIPLINA DEGLI EMC E CEMC

4.1 INTRODUZIONE

Nei Capitoli precedenti sono state delineate ed illustrate la necessità di regolamentare il fenomeno della manipolazione, il quadro attuale della disciplina comunitaria (che costituisce l'attuazione della regolamentazione richiesta) ed i modelli criminali elaborati dalla dottrina economica. Si giunge ora a quello che è il nucleo del lavoro di ricerca svolto, ovvero il tentativo di applicare gli EMC e CMEC alle scelte d'incriminazione e sanzionatorie poste in essere dal legislatore europeo, al fine di verificarne l'efficienza e l'efficacia nella lotta alla manipolazione del mercato.

4.2 L'INTERVENTO SULLA VARIABILE f_j

Come visto nel secondo capitolo, la scelta primaria percorsa dal legislatore UE è ricaduta sull'obbligo di criminalizzazione delle condotte manipolative (quanto meno quelle gravi e commesse con dolo) dando così preferenza (e spinta) alla sanzione criminale (in senso stretto) rispetto a quella amministrativa. Si assiste così ad un forte intervento sul fattore f_j della formula di Becker (per mezzo del diritto penale vero e proprio) a fronte di un intervento molto più soft sul fattore p_j (anche se non mancano spunti di interesse che verranno illustrati nel paragrafo successivo).

Il primo problema che balza agli occhi è la questione della durata della pena. Come abbiamo visto nel precedente capitolo (paragrafo 3.2.2), la durata della reclusione rappresenta un punto fondamentale in quanto modifica la disutilità per l'agente e quindi il costo di reato.

Su tale punto la MAD2²⁹⁸ prevede l'introduzione di sanzioni detentive con una durata massima non inferiore ad anni quattro. La durata, così come prevista dal legislatore UE, rientra pertanto nel periodo di reclusione ottimale come individuato dagli studi empirici di Mastrobuoni & Rivers²⁹⁹ i quali, giova ricordare, individuano in cinque anni il periodo di detenzione con la massima disutilità, se non fosse però che gli Stati membri sono liberi di adottare o mantenere norme di diritto penale più severe in materia di abusi di mercato³⁰⁰.

Come già ricordato a livello dei Paesi UE esiste un forte squilibrio in tema di sanzioni penali, sia a livello di previsione/tipologia della sanzione penale, sia a livello di durata della reclusione³⁰¹. L'introduzione unicamente di norme sul limite minimo della durata massima, senza aver potuto prevedere anche la durata massima³⁰², potrebbe generare da parte dei vari legislatori nazionali una corsa all'aumento della reclusione (come fatto a suo tempo dal legislatore italiano con la legge sul risparmio). Per far fronte alle richieste di punizione³⁰³ difatti, il rischio che i legislatori nazionali puntino nuovamente sulla oramai classica risposta di aumento delle sanzioni, ignorando quanto intuito da Avgouleas, il quale ha affermato che: *"The continuous raising of penalties and the introduction of new offences to achieve satisfactory*

²⁹⁸ Art. 7, comma 2, MAD2.

²⁹⁹ MASTROBUONI & RIVERS, *op.cit.*, pag.5, vedasi paragrafo 3.2.2. del presente lavoro per l'approfondimento

³⁰⁰ Considerando (20) MAD, *"Poiché la presente direttiva prevede norme minime, gli Stati membri sono liberi di adottare o mantenere norme di diritto penale più severe in materia di abusi di mercato"*.

³⁰¹ Si noti a titolo esemplificativo come in Francia la reclusione arrivi fino a 2 anni, in Germania fino a 5 anni, in Lussemburgo da 3 mesi a 2 anni. Per un approfondimento dei livelli sanzionatori si rinvia al Rapporto del Cesr *"Report on administrative measures and sanctions as well as criminal sanctions available in Member States under the Market Abuse Directive"*, 17.10.2007.

³⁰² La scelta di introdurre un minimo della pena detentiva massima, senza poter introdurre anche il massimo della pena, è frutto del fatto che la MAD2 è stata adottata in forza dei poteri di cui all'art. 83.2 TFUE (la cd. competenza penale accessoria), i quali prevedono che le norme adottate devono essere "norme minime". Sulla competenza penale accessoria della UE e sul contenuto delle norme, vedasi BERNARDI, *Competenza penale, op.cit.*, pag. 32.

³⁰³ Vedasi sul punto l'introduzione al presente lavoro.

*deterrence are further evidence that criminal law prohibitions offer inadequate deterrence in this context (market abuse ndr)*³⁰⁴, appare del tutto credibile e concreto.

Questa incontrollabile situazione a livello nazionale, potrebbe produrre l'effetto che il modello ideale d'intervento (basse sanzioni detentive/alte probabilità) non trovi una corretta attuazione uniforme su tutto il territorio della UE, provocando così gravi distorsioni sul meccanismo di deterrenza.

4.3 L'INTERVENTO SULLA VARIABILE p_j

Il legislatore UE è intervenuto anche sulla variabile p_j , ben conscio della sua rilevanza tant'è che (come già illustrato nel secondo capitolo) ha dedicato un intero articolo del MAR (il 16) alla “*Prevenzione e individuazione di abusi di mercato*” nonché è intervenuto ribadendo la necessità di Autorità di Vigilanza forti e dotate di idonei ed autonomi poteri, cercando così di attuare un sistema misto privato/pubblico di enforcement. Si deve ora quindi valutare se l'apparato così istituito risulta idoneo ad aumentare la variabile p_j , giungendo così a quell' “alta possibilità” prevista dal Modello ideale.

4.3.1 LA RESPONSABILITÀ DELLE PERSONE GIURIDICHE QUALE STRUMENTO PER L'AUMENTO DELLA VARIABILE p_j

Il legislatore UE ha previsto per le persone giuridiche sanzioni per le condotte di manipolazione del mercato, di tipo penale o amministrativo³⁰⁵, spingendo per una criminalizzazione delle stesse (ovviamente affiancandola all'imprescindibile responsabilità delle persone fisiche³⁰⁶). In termini di efficienza ed efficacia della deterrenza dei fenomeni manipolativi, questa

³⁰⁴ AVGOULEAS, *op.cit.*, pag. 454.

³⁰⁵ Si rinvia al capitolo 2, par. 4.

³⁰⁶ ULHMAN, *op.cit.* pag. 1299, il quale afferma che: “*The most effective way to combat corporate crime, however, is to prosecute the individuals who committed the offences and the companies involved*”.

strada appare corretta nel momento in cui la criminalizzazione non è però fine a se stessa, ma è finalizzata a trasformare le corporation in strumenti di individuazione delle condotte illecite (sostanzialmente trasformandole in strumento per aumentare il fattore p_j).

Il legislatore UE non ignora che le corporation sono in grado di monitorare in modo più efficiente ed efficace le presunte condotte illecite³⁰⁷, tant'è che lo stesso MAR dispone all'art. 16 l'obbligo di introdurre per i gestori del mercato e le imprese d'investimento che gestiscono una sede di negoziazione, dispositivi, sistemi e procedure efficaci al fine di prevenire e individuare le manipolazioni del mercato; ma non fa diventare questa capacità di individuazione, un vero meccanismo di prevenzione delle condotte illecite che, si noti bene, potrebbe a sua volta fare aumentare il fattore p_j nell'EMC delle persone fisiche (sostanzialmente quella che nella dottrina anglosassone viene definita *optimal corporate behaviour*³⁰⁸).

Le corporation possono essere il vero centro del sistema di deterrenza³⁰⁹ in quanto maggiormente in grado di individuare le condotte illecite (come osservato dalla dottrina³¹⁰) dato che hanno accesso ad una mole di dati

³⁰⁷ In quanto conoscono meglio dello Stato o delle Autorità di settore, il funzionamento interno e dove trovare le prove delle condotte illecite perpetrate dai loro dirigenti od impiegati.

³⁰⁸ ARLEN, *Theory and evidence*, op.cit., pag. 321.

³⁰⁹ ARLEN, *Theory and Evidence*, op.cit., pag. 322, la quale osserva che: "*optimal deterrence generally requires corporate expenditures on detection, investigation and cooperation*". In senso analogo NIETO MARTIN ADAN, "Abusi di mercato: un nuovo paradigma nel diritto penale economico europeo", in "La Crisi finanziaria: banche, regole e sanzioni", Centro Nazionale di prevenzione e difesa sociale, Atti del Convegno, 2010, il quale segnala che "...ciò implica importanti costi economici per le imprese, ma contribuisce senza dubbio a quella che gli economisti chiamano "protezione socialmente efficiente", nella quale cioè le imprese assumono realmente tutti i costi sociali che derivano dalla loro attività. [...] l'autoregolazione è una tecnica di regolazione e di intervento amministrativo molto utile a fronte della complessità della società attuale". In senso analogo dallo stesso Autore, NIETO MARTIN ADAN, "La responsabilidad penal de las personas jurídicas: un modelo legislativo", Madrid, 2008, pag. 37 ss.

³¹⁰ ARLEN, *Failure*, op.cit., pag. 322 la quale fa notare che: "*The government cannot effectively deter corporate crime by large firm on its own. Federal authorities cannot deter crime effectively unless they can ensure that employees who commit crime face expected penalties that exceed the benefit they get from committing the crime* (l'applicazione della formula di Becker ndr). *The most effective way to detect wrongdoing and identify and*

maggior rispetto allo stato, sapendoli interpretare meglio e sapendo meglio di tutti distinguere tra attività lecite ed attività illecite nonché conoscendo dove individuare le prove delle condotte illecite³¹¹.

Le stesse però sono spinte a collaborare (principalmente nelle forme del self reporting), così come dimostrato dagli ECMC, solamente nel momento in cui esse siano ritenute responsabili per le condotte illecite (cosa che il legislatore UE ha previsto)³¹² e che sappiano che se collaborano, la sanzione mitigata sarà inferiore alla sanzione base moltiplicata per la possibilità di essere scoperti (x)³¹³,

$$\text{Penalty}_{\text{mitigated}} < x(\text{Penalty}_{\text{Unmitigated}})$$

Se la sanzione mitigata in caso di collaborazione risulterà invece maggiore della sanzione ordinaria moltiplicata per la possibilità di essere scoperti, alla corporation non converrà collaborare³¹⁴.

sanction wrongdoers is to induce corporations to detect and report crimes by their employees and help the government obtain the evidence it need to identify and convict the individuals responsible". Ed ancora BAER, *confronting*, *op.cit.*, pag. 104, la quale afferma che *"The policing approach reduces corporate crime by empowering internal policemen to identify, punish and deter actual and would-be transgressor"*.

³¹¹ Per una ricognizione su come vengono individuati i corporate crime vedasi DYCK ALEXANDER, MORSE ADAIR & ZINGALES LUIGI, *"Who Blows the Whistle on Corporate Fraud?"*, Jour. Fin., 2010, pag. 2213 ss; BUELL, *op.cit.*, pag. 1625, che segnala: *"In many cases, corporation are uniquely suited to identify relevant personnel and evidence, to provide relevant business records, and to convey pertinent information to the government"*.

³¹² ARLEN, *failure*, *op.cit.*, pag. 323 fa notare che un sistema tutto imperniato sulla responsabilità delle corporation non produce l'effetto di ottenere che le stesse collaborino nella prevenzione degli illeciti.

³¹³ Il legislatore UE sembra però conscio di tale possibilità, tant'è che il Considerando (71) MAR dispone che *"Le sanzioni imposte in casi specifici dovrebbero essere determinate tenendo conto, se del caso, di fattori appropriati come la restituzione dei benefici finanziari individuati, la gravità e durata della violazione, eventuali circostanze aggravanti o attenuanti, la necessità che le ammende abbiano un effetto deterrente e, se opportuno, prevedere una riduzione dell'ammenda in caso di collaborazione con l'autorità competente*. In particolare, *l'importo effettivo delle sanzioni amministrative da applicare in un caso specifico può raggiungere il livello massimo previsto dal presente regolamento o un livello più elevato previsto dal diritto nazionale, per le violazioni molto gravi, mentre ammende significativamente inferiori al livello massimo possono essere applicate alle violazioni meno gravi o in caso di composizione*." Rimette però la questione alle singole nazioni, rischiando così di nuovo di creare la possibilità di forum shopping.

³¹⁴ ARLEN, *Failure*, *op.cit.*, pag. 321 la quale fa notare che *"To deter corporate crime, corporate sanctions must be structured to induce large corporations to help federal prosecutors detect and punish corporate crime. Specifically, firma must be encouraged to*

Il legislatore deve quindi operare in due modi: da un lato deve introdurre una responsabilità delle persone giuridiche³¹⁵, dall'altro l'altro deve introdurre incentivi a mantenere un “*optimal corporate behaviour*” (sistema denominato “*stick and carrot*”), tenendo a mente che le corporation hanno anche un altro vantaggio rispetto all'autorità pubblica.

Come visto nel capitolo precedente, le corporation operano sempre e necessariamente attraverso persone fisiche (gli agent) e questi traggono il loro guadagno indirettamente dalla condotta illecita della società (soprattutto attraverso i meccanismi di retribuzione), mentre il costo dell'illecito nella maggior parte dei casi ricade sulla società (sul principal). Questa distorsione, come già evidenziato, rende difficile applicare la formula di Becker in modo “secco” in quanto il costo dell'illecito può ricadere sul soggetto che non trae beneficio dalla condotta illecita. Le corporation si vengono però a trovare in una posizione ottimale in quanto, essendo esposte al rischio di dover subire le conseguenze degli illeciti commessi possono (anzi sono) forzate ad incidere direttamente sul rendere l'illecito meno profittevole per l'agent attraverso modifiche interne che ribaltano i costi.

La strada da percorrere potrebbe essere quella delineata dagli Stati Uniti i quali, già da numerosi anni, si stanno interrogando sul ruolo delle corporation e sulla loro responsabilità penale, interponendole come *police maker* tra lo Stato e le persone fisiche che operano per esse³¹⁶.

detect and report wrongdoing and cooperate with the government's effort to identify and sanctions the individuals responsible for the crime. Firms will not engage in these activities unless they face tower expected sanctions if they detect, report, and cooperate than if they do not”.

³¹⁵ Per una ricognizione sulla responsabilità delle persone giuridiche si rimanda a: NIETO ADAN, “*Responsabilidad social, gobierno corporativo y autoregulacion: sus influencias en el derecho penal de la empresa*”, in *Polit. Crim.*, n. 5, 2008, pag. 1 ss; WELLS CELIA, “*Corporations and Criminal Responsibility*”, Oxford University Press, 2001; DE VERO GIANCARLO, “*La responsabilità penale delle persone giuridiche*”, in *Trattato di diritto penale*, vol. 4, Giuffrè, 2008.

³¹⁶ BUELL SAMUEL, “*Criminal procedure Within the Firm*”, in *Stan. L. Rev.*, 2007, pag. 1613 ss.

Un'Aatrice³¹⁷ molto attenta alla questione ha evidenziato che un sistema efficiente di deterrenza a livello di corporation dovrebbe poggiare su tre elementi: compliance, self reporting e collaborazione. Intendendo il primo come un sistema istituito per individuare e prevenire le condotte illecite; il secondo come il sistema che induce le corporation a riportare spontaneamente alle Autorità gli illeciti commessi e l'ultimo come un sistema di cooperazione tra la corporation e le Autorità, sia ex ante sia ex post (nell'ipotesi in cui la condotta illecita sia stata individuata dalle Autorità senza l'ausilio della società).

Un aumento dei costi di self deterrence produrrà così una riduzione dei crimini in quanto, aumentando le possibilità che la società individui i soggetti che commettono i crimini, gli stessi si aspettano di subire i costi degli illeciti che commettono e quindi dovrebbero astenersi dall'agire (in conseguenza dell'aumento di p_j). La società risulta incentivata ad operare in questo modo in quanto ridurrebbe così anche il rischio di una sua possibile responsabilità (e conseguenziali costi).

Dall'altro lato però un aumento della self deterrence aumenta anche le possibilità che il crimine venga individuato dalle autorità³¹⁸. Se i costi derivanti dall'aumento della possibilità di essere individuati dalle autorità eccedono i benefici derivanti dalla riduzione del numero dei crimini, la società non investirà in enforcement perché un aumento delle spese per l'enforcement provocherà un aumento della possibilità di essere individuati³¹⁹.

³¹⁷ ARLEN, *Failure, op.cit.*, pag. 341.

³¹⁸ ARLEN, *Perverse effect, op.cit.*, pag. 842.

³¹⁹ ARLEN, *Failure, op.cit.*, pag. 339, dove si osserva: "Optimal mitigation for compliance program adoption differs from optimal mitigation for self reporting because firms adopting an effective compliance program not only suffer a liability enhancement penalty but also may derive a deterrence benefit at the moment they make the investment decision (assuming the program reduces the expected number of violations). Nevertheless, if firms cannot quantify the deterrence benefit, and thus are likely to discount it in determining the cost and benefits of compliance, then mitigation will not reliably encourage effective

Essendo stato chiaramente introdotto il “*bastone*” (la criminalizzazione delle corporation), diventa quindi fondamentale l’introduzione della “*carota*”, al fine di creare il sistema di deterrenza privato sopra esposto.

Tale sistema di self deterrence non è integralmente sconosciuto negli ordinamenti comunitari, basti ricordare in Italia il d.lgs. 231/2001³²⁰, ma è notevolmente meno sviluppato rispetto agli Stati Uniti. Mentre i sistemi di compliance³²¹ sono noti e poggiano sostanzialmente su alcuni pilastri che dovrebbero disincentivare la commissione dei crimini:

- procedure che separano le funzioni o richiedono diversi livelli autorizzativi;
- aumento dei costi psicologici dell’agent per le condotte illecite³²²;
- interventi sulle procedure di retribuzione³²³.

quelli che mancano sono gli incentivi premiali.

Appare particolarmente utile illustrare l’esperienza della US Sentencing Commission, la quale ha adottato le Guidelines Governing Organizations (linee guida non vincolanti che disciplinano le modalità sanzionatorie nei confronti delle corporation). Le Guidelines prevedono³²⁴ una mitigazione delle pene pecuniarie per le corporation se queste hanno: adottato

compliance unless mitigation fully counteracts the increase in the probability of sanctions resulting from the firm’s adoption of an effective compliance program”.

³²⁰ Il quale prevede che se l’ente adotta un Modello Organizzativo idoneo a prevenire le condotte per cui è stato tratto a processo prima della dichiarazione di apertura del dibattimento, si possono non applicare le sanzioni interdittive.

³²¹ RICHMAN DANIEL, “*Prosecutors and their Agents, Agents and their Prosecutors*”, Colum. L.Rev., 2003, pag. 749 ss, il quale segnala che “*corporate compliance is a creature of federal criminal law*” (pag. 751-752). Per una ricognizione sulla natura dei sistemi di compliance vedasi BAER MIRIAM, “*Governing Corporate Compliance*”, Brooklyn Law School Research Paper n. 166, 2009.

³²² TAYLOR TOM & BLADER STEVEN, “*Can Business Effectively Regulate Employee Conduct? The Antecedent of Rule Following in Work Setting*”, in Academy Manag. Jour., 2005, pag. 1143 ss; CONELY JOHN & O’BARR WILLIAM, “*Crimes and Custom in Corporate Society: A Cultural Perspective on Corporate Misconduct*”, in Law Cont. Prob., 1997, pag. 5 ss; SHAVELL STEVEN, “*Law versus Morality as Regulators of Conduct*”, in Am. L. & Econ. Rev., 2002, pag. 227 ss.

³²³ Che dovrebbero avere lo scopo di limitare i comportamenti di hyperbolic discounting, sul punto SUNSTEIN CASS & THALER RICHARD, “*Libertarian Paternalismi Is Not an Oxymore*”, in U. Chi. L. Rev., 2003, pag. 1159 ss.

³²⁴ US Sentencing Commission Guidelines Manual, par. 8C2.5 (f)-(g).

programmi di compliance e hanno prontamente individuato le violazioni; se hanno riportato volontariamente le violazioni alle autorità, hanno cooperato con le autorità e hanno ammesso la responsabilità e, ex post, hanno ammesso la loro responsabilità e cooperato con l'autorità.

Le Guidelines si sono però rivelate affette da due vizi: da un lato, causa i meccanismi rigidi di calcolo della sanzione, non offrivano abbastanza incentivi alle società per cooperare con le autorità³²⁵ (soprattutto nei casi di illeciti commessi dai soggetti apicali, che sono anche i più difficili da individuare), dall'altro lato è stato affermato che le stesse non fossero vincolanti³²⁶ per i giudici federali. Questo ha portato il Dipartimento della Giustizia statunitense ad intervenire attraverso nuovi strumenti.

4.3.2 I DEFERRED PROSECUTION AGREEMENT E I NON PROSECUTION AGREEMENT

Nel 1999 Eric Holder, US Deputy Attorney General, emanò un memo³²⁷ con cui indicava ai prosecutors federali i criteri da utilizzare negli atti di accusa nei confronti delle corporation, ribadendo che l'esercizio dell'azione penale “[will] be a force for positive change of corporate culture, alter corporate behavior, and prevent, discover, and punish white collar crime”. A tale Memo seguì nel 2003 il Thompson Memo³²⁸, il quale per la prima volta affrontava la questione della cooperazione delle corporation. Difatti, mentre l'Holder Memo statuiva che: “*cooperation and voluntary disclosure could warrant granting a corporation immunity or amnesty*”, il Thompson Memo

³²⁵ ARLEN, *Failure, op.cit.*, pag. 326 e pag. 340 “*The excessively restrict the circumstances under which firms are eligible for mitigation. Second, firms that are eligible for mitigation obtain too little mitigation to encourage active efforts to detect, report and cooperate*”.

³²⁶ United States vs. Booker, 2005; per un commento FANCHINOTTI VITTORIO, “*U.S. vs. Booker: verso lo smantellamento del sentencing system federale?*”, in *Dir. pen. proc.*, 2005, pag. 903 ss.

³²⁷ Memorandum from Deputy Attorney General Eric Holder on Bringing Criminal Charges Against Corporations to All Component Heads and United State Attorneys, 1999 (conosciuto anche come Holder Memo).

³²⁸ Memorandum from Deputy Attorney General Larry Thompson on Principles of Federal Prosecutions of Business Organizations to Heads of Department Components and United State Attorneys, 2003 (conosciuto anche come Thompson Memo).

statuiva che: “*cooperation and voluntary disclosure could merit granting a corporation immunity or amnesty or pretrial diversion*”, chiaro segno del cambio di rotta verso meccanismi incentivanti e premiali per le corporation. Il Thompson Memo è stato lo spartiacque nei procedimenti contro le corporation: basti notare che nei nove anni precedenti al 2003 si erano registrati 13 DPA e NPA, mentre solamente nel 2003 e 2004 se ne sono registrati 26³²⁹ (fino a giungere al fatto che oggi giorno i NPA e DPA sono nettamente superiori ai plea agreements³³⁰).

Gli strumenti³³¹ scelti dai prosecutors per creare questo sistema premiale sono stati i Non Prosecution Agreement e i Deferred Prosecution Agreement³³². Il primo è un tipo di accordo³³³ con il quale il prosecutor decide di non perseguire la società mentre il secondo è l'accordo con il quale il prosecutor sospende l'esercizio dell'azione penale, concedendo un tempo alla società per adempiere a determinate prescrizioni³³⁴ (subordinato ad autorizzazione del giudice in quanto in quest'ultimo caso gli addebiti sono già stati formalizzati, ma senza che il giudicante possa statuire sul

³²⁹ GARRETT BRANDON & ASHLEY JON, “*Federal Organizational Prosecution Agreements*”, University of Virginia School of Law.

³³⁰ UHLMAN, *op.cit.*, pag. 1316 ed ancora ALEXANDER CINDY & COHEN MARK, “*The Evolution of Corporate Criminal Settlements: An Empirical Perspective On Non Prosecution, Deferred Prosecution, and Plea Agreements*”, in *Am. Crim. L. Rev.*, 2015, pag. 537 ss.

³³¹ Esempio classico del sistema “adversal” tipico degli Stati Uniti. In un contesto legale, il sistema adversal si riferisce alla forma di processo portata avanti davanti ad un giudice e ad una giuria (LYNCH GERARD, “*Our Administrative System of Criminal Justice*”, in *For. L. Rev.*, 1998, pag. 2117 ss), mentre nell'ambito regolamentare indica invece, in senso sociologico legale, la relazione tra regolatore e regolati, opposta alla collaborazione (KAGAN ROBERT, “*Adversial Legalism: The American Way of Law*”, 2001).

³³² RUGGIERO ANNA ROSA, “*Non Prosecution Agreements e criminalità d'impresa negli USA: il paradosso del liberalismo economico*”, in *Dir. pen. cont.*, 2014, la quale segnala come gli stessi nascano dall'esperienza della probation della juvenile delinquency (pag. 4).

³³³ GRIFFIN KERN LISA, “*Compelled Cooperation and the New Corporate Criminal Procedure*”, in *NYU L. Rev.*, 2007, pag. 321 ss, la quale li definisce “...can be, in essence, a form of probation for the corporation, typically lasting between approximately one and three years”.

³³⁴ RUGGIERO, *op.cit.*, pag.6.

merito dell'accordo³³⁵). Il fondamento di questi istituti è nella visione utilitaria e adversarial tipica della giustizia statunitense³³⁶.

Normalmente il loro contenuto prevede che la società ammetta la propria colpa, risarcisca il danno, paghi le sanzioni, si impegni a non violare la legge³³⁷ e introduca un programma di compliance interna (o modifichi/implementi quello esistente). I DPA possono persino giungere all'introduzione di un programma di monitoraggio³³⁸ il quale normalmente prevede la nomina di consulenti esterni che sottopongono ad un controllo costante la società, riportando alle Autorità che hanno concordato il DPA³³⁹ (per i tipi di DPA e NPA adottati in ambito criminale negli USA, vedasi la tabella che segue³⁴⁰)

Year	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Total	5	9	14	20	39	19	19	38
Publicity-held	4	8	10	15	27	13	16	33
<u>Mean</u>								
<u>DOJ</u>	<u>\$6</u>	<u>\$16</u>	<u>\$12</u>	<u>\$26</u>	<u>\$8</u>	<u>\$17</u>	<u>\$1</u>	<u>\$46</u>

³³⁵ La mancanza di un vero controllo giudiziale è stata fortemente criticata da GREENBLUM BENJAMIN, "What Happens To a Prosecution Deferred? Judicial Oversight of Corporate Deferred Prosecution Agreement", in Colum. L. Rev., 2005, pag. 1863 ss, ed ancora GOLUMBIC CURT & LCHY ALBERT, "The "Too big too Jail" effect and the Impact on the Justice Department's Corporate Charging Policy", in Hastings L. J., 2014, pag. 1293 ss. Si noti però come recentemente in un procedimento di fronte all'US District Court- Southern District, *Sec vs. Citigroup Global Market Inc*, 28 novembre 2011, il giudice federale distrettuale ha negato il DPA.

³³⁶ United State Attorneys Manual par. 9-22.010, nel quale si evidenzia che l'obiettivo primario del pretrial è "save prosecutive and judicial resources for concertation on major cases".

³³⁷ FINDER LAWRENCE, "Betting the Corporation: Compliance or Defiance?", in Corp. Couns. Rev., 2004.

³³⁸ GREENBLUM, *op.cit.*; O'HARE JENNIFER, "The Use of the Corporate Monitor in SEC Enforcement Actions", in Brook. J. Corp. Fin. & Com., 2006, pag. 89 ss. Per una approfondita analisi dei programmi di monitoraggio, FORD CRISTIE & HESS DAVID, "Can Corporate Monitorship Improve Corporate Compliance?", in J. Corp. L., 2009, pag. 1 ss.

³³⁹ CUNNINGHAM LAURENCE, "Deferred Prosecutions and Corporate Governance: An Integrated Approach to Investigation and Reform", in Florida L. Rev., 2014.

³⁴⁰ Tabelle elaborate da ARLEN, *Theory and Evidence, op.cit.*, pag. 153.

<u>Penalty</u>								
Mean								
Total monetary penalty	\$60	\$116	\$155	\$137	\$51	\$14	\$149	\$126
<u>Compliance</u>	<u>3</u>	<u>7</u>	<u>9</u>	<u>9</u>	<u>23</u>	<u>15</u>	<u>11</u>	<u>27</u>
<u>Program</u>	<u>(60%)</u>	<u>(80%)</u>	<u>(65%)</u>	<u>(45%)</u>	<u>(60%)</u>	<u>(80%)</u>	<u>(60%)</u>	<u>(70%)</u>
Monitor mandated	3 (60%)	6 (65%)	7 (50%)	6 (25%)	13 (35%)	2 (30%)	2 (10%)	11 (30%)

Merita di essere evidenziata una censura particolarmente rilevante mossa da diversi Autori³⁴¹ ai DPA. Ai contenuti sopra esposti spesso³⁴² nei DPA vengo aggiunti ulteriori obblighi, come ad esempio modifiche della corporate governance della società, modifiche del business o addirittura obblighi cd. sociali³⁴³. Si assiste così ad un pesante intervento dei prosecutors nella realtà aziendale senza che ne siano dotati delle competenze³⁴⁴. A fronte di questi obblighi così permeanti ci si domanda il perché le corporation vi facciano così tanto ricorso, la risposta è presto

³⁴¹ ARLEN JENNIFER & KAHAN MARCEL, “Corporate Governance Regulation Through Nonprosecution”, NYU Law School Law and Economics Working Paper, 2015 ed ancora RUGGIERO, *op.cit.* pag. 11; NANDA VED, “Corporate Criminal Liability in the United States: Is a New Approach Warranted” in Am. J. Comp. L., 2010, pag. 605 ss, la quale parla di “prosecutorial abuse”; ed ancora PAULSEN ERIK “Imposing Limits on Prosecutorial Discretion in Corporate Prosecution Agreement”, in NYU L. Rev., 2007, pag. 1434 ss.

³⁴² ARLEN JENNIFER, “Prosecuting Beyond the Rule of Law: Corporate Mandates Imposed Through Pretrial Diversion Agreement”, in New York University Public Law and Legal Theory Working Paper n. 510, 2015, pag. 11, la quale segnala come nel 2012, nel 51% di DPA sottoscritti dal DOJ negli USA, erano introdotti ulteriori obblighi (policing mandates).

³⁴³ Per una casistica vedasi ARLEN, *supra*, pag. 12, la quale elenca alcuni casi concreti: ad esempio nel DPA della CA Technologies Inc è stata imposta la nomina di tre amministratori indipendenti; nel DPA della Monsanto è stato imposto la nomina di un Committee per le JV; nel DPA della Merrill Lynch è stato imposto di creare un Committee di Senior Manager con competenza sulle transazioni; nei DPA della Bank of New York (2005) ed in quello della Deutsche Bank (2010) è stato imposto di aumentare il numero dei membri del Board.

³⁴⁴ ARLEN JENNIFER, “Removing Prosecutors from Boardroom: Limiting Prosecutorial Discretion to Impose Structural Reform”, in AAVV, “Prosecutors in the Boardroom: Using Criminal Law to Regulate Corporate Conduct”, NYU Press, 2011, pag. 66.

detta, trovandosi spesso sotto il “fuoco incrociato” dei prosecutors e delle varie autorità regolamentari³⁴⁵, le corporation preferiscono venire a “patti” con l’accusa che subire procedimenti. Questo pericolo di sfociare in ambiti che non sono dei prosecutors deve essere tenuto in attenta considerazione, generando attenzione negli studiosi.

Un aspetto particolarmente rilevante della disciplina statunitense (ed esemplificativo del ruolo che possono rivestire le corporation nel trasformarsi in strumenti di individuazione delle condotte delle persone fisiche) è il cd. *Evidentiary privilege* e cioè il privilegio che viene riconosciuto alle società che cooperano con i prosecutors e che prevede che un’informazione svelata dalla società può essere usata contro le persone fisiche ma non contro la società stessa in sede penale o civile.

4.3.3 WHISTLEBLOWERS

Come già anticipato nel paragrafo 2.4.5 il legislatore comunitario ha inviato i paesi UE ad istituire un sistema di whistleblower³⁴⁶ basato su due pilastri: un sistema di tutele per i segnalanti ed un meccanismo economico-premiale³⁴⁷. Questo strumento, se gli stati nazionali daranno corso alla sua attuazione (e anche come), costituirà un dispositivo particolarmente utile per aumentare la possibilità d’individuazione delle condotte illecite, senza generare costi per lo Stato.

³⁴⁵ RUGGIERO, *op.cit.*, pag. 15. Si noti infatti come negli Stati Uniti non venga accolta l’interpretazione della Corte EDU di materia penale e quindi il *ne bis in idem* opera solo nei casi in cui la sanzione è qualificata dalla legge come penale (non viene così a sussistere un *ne bis in idem* tra sanzioni penali formali e amministrative formali) sul punto nella giurisprudenza *Hudson vs US*, 1997, in dottrina MARTIN BOSE, “*The consecutive application of different types of sanctions and the principle of ne bis in idem: the EU and the US on different tracks?*”, atti del convegno “*Challenge in the field of economic and financial crime in Europe*”, Luxemburg 1-3 dicembre 2014.

³⁴⁶ Per un’ampia ed approfondita letteratura sui whistleblower, si rimanda a AMATO GIOVANNA, “*Profili penalistici del whistleblowing: una lettura comparatistica dei possibili strumenti di prevenzione della corruzione*”, in Riv. trim. dir. pen. econ., n. 3-4, 2014, pag. 549 ss.

³⁴⁷ Per una prima analisi: FLEISCHER HOLGER & SCHMOLKE KLAUS, “*Financial Incentive for Whistleblowers in european Capital Markets law? Legal Policy Considerations on the Reform of the market Abuse Regime*”, in ECGI Law Working Paper n. 189/2012.

La segnalazione volontaria è un sistema nato negli Stati Uniti³⁴⁸ (dove ha avuto una rapida evoluzione ed incentivazione), usato per aumentare l'individuare dei corporate crime³⁴⁹. Normalmente il segnalante opera per tre tipi di ragioni³⁵⁰: a) etiche o morali³⁵¹, b) altruismo economico³⁵² e c) vendetta³⁵³.

La vera novità della nuova legislazione comunitaria non è tanto il primo pilastro (il sistema di tutele), in quanto era già conosciuto da alcuni ordinamenti comunitari³⁵⁴, ma è il secondo pilastro (il meccanismo premiale), il quale è un sistema sconosciuto a livello UE per il quale ci si è ispirati agli Stati Uniti.

La SEC difatti si è dotata di un apposito ufficio competente a gestire le segnalazioni dei whistleblower, creato in forza della Dodd-Frank³⁵⁵.

³⁴⁸ Inizialmente basato su un meccanismo di tutele per i soggetti che segnalavano le condotte illecite, si è poi evoluto inglobando un meccanismo premiale per i soggetti segnalanti. Per un'analisi economica: HEYES ANTHONY & KAPUR SANDEEP, "An Economic Model of Whistle-Blower Policy", in L. Eco. & Org., 2998, pag. 1557 ss.

³⁴⁹ *United States v. Marino*, 2nd Federal Circuit, 2011, opinion of Judge Winter "Whistleblower tips are among the most effective means of revealing financial frauds and accounting scandals".

³⁵⁰ HEYES & KAPUR, *op.cit.*, pag. 1564.

³⁵¹ ALFORD FRED, "Whistleblowers: Broken Lives and Organizational Power", Cornell University Press, 2001, pag. 90 il quale evidenzia che: "whistleblowers disclose because they dread living with a corrupted self more than they dread the other outcomes".

³⁵² Quella che viene definita la welfarist motivation o other regrading behaviour, sostanzialmente l'utilità che viene ricavata dai terzi può avere ricadute sull'utilità del segnalante, sostenuta da ANDREONI JAMES, "Impure Altruism and Donations to Public Goods: A Theory of Warm Glow Giving?", in Econ. Jour., 1990, pag. 464 ss.

³⁵³ Quella che viene definita come "punishment motivated" o "hysterical malcontent".

³⁵⁴ Si noti l'esperienza del Regno Unito, nel quale l'FSA poteva attivare le sue indagini anche su segnalazione di un cd. "informatore". Al fine di favorire questa pratica il Regno Unito ha adottato il Public Interest Disclosure Act 1998 (PIDA) che tutela gli informatori dai licenziamenti o da eventuali pratiche discriminatorie, inoltre è stato istituito un apposito ente non governativo per tutelarli, il Public Concern at Work. La FSA ha inoltre creato un apposita unità, la Whistleblower Unit, per ricevere le notizie dagli "informatori" e ha anche adottato delle linee guida per gestire al meglio i rapporti con gli stessi. L'elemento fondamentale della disciplina è una garanzia di assoluta riservatezza sia sull'identità dell'informatore che sul contenuto della segnalazione. Per un'analisi: GOBERT JAMES & PUNCH MAURICE, "Whistleblowers, the Public Interest, and the Public Interest Disclosure Act 1998", in Modern L. Rev., 2000, pag. 25 ss.

³⁵⁵ BLOUNT JUSTIN & MARKEL SPENCER, "The End of the Internal Compliance World as We Know It, or an Enhancement of the Effectiveness of Securities Law Enforcement? Bounty Hunting Under the Dodd-Frank Act's Whistleblower Provisions", Ford. J. Corp.

Quest'ultima riforma ha inserito nel Securities Exchanges Act una disposizione specifica che autorizza la SEC ad erogare un premio pecuniario a chi volontariamente segnala condotte illecite che portano all'applicazione con successo di una sanzione pecuniaria superiore al milione di dollari. L'ammontare del premio è incluso in una forbice tra il 10% ed il 30% della sanzione erogata³⁵⁶.

I due meccanismi operano, dal punto di vista economico-comportamentale, in modo diverso nei confronti del soggetto segnalante³⁵⁷. Il primo (le tutele) serve per scongiurare la paura nel soggetto segnalante degli impatti derivanti dalla segnalazione sul proprio futuro professionale (ad esempio la recriminazione da parte dei colleghi, il licenziamento). Il secondo (l'incentivo) opera come spinta sul lato economico del segnalante, il quale valuta i costi/benefici delle segnalazione e decide se agire (agisce come soggetto razionale, similmente al criminale).

Mentre sul primo punto non vi sono contestazioni, l'uso degli incentivi è stato oggetto di diversi studi³⁵⁸ in quanto, vi è chi sostiene che possano generare costi maggiori per la società rispetto ai benefici, soprattutto a causa degli abusi del sistema³⁵⁹ derivanti dall'effetto dell'incentivo sul comportamento umano. Viene infatti segnalato³⁶⁰ che se da un lato gli

Fin. L., vol. XVII, 2012; ed ancora KEISER MATTHEW & ROSENFELD SIONNE, *"Whistleblower Incentives and Protections in the Financial Reform Act"*, in Bank. L. Jour., 2010, pag. 779 ss.

³⁵⁶ SEC Annual Report to Congress on the Dodd Frank Whistleblower Program 2014, nel quale si può leggere che nel corso del 2014, la SEC ha ricevuto 3620 segnalazioni da whistleblower, di cui 563 per manipolazione del mercato,

³⁵⁷ ALFORD FRED, *op.cit.*, pag.52

³⁵⁸ HOWSE ROBERT & DANIELS ROBERT, *"Rewarding Whistleblowers: The Cost and Benefits of an Incentive-Based Compliance Strategy"*, in DANIELS-MORCK, (a cura di), *"Corporate decision making in Canada"*, University of Calgary Press, 1995, i quali evidenziano che *"First, in contrast to external public monitors, private actors within the corporation can gain access to real time, on the spot information with fewer additional sources"* (pag. 525).

³⁵⁹ MACEY JONATHAN, *"Getting the World out about Fraud: A Theoretical Analysis of whistleblowing and Insider Trading"*, in Mich. L. Rev., 2007, pag. 1899 ss, il quale segnala che *"Disgruntled employees are more likely to engage in whistleblowing than other employees, and revenge is often a common feature in whistleblower case"*.

³⁶⁰ FLEISCHER & SCHMOLKE, *op.cit.*, pag. 8-10.

incentivi possono distruggere le motivazioni intrinseche che portano a segnalare le condotte illecite (nelle *behaviour economic* viene definito “*crowding effect*”³⁶¹), dall’altro lato possono incentivare i comportamenti opportunistici (la cd *lottery mentality*) creando così la figura dei whistleblower predatori³⁶². Alcuni studi³⁶³ dimostrano che questi effetti negativi sono facilmente eliminabili attraverso diversi sistemi come ad esempio la richiesta di sottoscrizione di un affidavit per garantire che le informazioni sono veritiere.

Il sistema dei whistleblower appare essere un meccanismo fondamentale per poter individuare le condotte illecite³⁶⁴, anche se non è detto che l’introduzione del meccanismo premiale generi in automatico l’aumento delle segnalazioni³⁶⁵. Quello che è certo però è che il meccanismo premiale costituisce un sistema a costo nullo per lo Stato in quanto si ottiene un aumento delle possibilità d’individuazione senza ottenere costi aggiuntivi, in quanto il whistleblower viene retribuito unicamente in caso di irrogazione di sanzioni.

4.3.4 LA DETECTION PUBBLICA

La detection privata costituisce un fattore fondamentale per aumentare il fattore p_j (possibilità d’individuazione) al quale il legislatore UE ha prestato attenzione (non troppa a dir la verità) ma questo non deve significare un

³⁶¹ FREY BRUNO, “*Not Just for the Money: An Economic Theory of Personal Motivation*”, Elgar Cheltenham, 1997, pag. 4 il quale sostiene che: “*A group of social psychologist have identified that under particular conditions monetary (external) rewards undermine intrinsic motivation*”; sullo stesso punto FEHR ERNEST & FALK ARMIN, “*Psychological Foundations of Incentives*”, in *Eur. Eco. Rev.*, 2002, pag. 687 ss.

³⁶² HOWSE & DANIELS, *op.cit.*, pag. 526-527.

³⁶³ FLEISCHER & SCHMOLKE, *op.cit.*, pag. 11.

³⁶⁴ US Congress, Senate Report n. 111-176, nel quale è stato evidenziato che nel 2010, il 51,4% degli illeciti commessi sul mercato sono stati individuati attraverso segnalazioni dei whistleblower, rispetto al 4,1% di illeciti individuati direttamente dalla SEC.

³⁶⁵ FRIEDMAN LAWRENCE, “*Coming of Age: Law and Society Enters an Exclusive Club*”, *Annual Review of Law & Social Science*, 2005, pag. 1 ss (pag. 14). HEYES & KAPUR, *op.cit.*, pag. 158, il quali fanno notare che il funzionamento dei programmi di whistleblower dipende anche dalla reattività delle Autorità di vigilanza.

abbandono della detection pubblica (anche se, come abbiamo visto, la detection privata, soprattutto per mezzo del sistema dei whistleblower, appare la più efficiente dal punto di vista dei costi). Difatti solo attraverso l'unione di un meccanismo privato e di un meccanismo pubblico si ottiene la massa critica per portare il fattore p_j a livello alto e far funzionare così il modello ottimale.

La detection pubblica a livello UE appare fornita di tutti gli strumenti necessari, quello che le manca sono gli investimenti, tant'è che la stessa viene catalogata come una giurisdizione a basso enforcement.

A tale affermazione viene in soccorso un fondamentale studio di un Autore statunitense³⁶⁶ il quale sostiene che, per misurare l'enforcement effettivo di una giurisdizione, non serve la verifica della *law on the book*³⁶⁷ (quindi una verifica formale dello status e dei poteri dei regolatori) ma serve una verifica in concreto delle attività svolte (a livello di input: il budget a disposizione, il personale impiegato; a livello di output: quanti casi sono stati perseguiti). Solo attraverso questa verifica empirica si può stabilire se si tratta di una giurisdizione a basso o alto enforcement.

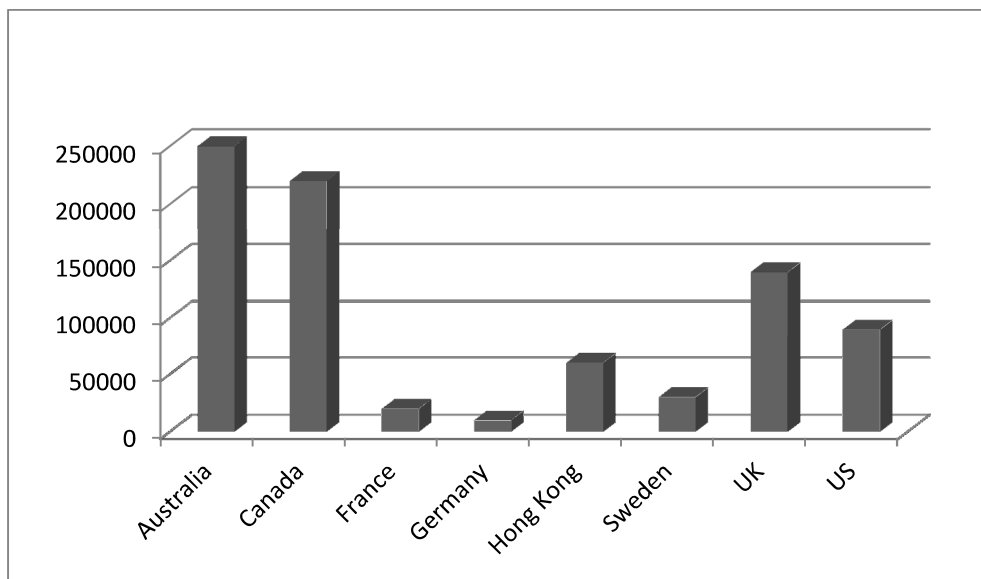
Coffee è giunto a questi risultati in uno studio finalizzato a comprendere il perché il mercato statunitense fosse maggiormente attrattivo per i capitali esteri rispetto ad altri. Oltre a fattori come la maggiore presenza di capitali, un fattore che è risultato determinante è che il mercato finanziario USA è una giurisdizione ad alto enforcement in quanto le Autorità prevedono elevati livelli di disclosure e sono dotate di forti poteri d'intervento e di budget elevati (nonché affiancate da un forte enforcement privato). Il

³⁶⁶ COFFEE JOHN JR, "A theory of Corporate Scandals; Why US and Europe Differ", The center for Law and Economics Studies, Working Paper 274, 2005.

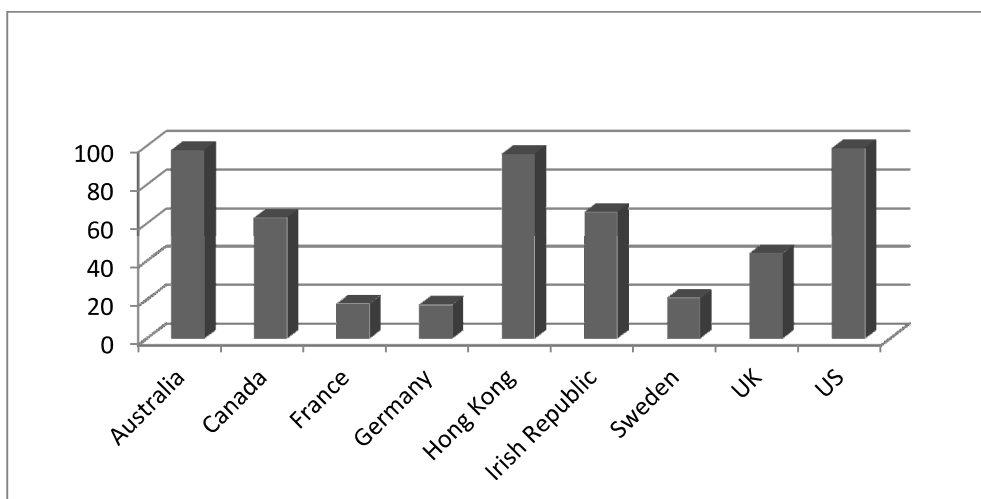
³⁶⁷ LAPORTA RAPAHAEEL, LOPEZ-DE-SILANES FLORENCIO, SHLEIFER ANDREI & VISHNY ROBERT, "What works in Securities Laws?", in J. Fin, 2006, pag. 1 ss, sono criticati da Coffee perché, nel valutare i fattori necessari per un regolare funzionamento dei mercati, parlano di efficienza del sistema legale e della rule of law, ma non dimostrano attenzione agli input/output del sistema di enforcement. Tant'è che Coffee fa notare che il risultato è che l'indice elaborato in base alla law on the books da LLSV, non collima poi con l'indice dei mercati più competitivi.

sistema statunitense, sommando tutti questi fattori, raggiunge un elevato livello di enforcement che attira le società straniere in quanto permette di ridurre gli agency cost (teoria denominata “*bonding hypothesis*”). Questo studio comparava anche i livelli di enforcement con alcuni stati della UE, giungendo ad evidenziare i profondi dislivelli esistenti. Si notino qui di seguito le tabelle elaborate nel corso di uno studio statunitense³⁶⁸:

Risorse in proporzione alle dimensioni del mercato

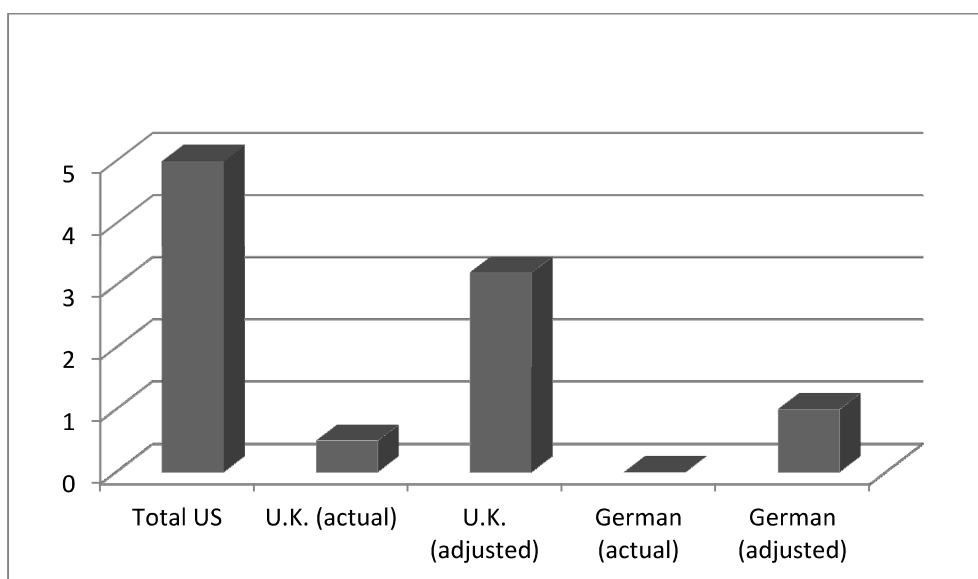


Numero di dipendenti delle Autorità per milione di abitanti



³⁶⁸ Tabelle elaborate da HOWELL JACKSON, “*Variation in intensity of Financial Regulation: preliminary evidence and potential implications*”, in *Yale J. Reg.*, 2007, pag. 101 ss.

Numero di procedimenti (con correzione in proporzione al mercato)



Risulta particolarmente evidente come le autorità di due dei più importanti paesi UE (Francia e Germania) siano notevolmente sottodimensionate rispetto non solo agli Stati Uniti ma anche al Regno Unito (il quale a sua volta presenta già grandi disparità con gli USA, basti solo osservare che nel periodo tra il 2004/2005 e 2007/2008 la percentuale di budget dedicata all'enforcement della FSA era tra il 12,5 e 13,15%, mentre la percentuale di budget della SEC era tra il 37,8 e il 41%) .

Coffee ha indagato il perché di questo dislivello di enforcement, in quanto ad una prima lettura appare inspiegabile considerato che il livello di benessere dei vari paesi oggetto di confronto è sostanzialmente identico ed è giunto alla conclusione³⁶⁹ che lo stesso derivi dagli assetti proprietari delle società³⁷⁰.

Difatti, la proprietà dispersa (tipica degli USA e UK) incide sulla corporate governance e richiede un maggiore enforcement pubblico (soprattutto per

³⁶⁹ COFFEE, *Corporate scandals, op.cit.*, pag. 60.

³⁷⁰ Ovvio che ciò non significa che c'è meno criminalità economica in Europa, il fatto è che si manifesta in forme diverse e, quindi, anche il ruolo delle Autorità è diverso.

una maggiore presenza dell'agency cost³⁷¹), mentre il mercato europeo (ma non solo) è caratterizzato maggiormente da proprietà concentrate o rappresentate da investitori istituzionali³⁷² (anche se il divario si stà in realtà restringendo).

Se ci limitassimo ad una comparazione delle Autorità a livello di law on the books, non emergerebbero grosse differenze tra le due sponde dell'atlantico, soprattutto alla luce degli poteri nuovamente rafforzati in materia di abusi di mercato dopo l'introduzione del MAR. Se però si va oltre, come suggerito da Coffee, si notano tutte le differenze.

4.4 CONCLUSIONI

Come abbiamo visto nel presente capitolo, il legislatore comunitario è intervenuto sia sul fattore f_j che sul fattore p_j .

Per quanto attiene al fattore della sanzione, l'indirizzo imposto dal legislatore UE è stato quello di preferire la sanzione penale (in senso proprio) stabilendo una misura minima del massimo della pena detentiva. Come già fatto osservare, la scelta appare corretta alla luce del fatto che il modello economico ideale è: sanzione detentiva bassa/possibilità d'individuazione alta. La mancata individuazione della sanzione massima potrebbe però pregiudicare la creazione di un modello ottimale a livello

³⁷¹ COFFEE JOHN JR. & BERLE ADOLF, "The Future as History: the Prospects for Global Convergence in Corporate Governance and Its Implications", Working Paper n. 144, Center for Law and Economics Studies, Columbia School of Law, 1999, pag. 5, i quali fanno notare che "The Anglo-American pattern of dispersed ownership was clearly inferior to the bankcentered capital markets of Germany and Japan, because the latter enabled corporate executives to manage for the long run (while US managers were allegedly forced to maximize short term earnings)". Sullo stesso punto PORTER MICHAEL, "Capital Disadvantage: America's Failing Capital Investment System", in Harv. Bus. Rev., 1992, pag. 71 ss.

³⁷² KIRCMAIER TOM & GRANT JEREMY, "Corporate Ownership Structure and Performance in Europe", in CEP Discussion Paper n. 631, 2004. Per una ricognizione a livello globale della struttura proprietaria delle società vedasi: LAPORTA RAPHAEL, LOPEZ-DE-SILANES FLORENCIO & SHLEIFER ANDREI, "Corporate Ownership Around the World", in J. Fin. 1998, pag. 471 ss; per gli effetti della composizione proprietaria sul comportamento degli azionisti vedasi BLACK BERNARD & COFFEE JOHN, "Hail Britannia? Institutional Investor Behaviour Under Limited Regulation", in Mich. L. Rev., 1994, pag. 1997 ss.

comunitario in quanto i singoli stati, liberi di elevare le sanzioni a propria discrezione, potrebbero alterare il funzionamento del modello (come visto nel terzo capitolo, dove sono stati illustrati gli effetti negativi delle sanzioni detentive troppo lunghe). Corretta è stata anche l'individuazione di una responsabilità delle persone giuridiche, se letta però alla luce dell'obiettivo di far diventare le corporation police maker tra lo Stato e le persone fisiche, non dovendosi limitare a considerarle un mero ed autonomo nuovo centro d'imputazione. Su questo punto, che genera il fatto che la sanzione per le corporation diventa in realtà uno strumento per aumentare p_j , la situazione non appare però del tutto rosea.

Il legislatore UE non si è spinto (o non si è potuto spingere) ad introdurre meccanismi premiali idonei ad ottenere nel calcolo razionale delle corporation un atteggiamento collaborativo. L'adozione degli stessi a livello comunitario avrebbero garantito un'uniformità di azione tra tutti gli ordinamenti nazionali. L'aver lasciato ai singoli ordinamenti, profondamente diversi per tradizioni e principi giuridici in questo settore, l'intervento sul punto (sempre se l'intervento mai avverrà) potrebbe non produrre l'effetto voluto di trasformare le corporation in police maker tra Stato e persone fisiche, indebolendo così la possibilità di giungere a quel livello ottimale di possibilità d'individuazione³⁷³.

³⁷³ Si noti ad esempio come il Regno Unito si sia orientato in completa autonomia verso un sistema sostanzialmente analogo a quello USA, soprattutto a seguito delle modifiche intervenute con la Schedule 17, al Crime and Courts Act 2013. A seguito di tale modifica, il CPS ed il SFO hanno adottato un Code of Practice congiunto per l'applicazione dei DPA. Per un primo comment WEEKES MARK, "*Deferred prosecutions agreements: a practical consideration*", in Crim. L. Rev. 2014, pag. 416 ss e WELLS CELIA, "*Corporate Failure to Prevent Economic Crime*", in Bus. L. Rev., 2015; per una ricostruzione storica dell'importazione in UK delle procedure statunitensi: DJILIANI JESSICA, "*The British Importation of American Corporate Compliance*", in Brook. L. Rev. vol. 76, 2010, pag. 303 ss. La strada dell'utilizzo di procedure adversial in sede "amministrativa" era stata percorsa anche dall'FSA, la quale prevedeva una procedura di patteggiamento (DEPP 5.1) la quale si svolgeva tra l'Enforcement Division e l'accusato. Al fine di incentivarne l'utilizzo era stato previsto un sistema di riduzione della sanzione pecuniaria, basato sullo stadio della procedura in cui l'incolpato accetta la sanzione: Stage 1 (early settlement stage): 30% Stage 3 (prima dell'emanazione della Decision Notice): 10%. A seguito di una riforma, alla FSA, nel caso di indagini sui reati di market abuse, era stato altresì attribuito il

Per quanto attiene alla possibilità d'individuazione (p_j) delle condotte illecite, nell'ottica del legislatore UE l'aumento della detection così come sopra descritta dovrebbe derivare dai meccanismi obbligatorio di creazione di un sistema interno di prevenzione/segnalazione delle condotte manipolative e dall'introduzione di un sistema di whistleblower. Per quanto attiene a quest'ultima soluzione però il legislatore UE consiglia ma non impone l'introduzione del meccanismo premiale, si dovrà pertanto verificare la risposta dei singoli stati nazionali in quanto la sola introduzione del sistema di tutela dei whistleblower senza il meccanismo premiale potrebbe non generare i risultati che ci si attendono in tema di aumento delle possibilità d'individuazione delle condotte illecite.

In egual modo sono stati ribaditi e rafforzati nuovamente i poteri delle Autorità di Vigilanza, ma se si va oltre le verifiche della *law on the book*, il sistema di enforcement pubblico appare ancora sottodimensionato.

Se consideriamo pertanto che gli stati nazionali potrebbero introdurre (o confermare) sanzioni detentive di durata molto differente (ed anche molto lunghe, si noti il caso dell'Italia), il fatto che la disciplina dei whistleblower è facoltativa, che l'introduzione di meccanismi premiali per le corporation è ben lontana dall'essere realizzata (e potrebbe trovare applicazioni difformi) e che il sistema di enforcement pubblico è evidentemente sottodimensionato, sembra che la situazione attuale sia ben lontana dal riuscire a raggiungere il livello ottimale del modello bassa sanzione detentiva/alta possibilità d'individuazione.

potere di garantire l'immunità agli indagati che decidevano di collaborare e di testimoniare (Coroners and Justice Bill 2009, il quale ha riformato il Serious Organised Crime and Police Act 200). Per un commento sull'approccio della FSA: CONCEICAO CARLOS, "The FSA's approach to taking action against market abuse", in *Comp. Law.*, 28 (2), 2007, pag.43 ss. Mentre ad esempio l'Italia conosce la possibilità (prevista dal d.lgs. 231/2001) di non applicare le sanzioni interdittive in caso di adozione di un Modello di Organizzazione idoneo a prevenire le condotte per cui l'ente è tratto a giudizio (se l'azione avviene prima dell'apertura del dibattimento), ma è ben lontana dal poter introdurre meccanismi premiali come l'immunità (stante il nostro principio di obbligatorietà dell'azione penale).

CONCLUSIONI

Il presente lavoro ha cercato di accogliere la sfida lanciata da Alessandri, il quale ha invitato i penalisti ad integrare i propri studi con quelli economici al fine di studiare sotto una nuova luce (quella economica) le scelte d'incriminazione e di enforcement compiute dal legislatore. Il settore al quale si è scelto di applicare tale sfida è stato quello della manipolazione del mercato, la quale rappresenta la punta più avanzata degli illeciti sui mercati finanziari.

Come visto nel primo capitolo il mercato rappresenta il metodo più efficiente per allocare risorse. La manipolazione del mercato costituisce però un market failure in quanto rappresenta un bypassare delle regole del mercato da parte del criminale. La presenza di questo fallimento del mercato, così come indicato da Coase, non richiede necessariamente una regolamentazione pubblica in quanto il mercato potrebbe anche essere in grado di auto-correggersi. Escludendo la tesi provocatoria di Fischel&Ross, i quali chiedono la deregolamentazione della manipolazione, gli studi empirici condotti da Pirrong sui mercati statunitensi hanno però dimostrato che una regolamentazione pubblica del fenomeno è necessaria, in quanto si è evidenziato che a seguito dell'introduzione delle normative di settore, gli episodi manipolativi diminuivano.

Tale necessità di regolamentazione è stata fatta propria dal legislatore comunitario il quale prima con la MAD e poi con il MAR e la MAD2, è intervenuto legiferando sul fenomeno. Come abbiamo potuto vedere nel secondo capitolo, la novità principale è stata l'adozione della MAD2, la quale ha rappresentato il primo esercizio da parte dell'Unione Europea dei nuovi poteri in materia penale attribuiti a seguito del Trattato di Lisbona (in

specifico la competenza penale accessoria). L'esercizio dei nuovi poteri proprio nell'ambito degli abusi di mercato è il segno che tali condotte sono sempre più al centro dell'attenzione delle Autorità pubbliche. Il legislatore comunitario appare essere passato da un sistema a doppio binario ad un sistema di progressione della punizione, con una forte preferenza per l'utilizzo della sanzione penale, che è obbligatoria nei casi di condotte gravi e commesse con dolo.

Non vengono qui nascosti alcuni difetti della nuova disciplina già evidenziati nell'ambito del secondo capitolo, in particolare modo meritando di essere ricordati:

- L'aver esteso l'ambito di applicazione delle politiche di gestione del debito anche alle società veicolo, senza specificare la natura delle stesse (private, miste, pubbliche) potrebbe dare luogo ad un'eccessiva dilatazione dell'area di impunità;
- La mancata disciplina dei criteri di coordinamento tra le procedure sanzionatorie che attengono a condotte manipolative transnazionali (come nel caso Fortis), potrebbe provocare l'effetto che l'esercizio dei poteri da parte di un'Autorità nazionale (sia essa giudiziaria o regolamentare) possa impedire l'esercizio degli stessi poteri ad altre Autorità, dando così luogo ad un *ne bis in idem* transnazionale (principio che deve essere riconosciuto), potendo così generare un forum shopping;
- L'aver lasciato la possibilità ai singoli stati di introdurre un meccanismo premiale per i whistleblower, potrebbe portare ad avere diversi livelli di deterrenza privata nei singoli stati;
- La non applicazione della MAD2 al Regno Unito esclude il mercato finanziario più importante d'Europa (se non forse del mondo) dall'ambito d'applicazione della direttiva con gli effetti facilmente immaginabili.

Assunto pertanto che la manipolazione è un fenomeno illecito che deve essere oggetto di regolamentazione ed illustrata la stessa così come adottata dal legislatore UE, si è proseguito in quello che è il vero fulcro della ricerca e cioè se la regolamentazione posta in essere dal legislatore UE, letta alla luce dei modelli economici del crimine, sia la regolamentazione più efficiente ed efficace nel prevenire le condotte illecite.

A tal fine nel terzo capitolo sono stati illustrati gli Economic Model of Crime delle persone fisiche e giuridiche, partendo dalla fondamentale formula di Becker la quale, inserita nell'alveo della *rational choice theory*, illustra come il criminale sia un soggetto razionale che prima di agire compie un'analisi costi/benefici e che pone in essere la condotta illecita quando i guadagni che ottiene sono superiori al costo, il quale è il risultato della sanzione (f_j) moltiplicata per la possibilità d'individuazione (p_j). Si è altresì evidenziato che alla formula di Becker devono essere applicati i correttivi individuati dalla *behaviour economics*, creando così un modello non standard.

Lo studio dei modelli economici ha portato al risultato che il modello ideale per le persone fisiche è quello basato su bassa sanzione detentiva/alta probabilità d'individuazione; mentre il modello delle persone giuridiche necessariamente deve basarsi sulla sanzione monetaria. Il modello delle persone giuridiche è stato illustrato in quanto il vero scopo della criminalizzazione delle corporation dovrebbe essere quello non di creare nuovi centri d'imputazione finì a se stessi, ma quello di indurre le persone giuridiche a trasformarsi in police maker posti tra lo Stato e le persone fisiche al fine di aumentare il fattore (p_j) nell'EMC delle persone fisiche. Si ricordi che alla fine di tutto, le persone giuridiche operano sempre e comunque attraverso le persone fisiche.

Individuato il modello economico standard del soggetto criminale, si è proceduto nel quarto capitolo a verificare se la regolamentazione posta in essere dal legislatore UE interviene correttamente sul modello, così da porre in essere un sistema efficiente ed efficace.

Come abbiamo visto, la risposta fornita è fatta di luci ed ombre. Da un lato il legislatore UE è intervenuto sul fattore (f_j), dando preferenza alla sanzione criminale, dall'altro lato è intervenuto sul fattore (p_j), rafforzando nuovamente i poteri delle autorità di vigilanza e ribadendo l'obbligo di introdurre meccanismi privati d'individuazione e prevenzione delle condotte illecite.

Le ombre però portano ad affermare che l'UE non può ancora essere definita una giurisdizione ad alto livello di enforcement (se abbandoniamo il sistema di valutazione in base alla mera *law on the books* così come suggerito da Coffee). Difatti le risorse attribuite all'enforcement pubblico, se paragonate a quelle degli Stati Uniti, sono ancora insufficienti (come dimostrato dallo studio di Howell) e l'enforcement privato appare ancora troppo frammentato per costituire una massa critica in grado di compensare il basso enforcement pubblico. La strada percorsa dal legislatore comunitario sembra essersi fermata a metà del guado. Difatti come dimostrato dall'ampia dottrina statunitense citata nel quarto capitolo (Baer, Arlen, Garret) le corporation possono essere il vero centro della deterrenza per aumentare il fattore (p_j) dell'EMC. Tale meccanismo opera correttamente in base al principio dello "*stick and carrot*", cioè se il legislatore da un lato prevede la responsabilità delle persone giuridiche (cosa che ha fatto) e dall'altro lato prevede meccanismi premiali per la persona giuridica, che favoriscano la collaborazione e soprattutto il self reporting. L'introduzione di questi incentivi, come abbiamo visto dall'esperienza statunitense, può generare impatti positivi nell'aumento

della deterrenza se non fosse che, causa le diverse tradizioni degli ordinamenti nazionali, il legislatore europeo non si è potuto spingere troppo in là. In modo analogo è avvenuto per l'introduzione del meccanismo premiale per i whistleblower, che è stata lasciata ai singoli ordinamenti.

La previsione unicamente di un minimo della pena massima (senza poter introdurre anche un limite al massimo della pena) e l'aver lasciato agli stati nazionali la disciplina di alcuni aspetti della deterrenza privata, rischia seriamente di alterare il corretto funzionamento del modello ottimale di prevenzione dell'illecito criminale così come individuato. Difatti gli ampi margini lasciati agli stati nazionali rischiano di creare tanti modelli d'intervento ben lontani da quello ottimale (si noti ad esempio come l'Italia operi con un modello di alta sanzione detentiva/bassa probabilità d'individuazione, che è considerato il meno efficiente dalla dottrina economica³⁷⁴).

Questa frammentazione dei modelli, unita al fatto che il legislatore UE ha sì indicato nell'ESMA un organo di coordinamento dell'intervento repressivo, ma senza fissare criteri predeterminati di competenza e giurisdizione, potrebbe esacerbare la situazione. Si potrebbe infatti verificare un forum shopping da parte dei soggetti criminali, i quali si potrebbero spostare verso quelle giurisdizioni a bassa probabilità d'individuazione.

La strada da percorrere al fine di ribaltare quanto affermato da Markam e poter così finalmente giungere a dire che "*manipulation is not more an unprosecutable crime*", è sicuramente quella di più Europa.

³⁷⁴ Come fa notare BUCY PAMELA, "*Why Do They Do It?: The Motive, Mores, and Character of White Collar Criminals*", in St. John's L. Rev., 2008, pag. 401 ss, non è il sistema ottimale in quanto la deterrenza di elevate sanzioni ha un impatto basso se le possibilità di essere individuati sono basse.

Serve un'ulteriore evoluzione del diritto europeo, anche penale. L'ESMA dovrà necessariamente diventare un'autorità dotata di propri poteri sanzionatori³⁷⁵, permettendo così a un'unica Autorità d'intervenire sulle condotte paneuropee (rimuovendo così il pericolo di un ne bis in idem); per permettere all'ESMA l'esercizio di tale potere, le dovrà essere garantito l'accesso ai dati di sorveglianza di tutti i diversi mercati³⁷⁶. Più problematico appare invece riuscire ad introdurre un comune livello di sanzioni massime nonché i meccanismi premiali per le corporation, in quanto il legislatore si verrebbe a scontrare con i principi degli ordinamenti nazionali (ad esempio in Italia, dove vige l'obbligatorietà dell'azione penale, un DPA che garantisse l'immunità sarebbe irrealizzabile). Per tale motivo solo la creazione di un vero diritto penale europeo permetterebbe di adottare un modello ottimale di prevenzione a livello UE.

La risposta, come fa notare Amati, dovrà altresì passare necessariamente anche attraverso *“un contesto di riforme di carattere generale in quanto le norme sulla manipolazione, non sono monadi, ma sono intrecciate con il sistema complessivo di vigilanza e regolamentazione dei mercati finanziari”*³⁷⁷. Tra le varie riforme sicuramente necessarie vi dovrà essere un intervento sulle policy retributive in quanto, come abbiamo potuto vedere, la continua progressione verso forme di remunerazione connesse principalmente

³⁷⁵ VABRES, *op.cit.*, pag. 2. Si noti che tale soluzione non risulterebbe sconosciuta all'ordinamento europeo in quanto in tema di concorrenza già si opera similmente.

³⁷⁶ AUSTIN JANET, *“Protecting Market Integrity in an Era of Fragmentation and Cross Border Trading”*, in Ottawa L. Rev., 25, 2014, pag. 25 ss, la quale a pag. 40 riporta l'intervento di Rick Ketchum, *“Testimony before the Subcommittee on Securities, Insurance and Investment Committee on banking, Housing and Urban Affairs”*, United States Senate, 20 may 2010, il quale ha affermato che: *“A generation ago, the vast majority of activity occurred on the equity market that listed the security. Today, orders are routed to some 50 competing platforms. This complex environment creates opportunities for traders seeking unfair advantage to manipulate markets. How? By exploiting inconsistencies or gaps created when the responsibility of regulatory oversight is divided. Regulatory gaps [...make it possible ndr] trading abuses to be carried out furtively across multiple markets, with a reduced chance of detection”*.

³⁷⁷ AMATI, *abusi di mercato, op.cit.*, pag. 30.

all'equity incentiva il *moral hazard*. In egual modo dovrebbe essere previsto che nel procedimento autorizzativo all'esercizio dell'attività finanziaria, venga previsto che tra i requisiti valutati delle Autorità, vi sia anche quello di un sistema idoneo ad individuare e prevenire gli abusi di mercato³⁷⁸.

Il presente lavoro permette di concludere che il legislatore UE si è mosso abbastanza coerentemente in linea con il modello ottimale di prevenzione delle condotte illecite di manipolazione, senza per giungere al livello ottimale di funzionamento del modello. L'attuale sistema pertanto non risulta ancora essere al livello massimo di efficienza ed efficacia.

³⁷⁸ Attualmente ciò è previsto unicamente da 15 Autorità di Vigilanza, così come fatto notare nel Supervisory Practices under MAD, ESMA, 2013.

BIBLIOGRAFIA

ABRANTES-METZ ROSA, RAUTERBERG GABRIEL & VERSTEIN ANDREW, “*Revolution in Manipulation law: The New CFTC Rules and the Urgent NEED for economic and Empirical Analysis*”, in Penn. J. Bus. L., 2013, pag. 357 ss.

ADLER MATTHEW, “*Regulatory Theory*”, in Penn. Law., Public Law and Legal Theory Research Paper n. 10-07, 2009.

AGGARWAL RAJESH & WU GUOJUN, “*Stock Market Manipulation – Theory and Evidence*”, American Finance Association Meeting, 2003.

ALCOCK ALISTAIR, “*Five years of Market Abuse*”, in Comp. Law., 28, 2007, pag. 142 ss.

ALESSANDRI ALBERTO, “*Attività d’impresa e responsabilità penale*”, in Riv. it. dir. proc. pen., 2005, pag. 534 ss.

ALESSANDRI ALBERTO, “*Corporate Governance nelle società quotate: riflessi penalistici e i novi reati societari?*”, in Giur. comm., 2002, 05, pag. 521 ss.

ALESSANDRI ALBERTO, “*Diritto penale e attività economiche*”, Il Mulino, 2010.

ALESSANDRI ALBERTO, “*Prime riflessioni sulla decisione della Corte Europea dei Diritti dell’Uomo riguardo alla disciplina italiana degli abusi di mercato*”, in Giur. comm., 2014, pag. 855 ss.

ALESSANDRI ALBERTO, “*Delitti e pene nello scenario della crisi*”, in Giur. comm., 2010, 05, pag. 671 ss.

ALEXANDER CINDY & COHEN MARK “*Why do corporations become criminals? Ownership, Hidden Actions and Crime as agency cost*”, in J. Corp. Fin., 1999, pag. 1 ss.

ALEXANDER CINDY & COHEN MARK, “*New Evidence on the Origins of Corporate Crimes*”, *Manag. & Dec. Econ.*, 1996, pag. 421 ss.

ALEXANDER CINDY & COHEN MARK, “*The Evolution of Corporate Criminal Settlements: An Empirical Perspective On Non Prosecution, Deferred Prosecution, and Plea Agreements*”, in *Am. Crim. L. Rev.*, 2015, n. 3, pag. 537 ss.

ALEXANDER CINDY, “*On the Nature of the Reputational Penalty for Corporate Crime: Evidence*”, in *J. Law & Econ.*, 1999, pag. 489 ss.

ALFORD FRED, “*Whistleblowers: Broken Lives and Organizational Power*”, New York Cornell University Press, 2001.

ALLEN FRANKLIN & GALE DOUGLAS, “*Stock Price Manipulation*”, in *Rev. Fin. Stud.*, 1992, n. 5, pag. 503 ss.

ALLEN FRANKLIN, LITOV LUBOMIR & MEI JIANPING, “*Large Investors, Price Manipulation, and Limits to Arbitrage: An Anatomy of Markets Corner*”, in NYU Working Paper n. 38, 2004.

AMATI ENRICO, “*La disciplina della manipolazione del mercato tra reato ed illecito amministrativo. Primi problemi applicativi*”, in *Giur. Comm.*, 2006, pag. 985 ss.

AMATI ENRICO, “*Abusi di mercato e sistema penale*”, Giappichelli, 2012.

AMATO GIOVANNA, “*Profili penalistici del whistleblowing: una lettura comparatistica dei possibili strumenti di prevenzione della corruzione*”, in *Riv. trim. dir. pen. econ.*, n. 3-4, 2014, pag. 549 ss.

ANDREONI JAMES, “*Impure Altruism and Donations to Public Goods: A Theory of Warm Glow Giving?*”, in *Econ. Jour.*, 1990, pag. 464 ss.

ARLEN JENNIFER & CARNEY WILLIAM, “*Vicarious Liability for fraud on securities Market: Theory and evidence*”, in *U. Ill. Rev.*, 1992, pag. 691 ss.

ARLEN JENNIFER & KAHAN MARCEL, “*Corporate Governance Regulation Through Nonprosecution*”, NYU Law School, Law and Economics Working Paper, 2015.

ARLEN JENNIFER, “*The Potentially perverse effects of corporate criminal liability*”, in *J. Legal Stud.*, vol. XXIII, 1994, pag. 833 ss.

ARLEN JENNIFER, “*The Future of Behavioral Economics and the Law*”, in *Vand. L. Rev.*, 1998, pag. 1765 ss.

ARLEN JENNIFER, “*Removing Prosecutors form Boardroom: Limiting Prosecutorial Discretion to Impose Structural Reform*”, in AAVV, “*Prosecutors in the boardroom: Using Criminal Law to Regulate Corporate Conduct*”, NYU Press, 2011.

ARLEN JENNIFER, “*Failure of the Organizational Sentencing Guidelines*”, *U. Miami. L. Rev.*, 2012, pag. 321 ss.

ARLEN JENNIFER, “*Corporate criminal liability: theory and evidence*”, NYU Law School, Law and Economics Research Paper, n. 11-25, 2012.

ARLEN JENNIFER, “*Prosecuting Beyond the Rule of Law: Corporate Mandates Imposed Through Pretrial Diversion Agreement*”, New York University Public Law and Legal Theory Working Paper n. 510, 2015.

AUSTIN JANET, “*Protecting Market Integrity in an Era of Fragmentation and Cross Border Trading*”, in *Ottawa L. Rev.*, 2014, pag. 25 ss.

AUSTIN JANET, “*Unusual Trade or Market Manipulation? How Market Abuse is Detected by Securities regulators, Trading Venues and Self Regulatory Organizations*”, in *J. Fin. Reg.*, 2015, pag. 1 ss.

AVGOULEAS EMILIOS, “*The Mechanics and Regulation of Market Abuse*”, Oxford University Press, 2008.

BAER MIRIAM, “*Confronting the Two Faces of Corporate Fraud*”, Brooklyn Law School Legal Studies, Research Paper n. 377, 2014.

BAER MIRIAM, “*Linkage and the Deterrence of Corporate Fraud*”, Brooklyn Law School Legal Studies, Research Papers n. 123, 2008.

BAER MIRIAM, “*Governing Corporate Compliance*”, Brooklyn Law School Legal Studies, Research Paper n. 166, 2009.

BAER MIRIAM, “*Choosing Punishment*”, in Brooklyn Law School Legal Studies, Research Paper n. 272, 2012.

BAER MIRIAM, “*Confronting the two faces of corporate fraud*”, in Florida L. Rev., vol. 66, 2014, pag. 88 ss.

BAINBRIDGE STEPHEN, “*Mandatory Disclosure: A Behavioural Analysis*”, in Cin. L. Rev., 2000, pag. 1023 ss.

BAKER TOM, HAREL ALON & KUGLER TAMAR, “*The virtues of Uncertainty in Law: An experimental Approach*”, Iowa L. Rev., 2004, pag. 445 ss.

BARBAGLI MARZIO, COLOMBO ASHER & SAVONA ERNESTO, “*Sociologia della devianza*”, Il Mulino, 2003.

BECCARIA CESARE, “*Dei delitti e delle pene*”, Livorno, 1764

BECKER GARY, “*Crime and Punishment: An Economic Approach*”, in J. Pol. Econ., 1968, pag. 169 ss.

BECKER GARY, “*Make the Punishment Fit the Corporate Crime*”, in Buss. Wek., 1989, pag. 1975 ss.

BERNARDI ALESSANDRO, “*Europeizzazione del diritto penale commerciale?*”, in Riv. trim. dir. pen. econ., 1996, pag. 32 ss.

BERNARDI ALESSANDRO, “*Strategie per l’armonizzazione dei sistemi penali europei*”, in Riv. trim. dir. pen. econ., 2002, pag. 787 ss.

BERNARDI ALESSANDRO, “*L’europizzazione del diritto e della scienza penale*”, Giappichelli, 2004.

BERNARDI ALESSANDRO, “*Politiche di armonizzazione e sistema sanzionatorio penale*”, in RAFARACI TOMMASO (a cura di), “*L’area di libertà sicurezza e giustizia: alla ricerca di equilibrio tra priorità di sicurezza ed esigenze di garanzia*”, Giuffrè, 2007, pag. 193-287.

BERNARDI ALESSANDRO, “*La depenalizzazione e le sue diverse forme*” in BERNARDI-ZODA “*Depenalizzazione. Profili teorici e pratici*”, CEDAM, 2008.

BERNARDI ALESSANDRO, “*La competenza penale accessoria dell’Unione Europea: problemi e prospettive*”, in *Dir. pen. cont. - Riv. Trim.*, 2012.

BLACK BERNARD & COFFEE JOHN, “*Hail Britannia? Institutional Invest or Behaviour Under Limited Regulation*”, in *Mich. L. Rev.*, 1994, pag. 1997 ss.

BLOUNT JUSTIN & MARKEL SPENCER, “*The End of the Internal Compliance World as We Know It, or an Enhancement of the Effectiveness of Securities Law Enforcement? Bounty Hunting Under the Dodd-Frank Act’s Whistleblower Provisions*”, in *Ford. J. Corp. Fin. L.*, vol. XVII, 2012, pag. 1032 ss.

BRICOLA FRANCO, “*Conseguenze economiche e sociali del delitto: nuovi appelli alla ricerca e alla pianificazione*”, in *Ind. Pen.*, 1975, pag. 365 ss.

BRICKEY JAMES, “*The Sarbanes Oxley Act of 2002: Enron’s Legacy*”, in *Buff. Crim. L. Rev.*, vol. 8, 2004, pag. 221 ss.

BRICHETTI RENATO & PISTORELLI LUCA, “*La Market abuse estesa ai mercati alternativi*”, in *Guid. Dir.*, 2009, pag. 300 ss.

BROGAARD JONATHAN, “*High Frequency trading and its impact on Market Quality*”, in *SSRN*, 2010.

BROGAARD JONATHAN, “*High Frequency trading and Price Discovery*”, *BCE Working Paper n. 1602*, 2011.

BROGAARD JONATHAN, “*High Frequency trading and Volatility*”, in *SSRN*, 2012.

BRUTTI, NICOLA, “*La Manipolazione Degli Indici Finanziari: Un Illecito in Cerca Di Identità*”, in *Nuova giur. civ. com.*, 2013, n. 5, pag. 302 ss.

BUCY PAMELA, “*Why Do They Do It?: The Motive, Mores, and Character of White Collar Criminals*”, in *St. John’s L. Rev.*, 2008, pag. 401 ss

BUELL SAMUEL, “*Novel Criminal Fraud*”, in *NYU L. Rev.*, 2006, pag. 1971 e ss.

BUELL SAMUEL, “*Criminal procedure Within the Firm*”, in *Stan. L. Rev.*, 2007, pag. 1613 ss.

BUELL SAMUEL, “*Is the white collar offender privileged?*”, in *Duke L. Jour.*, 2014, pag. 824 ss.

CHU CYRUS & NEVILLE JIANG, “*Are Fines More Efficient than Imprisonment?*”, in *J Pub. Econ.*, vol. 51, 1993, pag. 391 ss.

COASE RONALD, “*The Problem of Social Cost*”, in *Jour. L. & Eco.*, 1960, pag. 1 ss.

COASE RONALD, “*Essays on Economics and Economists*”, University Chicago Press, 1994.

COFFEE JOHN JR & BERLE ADOLF, “*Law and the Market: the Impact of the Enforcement*”, Center for Law and Economics Studies, Columbia University, Working Paper n. 304, 2007.

COFFEE JOHN JR, “*Corporate Crime and Punishment: a Non Chicago View of the Economics of Criminal Sanctions*”, in *Am. Crim. L. Rev.*, 1980, pag. 419 ss.

COFFEE JOHN JR, “*Does Unlawful Mean Criminal? Reflections on the Disappearing Tort/Crime Distinction in American law*”, in *B. U. L. Rev.*, 1991, pag. 193 ss.

COFFEE JOHN JR. & BERLE ADOLF, “*The Future as History: the Prospects for Global Convergence in Corporate Governance and It Implications*”, Center for Law and Economics Studies, Columbia School of Law, Working Paper n. 144, 1999.

COFFEE JOHN JR, “*Understanding Enron: it’s About the Gatekeepers, Stupid*”, Columbia Law School, Working Paper n. 207, 2002.

COFFEE JOHN JR, “*A theory of Corporate Scandals; Why US and Europe Differ*”, Center for Law and Economics Studies, Columbia University, Working Paper n. 274, 2005.

COHEN-BRANCHE, M. “*Le droit répressif non pénal : un droit plus adapté? L’exemple de l’Autorité des marché financiers*”, in *Droit pénal* n. 9, 2009.

COMPORTE CARLO, “*L’integrazione dei mercati finanziari europei e la c.d. procedura Lamfalussy*”, in *Dir. ban. merc. fin.*, 2004, pag. 269 ss.

CONCEICAO CARLOS, “*The FSA’s approach to taking action against market abuse*”, in *Comp. Law.*, 28 (2), 2007, pag. 43 ss.

CONELY JOHN & O’BARR WILLIAM, “*Crimes and Custom in Corporate Society: A Cultural Perspective on Corporate Misconduct*”, in *Law Cont. Prob.*, 1997, pag. 5 ss.

CONSOB, “*Il trading ad alta frequenza. Caratteristiche, effetti, questioni di policy*”, Discussion Paper, 2015.

CONSULICH FEDERICO, “*La Giustizia e il mercato. Miti e realtà di una tutela penale dell’investimento mobiliare*”, Giuffrè, 2010.

CONSULICH FEDERICO, “*Ex facto oritur ius criminale? Le pressioni di mercato ammesse, tra crisi della legge e legalità della giustificazione*”, in *Riv. Soc.*, fasc. 2-3, 2011, pag. 281 ss.

CONTI LUIGI, voce “*Rialzo e Ribasso fraudolento di prezzi o valori*”, in *Nov. Dig. It.*, 1968, pag. 843 ss.

COOTER ROBERT & ULEN THOMAS, “*Law and Economics*”, Addison Wesley, 1997.

COX JAMES, “*Private litigation and the Deterrence of Corporate Misconduct*”, *Law & Contemp. Probs.*, 1997, pag. 1 ss.

CRESPI ALBERTO, “*Manipolazione del mercato e manipolazione di norme incriminatrici*”, in *Banca Borsa tit. cred.*, 2009, pag. 107 ss.

CUMMING DOUGLAS, GROH ALEXANDER & JOHAN SOFIA, “*Same Rules, Different Enforcement: Market Abuse in Europe*”, Tilburg University, Discussion Paper, 2014.

CUNNINGHAM LAURENCE, “*Deferred Prosecutions and Corporate Governance: An Integrated Approach to Investigation and Reform*”, in *Flo. L. Rev.*, 2014.

D'ALESSANDRO FRANCESCO, *"Fattispecie di aggio e prassi di mercato ammesse tra esclusione del tipo e cause di giustificazione"*, in Studi in onore di Mario Romano, III, Napoli, 2001, pag. 1817 ss.

DE SANTIS ITALO, *"Remunerazione degli amministratori e governance delle società quotate"*, CEDAM, 2011.

DE VERO GIANCARLO, *"La responsabilità penale delle persone giuridiche"*, Trattato di diritto penale, vol. 4, Giuffrè, 2008.

DENIS DAVID - HANOUNA PAUL & SARIN TULYA, *"Is there a dark side to incentive Compensation?"*, in Jour. Corp. Fin., vol. 12, 2006, pag. 467 ss.

DJILIANI JESSICA, *"The British Importation of American Corporate Compliance"*, in Brook. L. Rev., vol. 76, 2010, pag. 303 ss.

DONINI MASSIMO, *"L'armonizzazione del diritto penale nel contesto globale"*, in Riv. trim. dir. pen. econ., 2002, pag. 477 ss.

DONINI MASSIMO, *"Sicurezza e diritto penale. La sicurezza come orizzonte totalizzante del discorso penale"* in DONINI-PAVARINI (a cura di), *"Sicurezza e diritto penale"*, Bononia University Press, 2011.

DONOHUE JOHN, *"Economic Models of Crime and Punishment"*, in Social Research, vol. 74, n. 2, 2007, pag. 379 e ss.

DRAGO M. ROLAND, *"Compétence concernant les commissaires aux comptes et incompatibilité de la procédure de sanction pécuniaire avec l'article 6 de la Convention EDH"*, in La Semaine juridique, n. 42, 2000, pag. 1931 ss.

DURLAUF STEVEN & NAGIN DANIEL, *"The Deterrent Effect of Imprisonment"*, in COOK (a cura di), *"Controlling Crime: Strategies and Tradeoffs"*, 2011.

DYCK ALEXANDER, MORSE ADAIR & ZINGALES LUIGI, *"Who Blows the Whistle on Corporate Fraud?"*, in Jour. Fin., 2010, pag. 2213 ss.

EASTERBROOK FRANK & FISCHEL DANIEL, in *"Optimal damages in Securities Case"*, in U. Chi. L. Rev., 1985, pag. 611 ss.

EASTERBROOK FRANK, “*Two Agency-Cost Explanations of Dividends*”, in *Am. Eco. Rev.*, vol. 74, n. 4, 1984, pag. 650 ss.

EASTERBROOK FRANK, “*Monopoly, Manipulation and the Regulation of Futures Markets*”, in *J. Bus.*, 1986, vol. 59, n. 2, pag. 103 ss.

EHRlich ISAAC, “*Participation in Illegitimate Activities. A Theoretical and Empirical Investigation*”, in *J. Pol. Econ.*, 1973, pag. 521 ss.

EISL ALEXANDER, JANKOWITSCH RAINER & SUBRAHMANYAM MARTI, “*The Manipulation Potential of Libor and Euribor*”, Working Paper (in corso di pubblicazione).

FAMA EUGENE, “*Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*”, in *J. Fin.*, 1970, pag. 383 ss.

FAMA EUGENE, “*Agency Problems and the Theory of the Firm*”, in *Jour. Pol. Eco.*, vol. 88, n. 2, 1980, pag. 288 ss.

FAMA EUGENE, “*Market Efficiency, Long-Term Returns, and Behavioural Finance*”, in *J. Fin. Econ.*, 1998, pag. 283 ss.

FANCHINOTTI VITTORIO, “*U.S. vs. Booker: verso lo smantellamento del sentencing system federale?*”, in *Dir. pen. proc.*, 2005, pag. 903 ss.

FEHR ERNEST & FALK ARMIN, “*Psychological Foundations of Incentives*”, in *Eur. Eco. Rev.*, 2002, pag. 687 ss.

FERRARINI GUIDO, “*La Nuova disciplina europea dell’abuso di mercato*”, in *Riv. Soc.*, 2004, pag 43 ss., per il testo in inglese “*The european market abuse directive*”, in *Com. Mark. L. Rev.*, 2004, pag. 711 ss.

FINDER LAWRENCE, “*Betting the Corporation: Compliance or Defiance?*”, in *Corp. Couns. Rev.*, vol. 27, n. 1, 2004.

FISCHEL DANIEL & ROSS DAVID, “*Should the Law prohibit “Manipulation” in Financial Markets?*”, in *Harv. L. Rev.*, 1991, pag.503 ss.

FISCHMAN JOSHUA, “*The Economic Perspective on Sentencing*”, in *Loy. Uni. L. J.*, 2014, pag. 345 ss.

FLEISCHER HOLGER & SCHMOLKE KLAUS, “*Financial Incentive for Whistleblowers in european Capital Markets law? Legal Policy Considerations on the Reform of the market Abuse Regime*”, in ECGI Law Working Paper n. 189/2012.

FLICK GIOVANNI MARIA, “*Fisiologia e patologia della depenalizzazione nel diritto penale dell’economia*”, in Riv. Soc., 2011, pag. 42 ss.

FLICK GIOVANNI MARIA, “*Dall’andante con moto all’adagio ma non troppo e viceversa. Variazioni sul tema del diritto penale dell’economia*”, Banca borsa tit. cred., 2011, pag. 424 ss.

FOFFANI LUIGI, “*Prospettive di armonizzazione europea del diritto penale dell’economia: le proposte del progetto “eurodelitti” per la disciplina delle società commerciali, del fallimento, delle banche e degli intermediari finanziari*” in Studi in onore di G. Marinucci, a cura di DOLCINI e PALIERO, Vol. III, Milano, 2006 pag. 2321 ss.

FOFFANI LUIGI, “*Il Manifesto sulla politica criminale europea*” in Criminalia, 2010, pag. 662.

FOFFANI LUIGI, “*Sicurezza dei mercati e del risparmio: il diritto penale dell’economia di fronte alle tensioni della modernità*”, in Studi in onore di Mario Romano, III, Napoli, 2011, pag. 1935

FOFFANI LUIGI, “*Verso un’armonizzazione europea del diritto penale dell’economia: la genesi di nuovi beni giuridici economici di rango comunitario, il riavvicinamento dei precetti e delle sanzioni*”, in GRASSO-PICOTTI-SICURELLA (a cura di), “*L’evoluzione del diritto penale nei settori d’interesse europeo alla luce del Trattato di Lisbona*”, 2011, pag. 583 ss.

FORD CRISTIE & HESS DAVID, “*Can Corporate Monitorship Improve Corporate Compliance?*”, in J. Corp. L., 2009, pag. 1 ss.

FREY BRUNO, “*Not Just for the Money: An Economic Theory of Personal Motivation*”, Elgar Cheltenham, 1997.

FRIEDLAND JEROLD, “*United States: The Sarbanes-Oxley Act: Corporate Governance, Financial Reporting and Economic Crimes*”, in Comp. Law., 2002, pag. 23 ss.

FRIEDMAN LAWRENCE, “*Coming of Age: Law and Society Enters an Exclusive Club*”, in *Ann. Rev. Law & Soc. Sci.*, 2005, pag. 1 ss.

GARRETT BRANDON & ASHLEY JON, “*Federal Organizational Prosecution Agreements*”, University of Virginia School of Law.

GARRETT BRANDON, “*The Corporate Criminal as Scapegoat*”, Public Law & Legal Theory Research Paper Series, University of Virginia School of Law, 2015.

GARRIGUES BRIGITTE, “*L’Autorité de regulation boursiere face a l’article 6 de la Convention europeenne des droits de l’Homme*”, in *Rev. dr. banc. fin.*, dossier 20, 2010.

GILSON RONALD & KRAAKMAN REINIER, “*The Mechanisms of Market Efficiency*”, in *Vi. L. Rev.*, 1984, pag. 549 ss.

GLIATTA SERGIO, “*Market Abuse tra illecito penale a amministrativo*”, in *Dir. prat. soc.*, n. 22, 2006, pag 62 ss.

GOBERT JAMES & PUNCH MAURICE, “*Whistleblowers, the Public Interest, and the Public Interest Disclosure Act 1998*”, in *Modern L. Rev.*, 2000, pag. 25 ss.

GOLUMBIC CURT & LCHY ALBERT, “*The “Too big too Jail” effect and the Impact on the Justice Department’s Corporate Charging Policy*”, in *Hastings L. J.*, 2014, pag. 1293 ss.

GREENBLUM BENJAMIN, “*What Happens To a Prosecution Deferred? Judicial Oversight of Corporate Deferred Prosecution Agreement*”, in *Colum. L. Rev.*, 2005, pag. 1863 ss.

GRIFFIN KERN LISA, “*Compelled Cooperation and the New Corporate Criminal Procedure*”, in *NYU L. Rev.*, 2007, pag. 321 ss.

HAREL ALON & SEGAL UZI, “*Criminal law and behavioral law and economics: observations on the neglected role of uncertainty in deterring crime*”, in *Am. L. & Econ. Rev.*, 1999, pag. 276 ss.

HARRISON JEFFREY & THEEUWES JULES, “*Law and Economics*”, Norton & Company, 2008.

HAYNES ANDREW, “*Market Abuse: an analysis of its nature and regulation*”, in *Comp. Law.*, 2007, 28 (11), pag. 323 ss.

HENNING PETER, “*Is Deterrence Relevant in Sentencing White Collar Defendants?*”, in *Wayne L. Rev.*, 2015, pag. 27 ss.

HERLIN-KARNELL ESTER, “*White collar Crime and European Financial Crisis: Getting Tough on EU Market Abuse*” in *Eur. L. Rev.*, 2012, pag. 481 ss.

HERLIN-KARNELL ESTER, “*Is administrative law still relevant? How the battle of sanctions has shaped EU Criminal law*”, in *Research Handbook of EU Criminal Law*, 2015.

HERNANDEZ HECTOR, “*La punibilidad de la colusion (secreta) de precios en el derecho chileno*”, in *Polit. crim.*, vol. 7, n. 13, 2012, pag. 147 ss.

HEYES ANTHONT & KAPUR SANDEEP, “*An Economic Model of Whistle-Blower Policy*”, in *L. Eco. & Org.*, 2008, pag. 1557 ss.

HOWELL JACKSON, “*Variation in intensity of Financial Regulation: preliminary evidence and potential implications*”, in *Yale J. Reg.*, 2007, pag. 101 ss.

HOWSE ROBERT & DANIELS ROBERT, “*Rewarding Whistleblowers: The Cost and Benefits of an Incentive-Based Compliance Strategy*”, in DANIELS-MORCK (a cura di) “*Corporate decision making in Canada*”, University of Calgary Press, 1995.

JARROW ROBERT, “*Market Manipulation, Bubbles, Corner and Short Squeezes*”, in *J. Fin. Quant. Anal.*, 1992, vol.27, pag. 311 ss.

JARROW ROBERT, “*Derivative Security markets, Market Manipulation and Option Pricing Theory*”, in *J. Fin. Quant. Anal.*, 1994, vol. 29, pag. 241 ss.

JARROW ROBERT, “*Market Manipulation, Price Bubbles and a Model of US Treasury Securities Auction market*”, in *J. Fin. Quant. Anal.*, 1998, vol. 33, pag. 255 ss.

JENSEN MICHAEL & MECKLING WILLIAM, “*Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency cost and ownership structure*”, in J. Fin. Econ., 1976, pag. 305 ss.

JOLLS CHRISTINE, SUNSTEIN CASS & THALER RIHARD “*Behavioral Law and Economics*”, CASS. E. SUNSTEIN ed. 2000.

JOLLS CHRISTINE, “*On Law Enforcement with Boundedly Ractional Actors*”, in Harvard Law and Economics Discussion Papers, n. 494, 2004.

KAGAN ROBERT, “*Adversial Legalism: The American Way of Law*”, 2001.

KAHNEMAN DANIEL & TVERSKY AMOS, “*Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases*”, Science, 1974.

KARPOFF JONATHAN & LOTT JOHN, “*Tre reputational penalty Firms Bear from Committing Fraud*”, in J. L. & Econ., 1993, pag. 757 ss.

KEISER MATTHEW & ROSENFELD SIONNE, “*Whistleblower Incentives and Protections in the Financial Reform Act*”, in Bank. L. Jour., 2010, pag. 779 ss.

KIRCMAIER TOM & GRANT JEREMY, “*Corporate Ownership Structure and Performance in Europe*”, in CEP Discussion Paper n. 631, 2004.

KLING JEFFREY, “*The Effect of Prison Sentence Length on the Subsequent Employment and Earning of Criminal defendants*”, in Princeton University, Discussion Paper in Economics n. 208, 1999.

KLING JEFFREY, “*Incarceration Length, Employment, and Earning*”, in Am. Econ. Rev., 2006, pag. 863 ss.

KOROBKIN RUSSEL & THOMAS ULEN, “*Law and Behavioral Science: Removing the Rationality Assumption from Law and Economics*”, in Cal. L. Rev., 2000, pag. 1051 ss.

KOZINN BENJAMIN, “*Is Market Manipulation Really a problem in Wake of the Sumitomo Debacle?*”, in Ford. L. Rev., 2000, pag. 261 ss.

LAIBISON DAVID, “*Golden Eggs and Hyperbolic Discounting*” in Q. J. Econ., 1997, pag. 443 ss.

LANGER ELLEN, “*The Illusion of Control*”, in *J. Pers. Soc. Psychol.*, 1975, pag. 311 ss.

LAPORTA RAPAHAEEL, LOPEZ-DE-SILANES FLORENCIO & SHLEIFER ANDREI, “*Corporate Ownership Around the World*”, in *J. Fin.*, 1999, pag. 471 ss.

LAPORTA RAPAHAEEL, LOPEZ-DE-SILANES FLORENCIO, SHLEIFER ANDREI & VISHNY ROBERT, “*What works in Securities Laws?*”, in *J. Fin.*, 2006, pag. 1 ss.

LEDGERWOOD SHAUN & CARPENTER PAUL, “*A Framework for the analysis of market manipulation*”, in *Rev. L. & Econ.*, 2012, pag. 253 ss.

LEIS DIEGO & KERN ALEXANDER, “*High Frequency Trading: Market Manipulation and Systemic Risks From an EU Perspective*”, Universitat Zurich.

LEVITT STEVEN & MILES THOMAS, “*Economic Contributions to the Understanding of Crime*”, in *Ann. Rev. L. Soc. Sci.*, 2006, pag. 147 ss.

LEVITT STEVEN & MILES THOMAS, “*Empirical Study of Criminal Punishment*”, in POLINSKY & SHAVELL, (a cura di), “*Handbook of Law and Economics*”, 2007.

LISTOKIN YAIR, “*Crime and (with a Lag) Punishment: The implications of discounting for equitable Sentencing*”, in *Am. Crim. L. Rev.*, 2007, pag. 115 ss.

LOEWENSTEIN GEORGE & THALER RICHARD, “*Anomalies; Intertemporal Choice*”, in *J. Econ. Persp.*, 1989, pag. 181 ss.

LONDONO FERNANDO, “*Illicito de manipulacion bursatil; fenomeno y lesividad. Aspectos de politica sancionatoria*”, in *Polit. crim.*, vol. 8, n. 15, 2013, pag. 64 ss.

LOSS LOUIS-SELIGMAN JOEL, “*Fundamentals of Securities Regulation*”, Boston, Brown, 3 ed, 1995.

LOWER ROBERT, “*Disruptions of the Futures market: A Comment on Dealing with Market Manipulation*”, in *Yale J. Reg.*, 1991, pag. 391 ss.

LUCHTMAN MICHIEL, “*Transnational Law Enforcement in the European Union and the bis in idem principle*”, in Rev. Eur. Admin. L., 2011, pag. 5 ss.

LUDERSEN KARL, “*Funzionalità dei mercati finanziari e diritto penale dell’economia. La “crisi finanziaria apre a nuove prospettive di criminalizzazione?”*”, in DONINI-PAVARINI (a cura di), “*Sicurezza e diritto penale*”, Bononia University Press, 2011.

LUNGHINI GIACOMO. “*La manipolazione del mercato*”, in Dir pen. proc., 2005, pag.1474 ss.

LUNGHINI GIACOMO, “*Manipolazione del mercato come difesa dell’impresa*”, Banca Borsa tit. cred., 2010, pag. 229 ss.

LYNCH GERARD, “*Our Administrative System of Criminal Justice*”, in For. L. Rev., 1998, pag. 2117 ss.

MACEY JONATHAN & O’HARA MAUREEN, “*From Markets to Venues: Securities Regulation in an Evolving World*”, in Yale Law School, Faculty Scholarship series, Paper n. 1396, 2005.

MACEY JONATHAN , “*Getting the World out about Fraud: A Theoretical Analysis of whistleblowing and Insider Trading*”, in Mich. L. Rev., 2007, pag. 1899 ss.

MAGRO MARIA BEATRICE, “*Manipolazione di mercato e strumenti derivati*”, in Dir. banc. merc. fin., 2007, pag. 45 ss.

MAGRO MARIA BEATRICE, “*Le manipolazioni di mercato tra illecito penale e illecito amministrativo*”, in Cass. pen., 2007, pag. 61 ss.

MAGRO MARIA BEATRICE, “*Manipolazione dei mercati finanziari e diritto penale*”, Quaderni di Giurisprudenza Commerciale, Giuffrè, 2012.

MALTZ MICHAEL, “*On defining organized crime. The development of a definition and a typology*”, in *Crime & Delinquency*, 1976, pag. 338 ss.

MARKHAM JERRY, “*Manipulation of Commodity Futures Price. The Unprosecutable crime*”, Yale Jour. Reg., 1991, pag. 357 ss.

MARTIN BOSE, “*The consecutive application of different types of sanctions and the principle of ne bis in idem: the EU and the US on different tracks?*”, Atti del convegno “*Challenge in the field of economic and financial crime in Europe*”, Luxemburg 1-3 dicembre 2014.

MASTROBUONI GIOVANNI & RIVERS DAVID, “*Criminal Discount Factors and Deterrence*”, in IZA Discussion Paper n. 969, 2016.

MCADAMS RICHARD & ULEN THOMAS, “*Behavioral criminal law and economics*”, in Program in Law and Economics, Working Paper., n. 440, 2008.

MCDERMOTT EDWARD, “*Defining manipulation in Commodities Futures Trading: the Futures Squeeze*”, in Nw. U. L. Rev, 1979, pag. 202 ss.

MEGLIANI MAURO, “*La direttiva comunitaria sugli abusi di mercato e il nuovo sistema sanzionatorio*”, in Dir. comm. int., 2006, pag. 271 ss.

MENNESSON NICOLAS, “*Programmes de rachat d’actions et manquement d’initi . (a l’occasion de l’arret Cass. Com., 29 mars 2011, aff. Vinci)*”, in Sem. Jur. Entr. Aff., n. 26, 2011, pag. 1510 ss.

MEOLI LUCA & SORBELLO PIETRO, “*Il rischio della sanzione ed il comportamento del contribuente. Riflessioni sull’analisi economica del diritto*”, in Dir. pen. cont., 2015.

MERCURO NICHOLAS & MEDEMA STEVEN, “*Economics and the Law. From Posner to Post-Modernism*”, Princeton University Press, 1997.

MERLO ANTONIO, “*Introduction to Economic Models of Crime*”, in Int. Eco. Rev., vol. 45, n. 3, 2004, pag. 677 ss.

MICHIE RANDAL, “*Exchanges in Historical and Global Context*” in HARRIS (a cura di), “*Regulated Exchanges: Dynamic Agents of Economic Growth*”, New York, Oxford University Press, 2010.

MIEDICO MELISSA, “*La manipolazione del mercato: illecito penale o amministrativo?*”, in Le Societ , n. 5/2007, pag. 621 ss.

MILLER SAM, “*Self-Regulation of the Securities Markets: A Critical Examination*”, in Wash. & Lee L. Rev., 1985, pag. 853 ss.

MINENNA MARCELLO, CONSOB, Quaderni di Finanza, “*L’individuazione di fenomeni di abuso di mercato: un approccio quantitativo*”, n. 54/2003.

MOORE MICHAEL, “*Placing Blame-A Theory of Criminal Law*”, Oxford University Press, 1997.

MUCCIARELLI FRANCESCO, “*La nuova disciplina eurounitaria sul market abuse: tra obblighi di criminalizzazione e ne bis in idem*”, in *Dir. pen. cont.*, 2015.

MULLER LIONEL, “*Pouvoirs reconnus à l’AMF*”, in *Rev. dr. banc. fin.*, n. 1, 2008, comm. 24.

NANDA VED, “*Corporate Criminal Liability in the United States: Is a New Approach Warrented*” in *Am. J. Comp. L.*, 2010, pag. 605 ss.

NIETO MARTIN ADAN, “*Americanisation ou europeanisation du droit penale economique*”, in *Rev. sci. crim.* 2006, pag. 767 ss.

NIETO MARTIN ADAN, “*Americanisation or Europeanisation of corporate crime?*”, in *Rev. Penal.*, vol. 19, 2007.

NIETO MARTIN ADAN, “*Responsabilidad social, gobierno corporativo y autoregulacion: sus influencias en el derecho penal de la empresa*”, in *Polit. Crim.*, n. 5, 2008, pag. 1 e ss.

NIETO MARTIN ADAN, “*La responsabilidad penal de las personas juridicas: un modelo legislativo*”, Madrid, 2008.

NIETO MARTIN ADAN, “*Abusi di mercato: un nuovo paradigma nel diritto penale economico europeo*”, in “*La Crisi finanziaria: banche, regole e sanzioni*”, Centro Nazionale di prevenzione e difesa sociale, Atti del Convegno, 2010.

NOACK ULRICH & ZETZCHE DIRK, “*A Corporate Governance Reform in Germany: The Second Decade*”, in *Eur. Bus. L. Rev.*, vol. 16, 2004, pag. 1033 ss.

O’HARE JENNIFER, “*The Use of the Corporate Monitor in SEC Enforcement Actions*”, in *Brook. J. Corp. Fin. & Com.*, 2006, pag. 89 ss.

OHL DANIEL, “*Droit de sociétés cotées*”, Lexis Nexis, 2008, 3 edition.

PACCES ALESSIO & VAN DEN BERGH ROGER, “*An Introduction to the Law and Economics of Regulation*”, Rotterdam Institute of Law and Economics, Working Paper n. 2011/3.

PACCES ALESSIO & VISSCHER LOUIS, “*Methodology of Law and Economics*” in “*Law and Method. Interdisciplinary research into Law*”, Series Politik n.4, Tubingen, 2011.

PACCES ALESSIO, “*Consequences of Uncertainty for Regulation: law and Economics on the Financial Crisis*”, in Eur. Comp. Fin. L. Rev., vol. 4, 2010, pag. 479 ss.

PACLOT YANN “*De l'impartialité de l'Autorité des marchés financiers*”, in Rev. dr. banc. fin., n. 4, 2007, alerte 7, pag. 1 ss.

PALIERO CARLO ENRICO, “*Materia penale e illecito amministrativo secondo la Corte Europea dei Diritti dell’Uomo: una questione classica e una svolta radicale*”, in Riv. it. dir. proc. pen., 1985, pag. 894 ss.

PALIERO CARLO ENRICO, “*Market Abuse e legislazione penale: un connubio tormentato*”, in Corr. merito, 2005, pag. 809 ss.

PALIERO CARLO ENRICO, “*L’economia della pena (un work in progress)*”, in Riv. It. dir. proc. pen., 2005, pag. 1336 ss.

PAULSEN ERIK “*Imposing Limits on Prosecutorial Discretion in Corporate Prosecution Agreement*”, in NYU L. Rev., 2007, pag. 1434 ss.

PEDRAZZI CARLO, voce “*Turbativa dei mercati*”, in Dig. Disc. Pen., XIV, 1999, pag. 422 ss.

PEDRAZZI CARLO, “*Problemi del delitto di aggio*”, 1958, ora in PEDRAZZI, *Diritto penale*, IV, “*Scritti di diritto penale dell’economia*”, Milano, 2003.

PERDUE WENDY, “*Manipulation of Futures Market: Redefining the Offense*”, in Fordham L. Rev., 1987, pag. 399 e ss.

PIRRONG STEPHEN CRAIG, “*Commodity Market Manipulation Law: A (Very) Critical Analysis and a Proposed Alternative*”, in Wash. & Lee L. Rev., 1994, pag. 945 ss.

PIRRONG STEPHEN CRAIG, “*Squeezes, Corpses, and the Anti Manipulation Provisions of the Commodity Exchange Act*”, in Regulation, n. 4, 1994, pag. 52 ss.

PIRRONG STEPHEN CRAIG, “*The Self-Regulation of Commodity Exchanges: the Case of Market Manipulation*”, in J. Law Econ., vol. 38, 1995, pag. 141 ss.

PIRRONG STEPHEN CRAIG, “*The Economics law, and public policy of market power manipulation*”, Kluwer Academic Publishers, 1996.

PIRRONG STEPHEN CRAIG, “*Detecting Manipulation in Futures Markets: The Ferruzzi Soybean Episode*”, in Am. L. & Econ. Rev., vol. 6, n. 1, 2004, pag. 28 ss.

PIRRONG STEPHEN CRAIG “*Energy Market Manipulation: Definition, Diagnosis and Deterrence*”, in Energy I. Jour., 2010, pag. 1 ss.

PODGOR ELLEN, “*The Challenge of White Collar Crime Sentencing*”, in J. Crim. L. & Criminology, 2007, pag. 731 ss.

POLINSKY MITCHELL & SHAVELL STEVEN, “*The Optimal Tradeoff between the Probability and Magnitude of Fines*”, in Am. Econ. Rev., vol. 9, 1979, pag. 880 ss.

POLINSKY MITCHELL & SHAVELL STEVEN, “*The Optimal Use of Fines and Imprisonment*”, J. Pub. Econ., 1984, pag. 89 e ss.

POLINSKY MITCHELL & SHAVELL STEVEN, “*A Note on Optimal Fines When Wealth Varies among Individuals*”, in Am. Econ. Rev., 1991, pag. 618 ss.

POLINSKY MITCHELL & SHAVELL STEVEN, “*On the disutility and discounting of imprisonment and the theory of deterrence*”, in J. Legal Stud., vol. 28, 1999, pag. 1 ss.

POLINSKY MITCHELL & SHAVELL STEVEN, “*Public Enforcement of Law*”, in “*Criminal Law and Economics*”, Encyclopedia of Law and Economics, Second Edition, 2009.

POLINSKY MITCHELL, “*The Optimal Use of Fines and Imprisonment When Wealth is Unobservable*”, Stanford Institute for Economic Policy Research, Discussion Paper n. 37, 2004.

PORTER MICHAEL, “*Capital Disadvantage: America’s Failing Capital Investment System*”, in Harv. Bus. Rev., 1992, pag. 71 ss.

POSNER ERIC, “*Law and Emotions*”, in Georg. L. Jour., 2001, pag. 1997 ss.

POSNER ERIC, “*Agency Models in Law and Economics*”, in Chicago University Law & Economics Working Paper n. 92, 2000.

POSNER ERIC, “*The Law, Economics, and Psychology of Manipulation*”, in Coase-Sandor Working Paper in Law and Economics n. 726, 2015.

POSNER RICHARD, “*Economic Analysis of Law*”, Little, Brown and Company ed., 1972.

POSNER RICHARD, “*Optimal Sentences for White-Collar Criminals*” in Am. Crim. L. Rev, 1980, pag. 409 ss.

POSNER RICHARD, “*Retribution and Related Concepts of Punishment*”, in J. L. S., 1980, pag.71 ss.

POSNER RICHARD, “*An Economic Theory of the Criminal Law*”, in Colu. L. Rev., 1985, pag. 1193 ss.

POSNER RICHARD, “*Rational Choice, behavioral economics and the law*”, in Stan. L. Rev., 1998, pag. 1551 ss.

POSNER RICHARD, “*Regulation (Agencies) versus Litigation (Courts): An Analytical Framework*”, in “*Regulation vs. Litigation: Perspective from Economics and Law*”, University of Chicago Press, 2010.

PRENTICE ROBERT, “*The Inevitability of a Strong SEC*”, in Corn. L. Rev., 2006, pag. 775 ss.

PREZIOSI STEFANO, *“La Manipolazione di mercato nella cornice dell’ordinamento comunitario e del diritto penale italiano”*, Università LUM Jean Monnet, Caucci Editore, 2008.

RAJGOPAL SHIVARAM & SHEVELIN TERRY, *“Empirical evidence on the relation between stock option compensation and risk taking”*, in Jour. Acc. Econ., vol. 33, 2002, pag. 145 ss.

RECCA DENNIS, *“Reputational penalties for corporations and the federal sentencing guidelines”*, in Colum. Bus. L. Rev., 2004, pag. 879 ss.

RIBSTEIN LARRY, *“Market vs. Regulatory Response to Corporate Fraud: A Critique to Sarbanes Oxley Act”*, in J. Corp. L., 2002, pag. 57 ss.

RICHMAN DANIEL, *“Prosecutors and their Agents, Agents and their Prosecutors”*, in Colum. L. Rev., 2003, pag. 749 ss.

ROBINSON PAUL & DARLEY JOHN, *“Does Criminal Law Deter? A behavioural Science Investigation”*, in Oxford J. Leg. Stud., 2004, pag. 173 ss.

RODRIGUES USHA, *“From Loyalty to Conflict: Addressing Fiduciary Duty at the Officer Level”*, in Flo. L. Rev., vol. 67, 2009, pag. 1 ss.

ROMANO MARIO, *“Cause di giustificazione procedurali? Interruzione della gravidanza e norme penali, tra esclusione del tipo e cause di giustificazione”*, in Riv. it. dir. proc. pen., 2007, pag. 1269 ss

RONDINELLI MICHELE, *“Le operazioni sospette”*, in Nuove l. civ. com., 2007, pag.1087 ss.

RORDORF RENATO, *“Ruolo e poteri dell Consob nella nuova disciplina del market abuse”*, in Le società, n. 7/2005, pag. 813 ss.

ROSE AMANDA, *“The Multiplier Approach to Securities Fraud Deterrence: A Critical Analysis”*, in U. Pa. L. Rev., 2010, pag. 2173 ss.

ROSSI GUIDO, *“Il gioco delle regole”*, Adelphi, 2006.

RUGGIERO ANNA ROSA, “*Non Prosecution Agreements e criminalità d’impresa negli USA: il paradosso del liberalismo economico*”, in *Dir. pen. cont.*, 2014.

SALOMON RENAUD, *Commentaire a Cour de Cassation, Chambre Criminelle* 2 avr. 2008, n° 07-85.179, “*Le principe non bis in idem n’est pas applicable aux infractions boursières*”, *Droit des sociétés*, n. 6, 2008.

SANTORIELLO CIRO in DESTITO, NAPOLEONI, OGGERO, SANTORIELLO (a cura di), “*La disciplina penale dell’Economia*”, Giappichelli, 2008.

SAPONARO ANGELO, “*Market Abuse: disciplina a tutela dei mercati finanziari*”, in *Le Società*, n. 6/2004, pag. 767 e ss.

SATZGER HELMUT, “*International and European Criminal law*”, C.H. Beck Hart - Nomos, Munich, 2012.

SCHWARZ DANIEL, “*Shame, Stigma , and Crime: Evaluating the Efficacy of Shaming Sanctions in Criminal Law*”, in *Harv. L. Rev.*, vol. 116, 2003, pag. 2186 ss.

SEBBA LESLIE, “*Mitigation of sentence in order to deter?*”, in *Monash Uni. L. Rev.*, 2015, pag. 268 ss.

SEMINARA SERGIO, “*L’evoluzione europea del diritto penale del mercato finanziario nella prospettiva italiana*”, in CANESTRARI-FOFFANI (a cura di), “*Il diritto penale nella prospettiva europea. Quali politiche criminali per quale Europa? Atti del convegno organizzato dall’Associazione Franco Bricola*”, Giuffrè, 2005.

SEMINARA SERGIO, “*Abuso d’informazioni privilegiate e manipolazione del mercato: le norme della comunitaria 2004*”, in *Dir. pen. proc.*, 2006, pag. 9 e ss.

SGUBBI FILIPPO, FONDAROLI DESIRE & TRIPODI FRANCESCO, “*Diritto penale del mercato finanziario*”, CEDAM, 2013.

SGUBBI FILIPPO, voce *Abusi di Mercato*, in *Enc. Dir., annali, II*, Tomo II, Milano 2008, pag. 41 ss.

SHARPE NICOLA, “*Process Over Structure: An Organizational Behaviour Approach to Improving Corporate Boards*”, in *Cal. L. Rev.*, 2012, pag. 261 ss.

SHAVELL STEVEN, “*Criminal law and the Optimal Use of nonmonetary sanctions as a Deterrence*”, in *Col. L. Rev.*, 1985, pag 1232 ss.

SHAVELL STEVEN, “*Law versus Morality as Regulators of Conduct*”, in *Am. L. & Econ. Rev.*, 2002, pag. 227 ss.

SHAVELL STEVEN, “*Fondamenti dell’analisi economica del diritto*”, Giappichelli, 2004, traduzione italiana di SHAVELL STEVEN, “*Foundations of Economic Analysis of Law*”, Harvard University Press, 2004.

SHAVELL STEVEN, “*Analisi economica del diritto*”, Giappichelli, 2004.

SICURELLA ROSARIA, “*La costruzione della dimensione penale dell’Unione Europea: deriva simbolico repressiva o occasione di approfondimento dei presidi garantistici*”, in *Riv. Trim. dir. pen. econ.*, n.3, 2013, pag. 415 ss.

SIEMS MATHIAS, “*The EU Market Abuse Directive: a Case-Based Analysis*”, in *Law and Fin. Mark. Rev.*, 2008, pag. 39 ss.

SIEMS MATHIAS & NELMANS MATTHIJS, “*The Reform of the Market Abuse Law: Revolution or Evolution?*”, in *Masst. J. Eur. & Comp. L.*, 19, 2012, pag. 195 ss.

SIMON HERBERT, “*A Behavioral Model of Rational Choice*”, in *Q. J. Econ.*, 1955, pag. 99 e ss.

SOTIS CARLO, “*Il Trattato di Lisbona e le competenze penali dell’Unione Europea*”, in *Cass. pen.*, 2010, pag. 326 ss.

STAIKOURAS PANAGIOTIS, “*Four Years of MADness?*”, in *Eur. Bus. L. Rev.*, 2008, pag. 775 ss.

STELLA PAOLO, “*L’Enforcement nei mercati finanziari*”, Giuffrè, 2008.

STRADER KELLY, “*The Judicial Politics of White Collar Crime*”, in *Hastings L. J.*, 1999, pag. 1199 ss.

STUNTZ WILLIAM, “*The Pathological Politics of Criminal law*”, in Mich. L. Rev., 2011, pag. 505 ss.

SUNSTEIN CASS & THALER RICHARD, “*Libertarian Paternalismi Is Not an Oxymore*”, in U. Chi. L. Rev., 2003, pag. 1159 ss

SUTHERLAND EDWIN, “*White Collar Criminality*”, in Am. Soc. Rev., vol. 5, 1940, pag. 1 ss.

SUTHERLAND EDWIN, “*Is “White collar crime” a crime?*”, in Am. Soc. Rev., vol. 10, 1944, pag. 132 e ss.

TAYLOR TOM & BLADER STEVEN, “*Can Business Effectively Regulate Employee Conduct? The Antecedent of Rule Following in Work Setting*”, in Academy Manag. Jour., 2005, pag. 1143 ss.

TERZI LAURA, “*Rilievi critici in tema di manipolazione del mercato*”, in Riv. pen., 2008, pag. 1101 ss.

THEL STEVE, “*850,000 in Six Minutes – The Mechanics of Securities Manipulation*”, in Corn. L. Rev., 1994, pag. 219 ss.

TIEDEMAN KLAUS, “*Tecnica legislativa nel diritto penale economico*”, Riv. trim. dir. pen. econ., 2006, pag. 1 ss.

TRIPODI FRANCESCO, *Uno più uno (a Strasburgo) fa due. L'Italia condannata per violazione del ne bis in idem in tema di manipolazione del mercato*”, in Dir. pen. cont., 2014.

ULHMAN DAVID, “*Deferred prosecution and Non prosecution Agreements and the Erosion of Corporate Criminal Liability*”, in Public Law and Legal Theory Research Paper Series, n. 352, 2013.

UTSET MANUEL, “*Time-Inconsistent Management and the Sarbanes-Oxlay act*”, in Ohio N. U. L. Rev., 2005, pag. 417 ss.

VABRES REGIS, “*Le systeme europeen de supervision: etat del lieux et perspective*”, in Rev. dr. banc. fin., n. 1, 2010, etude 3.

VERVAELE JOHN, “*L’europizzazione del diritto penale e la dimensione penale dell’integrazione europea*” in Riv. trim. dir. pen. econ., 2005, pag. 129 ss.

VERVAELE JOHN, “*Sviluppo storico del diritto penale speciale e del diritto penale economico e finanziario*”, in Riv. Trim. dir. pen. econ., 2011, pag. 529 ss.

VERVAELE JOHN, “*Ne Bis in Idem: Towards a Transnational Constitutional Principle in the EU?*”, in GLESS & VERVAELE, in Utrecht L. Rev., 2013, pag. 221 ss.

VERVAELE JOHN & LUCHTMAN MICHIEL, “*Enforcing the Market Abuse Regime: Towards an integrated Model of crime and Administrative Law Enforcement in the European Union*”, in New J. Eur. Crim. Law, 5, 2014, pag. 192 e ss., per la traduzione in italiano in Riv. trim. dir. pen. econ., 3-4, 2014, pag. 677 ss.

VIGANO FRANCESCO, “*Doppio binario sanzionatorio e ne bis in idem: verso una diretta applicazione dell’art. 50 della Carta*”, in Dir. pen. cont. – Riv. Trim., 2014, pag. 219 ss.

VIGANÒ FRANCESCO, “*Ne bis in idem e contrasto agli abusi di mercato: una sfida per il legislatore e i giudici italiani*”, in Dir. pen. cont., 2016.

VIGANÒ FRANCESCO, “*Il dialogo difficile: ancora fraintendimenti della Cassazione civile sulla giurisprudenza della Corte EDU in materia di sanzioni CONSOB e retroattività in mitus*”, in Dir. pen. cont., 7 marzo 2016

VIZZARDI MATTEO, “*Manipolazione del mercato, un doppio binario da ripensare?*”, in Riv. it. dir. proc. pen., 2006, pag. 704 ss.

VROONHOF PAUL & BOOG JOHN, “*Effects of possible changes to the Market Abuse Directive – Impact on administrative burdens of enterprises in the EU*”, EIM, 2011.

WALDFOGEL JOEL, “*The Effect of Criminal Conviction on Income and the Trust*”, in J. Hum. Res., 1994, pag. 62 ss.

WEEKES MARK, “*Deferred prosecutions agreements: a practical consideration*”, in Crim. L. Rev. 2014, pag. 416 e ss.

WEISBURD DAVID, WHEELER STANTON, WARING ELIN & BODE NANCY, “*Crimes of the middle classes: white collar offender in the federal court*”, National Institute of Justice, Yale University, 1991.

WEISSMANN ANDREW & BLOCK JOSHUA, “*White Collar defendants and White Collar Crimes*”, in Yale L. J., 2007, pag. 286 ss.

WELLS CELIA, “*Corporations and Criminal Responsibility*”, Oxford University Press, 2001.

WELLS CELIA, “*Corporate Failure to Prevent Economic Crime*”, in Bus. L. Rev., 2015.

WRIGHT JOSHUA & GINSBURG DOUGLAS, “*Behavioural Law and Economics: Its Origins, Fatal Flows, and Implication for Liberty*”, in Nw. L. Rev., 2012, pag. 1033 ss.

ZABALA BRUNO, “*French lesson*”, in Int. Fin. L. Rev., 26, 2007, pag. 48 ss.

ZANOTTI ROBERTO, “*Il nuovo diritto penale dell’economia. Reati societari e reati in materia di mercato finanziario*”, Giuffrè, 2008.

ZIMMERMANN FRANK, “*The Implications of the Treaty of Lisbon on criminal Law*”, in HUBER (a cura di), “*The EU and National Constitutional Law*”, 2012, pag. 63 e ss.