



CONSULENTI DI DIREZIONE ASSOCIATI

## Manipolazione del mercato da valutare con la prognosi postuma

### Le notizie devono essere, in concreto ed ex ante, idonee ad alterare sensibilmente il valore dei titoli

La concreta idoneità delle condotte di manipolazione del mercato - di cui all'art. 185 del DLgs. 58/98 (c.d. TUF) - deve essere accertata, alla luce dei dati fattuali significativi esistenti al momento della condotta, sulla base del criterio che il gergo penalistico definisce della "prognosi postuma". Criterio volto a verificare se - con riferimento all'intera platea degli investitori, nonché alla complessiva situazione di mercato, e valutando anche le iniziative sollecitatorie della Consob a norma dell'art. 114 del TUF - gli effetti decettivi dei fatti comunicativi, prevedibili in concreto ed ex ante quali conseguenze della condotta dell'agente, sarebbero stati potenzialmente idonei a provocare una sensibile alterazione del prezzo di mercato del titolo rispetto a quello determinato in un corretto processo di formazione del prezzo stesso.

È questa la sintesi della decisione con la quale la Cassazione, nella sentenza n. 53437, depositata ieri, ha annullato la sentenza della Corte d'Appello di Roma che aveva assolto gli imputati, appartenenti alla c.d. "cordata Baldassare", nella vicenda relativa alla manifestazione di interesse all'acquisto delle azioni Alitalia nelle mani del MEF. A tale cordata, infatti, si contestava la reiterata diffusione di notizie prive di fondamento sulla consistenza economica della stessa, sulla disponibilità di partners autorevoli e sulla serietà e credibilità dell'offerta di acquisto; condotte che intervenivano in una fase cruciale per il gruppo Alitalia.

La fattispecie in questione - ricorda la Suprema Corte alla luce di una numerosa serie di precedenti - è reato comune, di mera condotta e di pericolo concreto, che si consuma nel momento stesso in cui la notizia, suscettibile di determinare uno scompenso valutativo del titolo, viene comunicata o diffusa.

Basta, quindi, che siano poste in essere le cause dirette a cagionare una sensibile alterazione del prezzo degli strumenti finanziari, senza che sia necessario il verificarsi di questo evento. Il realizzarsi di siffatta alterazione può avere valore di indizio circa l'idoneità della condotta, ma il reato sussiste anche senza che la variazione del prezzo si sia concretizzata; ciò proprio perché la fattispecie tutela anticipatamente l'interesse alla corretta formazione del prezzo dello strumento finanziario. Risulta, quindi, necessaria un'adeguata indagine circa l'idoneità ex ante della condotta manipolativa a produrre una variazione penalmente rilevante, indipendentemente da quella successivamente riscontrata.

Con particolare riguardo a tale variazione, le notizie diffuse devono caratterizzarsi per la loro concreta idoneità ad influire sul corso delle contrattazioni dei titoli; e la distorsione sul relativo valore, che le notizie diffuse devono essere in grado di determinare per presentare rilevanza penale, deve essere "sensibile" (c.d. price sensitivity). Tale azione è in grado di mettere in pericolo l'interesse protetto dalla norma, costituito dal corretto ed efficiente andamento del mercato al fine di garantire che il prezzo del titolo nelle relative transazioni rifletta il suo valore reale e non venga influenzato da atti o fatti artificiali o fraudolenti.

Da queste caratteristiche consegue che l'unico criterio di accertamento del reato non possa che essere quello della "prognosi postuma"; ossia un giudizio in concreto ed ex ante che valorizzi tutti i



CONSULENTI DI DIREZIONE ASSOCIATI

dati fattuali esistenti al momento della condotta in funzione della verifica della connotazione decettiva del fatto comunicativo e della sua idoneità a produrre effetti distorsivi sul patrimonio conoscitivo dell'investitore. Il fatto comunicato è "tipico" quando concretamente in grado di influire sulla formazione della volontà negoziale dell'investitore, persuadendolo circa la convenienza nell'impiego del denaro in un investimento ovvero circa l'opportunità della relativa dismissione. Vale a dire che la condotta distorsiva è penalmente rilevante quando idonea a provocare una sensibile alterazione del prezzo di strumenti finanziari così che il pubblico degli investitori sia indotto in errore circa lo spontaneo e corretto processo di formazione dei prezzi.

L'idoneità in concreto ed ex ante della condotta manipolativa a produrre una sensibile alterazione del prezzo del titolo, inoltre, deve essere vagliata in rapporto alla corretta formazione del prezzo dello strumento finanziario e in relazione a qualsiasi tipologia di investimento; ciò indipendentemente da valutazioni proiettate su modifiche strutturali negli assetti proprietari e gestionali dell'emittente destinate ad incidere sulla sua linea industriale.

Il fatto che il reato in questione sia "comune", poi, implica solo che, con riferimento ai soggetti non interni all'emittente debba essere particolarmente rigorosa, e correlata ad un esame estremamente approfondito di tutti i dati fattuali di possibile significatività, la ricordata prognosi postuma.

Prognosi postuma che deve considerare anche le richieste della Consob, ex art. 114 del TUF, di diffondere notizie relative alla società emittente; trattandosi di un indice della possibile riconoscibilità in tali notizie della "price sensitivity".