

NOTA INFORMATIVA N. 43/2021

ABUSO DI INFORMAZIONI PRIVILEGIATE E INSIDER DI SE STESSO

1. Il caso Cremonini S.p.A.

La sentenza Cass., Sez. V, sent. 15 aprile 2021 (dep. 11 agosto 2021), n. 31507 rappresenta la conclusione della nota vicenda processuale, che ha investito il gruppo di controllo della società quotata in borsa Cremonini S.p.A. La decisione assume particolare rilievo quanto all'interpretazione della definizione di informazione privilegiata, quale elemento costitutivo del reato di *insider trading* (art. 184 t.u.f.).

La Corte di cassazione, da un lato, ha stabilito la rilevanza, anche prima della riforma del 2018, delle tappe intermedie di processi prolungati quali informazione privilegiata; dall'altro, ha confermato l'orientamento già espresso quanto alla rilevanza del c.d. *insider* di sé stesso. La sanzionabilità di quest'ultimo che, creatore della notizia, la usa sul mercato a fini speculativi prima di comunicarla al pubblico, dipende dal significato che viene attribuito al termine informazione.

La questione interpretativa della quale è stata investita la Corte è se il concetto di "informazione" sia sinonimo di "dato conoscitivo/notizia" o se, al contrario, sia necessario un trasferimento di dati da un soggetto che crea la notizia a un soggetto che, ricevendola, diviene informato.

I giudici hanno affrontato altresì il problema della legittimità, alla luce dell'art. 4 Protocollo 7 CEDU e dell'art. 50 CDFUE, dell'avvio di due separati procedimenti (uno amministrativo e l'altro penale) per lo stesso fatto nei confronti dei medesimi soggetti, tema che però non verrà trattato, essendo stato già ampiamente scandagliato dalla dottrina e dalla giurisprudenza con approdi, a oggi, pacifici.

2. Il fatto storico

Prima di analizzare l'iter argomentativo con il quale la Corte ha affermato la rilevanza delle tappe intermedie quali informazione privilegiata e la sanzionabilità del c.d. *insider* di sé stesso, appare utile una sintetica ricostruzione del fatto storico.

Il gruppo di controllo della società quotata in borsa Cremonini S.p.A. aveva deciso di cancellare la stessa dal listino di borsa ovvero eseguire il c.d. *delisting*. A tal fine, in data 31 marzo 2008 veniva comunicata al mercato la decisione del lancio di un'OPA totalitaria e volontaria.

Nondimeno, la Consob accertava (con delibera n. 17777 del 15/05/2011) che nell'arco temporale tra il 9 gennaio e il 20 febbraio 2008 la Cremofin s.r.l. aveva acquistato, per mezzo del suo amministratore unico e in attuazione della decisione presa dal presidente e azionista di controllo di Cremonini S.p.A. e dall'amministratore delegato della già menzionata società, un innumerevole quantitativo di azioni della società quotata. Per tale ragione, l'ente di vigilanza riteneva che i soggetti avessero agito in violazione dell'art. 187-bis t.u.f. per aver effettuato acquisti degli strumenti finanziari utilizzando l'informazione privilegiata, allora ancora non conosciuta dal mercato, del lancio dell'OPA. Quindi, la Consob irrogava loro la sanzione pecuniaria e quella accessoria prevista dall'art. 187-quinquies t.u.f. La Corte di Appello di Bologna, investita dell'opposizione (ex art. 187-septies t.u.f.), la rigettava; decisione poi convalidata anche dalla Corte di cassazione civile nel 2017.

Per gli stessi fatti veniva avviato altresì il procedimento penale. Le Corti territoriali confermavano gli approdi a cui era già giunta la Corte di cassazione civile quanto alla illiceità delle condotte poste in essere dal gruppo di controllo di Cremonini e, in particolar modo, della rilevanza dell'*insider* di sé stesso.

3. L'insider trading

Come è noto, il delitto di *insider trading* è stato introdotto nell'ordinamento italiano con la legge 17 maggio 1991, n. 157, in attuazione della direttiva 89/592/CEE ove appariva per la prima volta il concetto di informazione privilegiata. La disposizione, che puniva anche il c.d. *insider* secondario, era imperniata sull'obbligo assoluto di astensione dall'operare o dal comunicare a terze informazioni riservate di cui si entrava in possesso. Nel 1998, con la legge n. 58 del 1998, Testo unico della Finanza, il reato di *insider trading* è stato trasposto nell'art. 180 del citato t.u.f. e rubricato "abuso di informazioni privilegiate". La configurazione attuale dell'illecito penale è, invece, scaturita dalla riforma del 2005, in attuazione delle direttive eurounitarie n. 6 (MAD I) e n. 124 del 2003. In particolare, la riforma del 2005 ha modificato la struttura del delitto pur mantenendo invariata la rubrica e lo ha trasferito all'art. 184 t.u.f.

Il delitto di abuso di informazioni privilegiate punisce il soggetto che, essendo in possesso di un'informazione privilegiata in ragione della carica ricoperta nell'emittente o per l'esercizio di un'attività lavorativa, professione o funzione, anche pubblica, o di un ufficio, realizza condotte di *trading*, *tipping* e *tuyautage*. L'illecito è quindi incentrato sul divieto di uso e comunicazione a terzi di un'informazione acquisita in ragione di una carica o dell'attività lavorativa svolta, che viene definita come privilegiata. Tale informazione, quale elemento di fattispecie, trovava la sua definizione all'epoca dei fatti della presente pronuncia, prima della riforma europea e di quella a opera del d.lgs. n. 107 del 2018, all'art. 181 t.u.f.

Infatti, a distanza di più di dieci anni dalla prima direttiva, al fine di rendere più effettiva e omogenea la repressione dei fenomeni illeciti in tutto il territorio dell'Unione, la materia del *market abuse* è stata oggetto nel 2014 di un intervento riformatore. L'Unione Europea ha adottato il Regolamento n. 596 del 2014 (MAR), concernente la modifica alla disciplina amministrativa degli abusi di mercato e la direttiva 2014/57/UE (MAD II) inerente alla riforma degli illeciti penali. Questi hanno abrogato le precedenti direttive (la n. 6 e n. 124 del 2003).

Alla luce di tali interventi normativi, la legge di delegazione europea 2014 – legge n. 114 del 2015 – conteneva esplicita indicazione al Governo di dare attuazione alle riforme, quindi di adeguare la normativa interna in materia di *market abuse*. Senonché, quest'ultimo ha invece ritenuto l'Italia già conforme alla nuova disciplina degli abusi di mercato e, pertanto, di non dover dare alcuna attuazione alla direttiva MAD II.

Di conseguenza, alla scadenza del termine per l'attuazione della direttiva (3 luglio 2016) è entrato in vigore il solo Regolamento MAR perché direttamente applicabile. Lo stesso, però, necessitava di essere coordinato con le disposizioni del t.u.f. ancora in vigore. L'esecutivo, investito della delega per procedere in tal senso, con il d.lgs. n. 107 del 2018 ha adeguato la normativa nazionale al solo regolamento MAR, e quindi alla sola disciplina amministrativa degli abusi di mercato. Tuttavia, il legislatore ha modificato la nozione di informazione privilegiata andando a incidere, di conseguenza, anche sulla disciplina penalistica. Infatti, è stato abrogato l'art. 181 t.u.f., che conteneva la definizione di informazione privilegiata e, contestualmente, questa è stata inserita all'art. 180, lettera b-ter), t.u.f., attraverso un rimando diretto all'art. 7 MAR.

L'art. 181 t.u.f. prevedeva una definizione a cascata interamente ricalata su quella eurounitaria, derivante dalla lettura in combinato disposto delle direttive 6 e 124 del 2003.

Al comma 1 il legislatore italiano definiva in via generale il concetto di informazione privilegiata, mentre ai commi successivi specificava il significato di alcuni elementi chiave. L'informazione era considerata privilegiata quando aveva carattere preciso, non era stata resa pubblica, concerneva direttamente o indirettamente uno o più strumenti finanziari, e che se fosse stata resa pubblica avrebbe potuto influire sul prezzo degli stessi. Al comma 3 si definiva il concetto di precisione. Si leggeva nel testo che un'informazione è precisa se:

- si riferisce a un complesso di circostanze esistente o che si possa ragionevolmente prevedere che verrà a esistenza o a un evento verificatosi o che si possa ragionevolmente prevedere che si verificherà;
- è sufficientemente specifica da consentire di trarre conclusioni sul possibile effetto del complesso di circostanze o dell'evento di cui alla lettera a) sui prezzi degli strumenti finanziari.

Al comma 4 si esplicitava uno dei requisiti fondamentali dell'informazione privilegiata: la *price sensitivity*. Per informazione *price sensitive* si intendeva quell'informazione che presumibilmente un investitore ragionevole avrebbe usato per fondare le proprie ragioni di investimento. L'investitore ragionevole (soggetto modello) era considerato dalla dottrina un individuo dotato di medie competenze nel mercato in cui l'*insider* opera.

Come detto, con il d.lgs. n. 107 del 2018, è stato abrogato l'art. 181 t.u.f. e contestualmente modificato l'art. 180 t.u.f. con l'inserimento della lettera *b-ter*), in cui è prevista l'attuale definizione di informazione privilegiata attraverso un rimando all'art. 7 MAR. Il legislatore interno, quindi, ha scelto di non definire direttamente l'informazione privilegiata, utilizzando la tecnica del rinvio. Pertanto, a oggi, la definizione di informazione privilegiata è contenuta esclusivamente nell'art. 7 del regolamento UE n. 596 del 2014. La definizione contenuta nel MAR appare quasi totalmente conforme alle direttive abrogate e all'art. 181 t.u.f. Le novità sono:

- la rilevanza delle informazioni relative a quote d'emissione o ai prodotti oggetto d'asta e correlati (comma 1, lettera c);
- l'ipotesi della trasmissione dell'informazione dal cliente alla persona incaricata dell'esecuzione di ordini relativi a strumenti finanziari (comma 1, lettera d);
- l'esplicita inclusione, delle tappe intermedie dei processi prolungati quali informazione privilegiata (comma 3).

Si può notare, dunque, come la definizione di un elemento di fattispecie del reato di *insider trading* è contenuta in una fonte extrastatale, che va a eterointegrare il delitto *ex art. 184 t.u.f.*, e ciò desta alcune perplessità circa la compatibilità di tale tecnica normativa con il principio della riserva di legge.

4. Lo sfruttamento di un'informazione concernente un evento futuro e incerto

Il caso di specie, quindi, ha a oggetto lo sfruttamento di un'informazione concernente un evento futuro e incerto, inserito in un processo decisionale a formazione progressiva. Per tale ragione, il quarto motivo di ricorso lamenta, in concreto, l'assenza del carattere della precisione della notizia che, invece, deve avere l'informazione privilegiata il cui uso è vietato ai sensi dell'art. 184 t.u.f.

Come visto, la rilevanza delle tappe intermedie dei processi prolungati quali informazione privilegiata è divenuta esplicita solo a seguito della modifica della definizione, ora contenuta all'art. 7 del MAR, di cui l'art. 180 t.u.f. dal 2018 ne fa diretto rinvio. La questione che si è posta all'interprete è se queste rilevassero anche prima di tale modifica poiché, essendo un elemento di fattispecie dell'illecito *ex art. 184 t.u.f.*, dalla risposta a tale quesito dipende l'ambito del penalmente rilevante. Invero, se la risposta fosse negativa si tratterebbe di una nuova incriminazione applicabile solo per il futuro (*ex art. 2, comma 1, c.p.*), e quindi non al fatto concreto in esame.

Il caso della sentenza in oggetto riguardava, infatti, una condotta di *insider trading* commessa nel 2008, quindi nella vigenza della normativa abrogata dal d.lgs. n. 107 del 2018 e prima dell'adozione del MAR e della MAD II (2014). Dunque, stante il principio costituzionale della irretroattività della legge sfavorevole, bisogna far riferimento alla normativa *ante* 2014 per valutare se il caso concreto, avente a

oggetto un evento *price sensitive* non ancora esistente, da apprezzarsi in un quadro decisionale a formazione progressiva, costituisse reato.

La definizione di informazione privilegiata prima dell'abrogazione dell'art. 181 t.u.f. era contenuta in una disposizione emanata dal legislatore italiano in attuazione di una direttiva europea. Sul punto è pacifico che le disposizioni di derivazione europea vadano interpretate non solo alla luce del diritto dell'Unione ma anche alla luce dell'interpretazione di questo operata dalla Corte di Giustizia.

Ci si deve quindi domandare se la definizione di informazione privilegiata contenuta nelle direttive 2003/6/CE e 2003/124/CE ricomprendesse già tacitamente le tappe intermedie dei processi prolungati e, successivamente, se la definizione italiana (art. 181 t.u.f.) andasse interpretata alla luce di quella europea o se tale interpretazione costituisca analogia *in malam partem*.

La soluzione al quesito prospettata dalla presente pronuncia si inserisce nel solco di una precedente della stessa Corte italiana (del 2019), che ha affermato la rilevanza delle tappe intermedie dei processi prolungati quali informazione privilegiata, risultando pienamente conforme. Il percorso argomentativo, che ha condotto i giudici di legittimità all'affermazione della sussistenza nel caso di specie del carattere della precisione della notizia abusata poggia sull'interpretazione della definizione di informazione privilegiata fornita dalla Corte di Giustizia nel 2012, nel caso *Markus Gelts v. Daimler AG*, ove la stessa ha affermato che non vi è alcuna ragione per ritenere escluso dalla definizione di informazione privilegiata la tappa intermedia di un processo prolungato.

Seppur la sentenza *Daimler* è inerente a una violazione di obbligo di *disclosure*, questa risulta di particolare interesse anche per la definizione di informazione privilegiata integrante il reato di *insider trading*. Tale definizione non è funzionale esclusivamente al reato di cui all'art. 184 t.u.f., ma anche agli obblighi di comunicazione al pubblico di informazioni *price sensitive* (art. 114 t.u.f.). Nonostante le definizioni non siano esattamente coincidenti tra le stesse sussiste uno stretto legame. Dunque, l'elaborazione giurisprudenziale in tema di obbligo di comunicazione è comunque idonea a fungere da parametro interpretativo per il concetto di informazione privilegiata rilevante ai fini del delitto di *insider trading*. Infatti, poiché l'informazione ex art. 114 t.u.f. si presenta più ristretta di quella ex art. 184 t.u.f. ne deriva che tutto quello che è soggetto a obbligo di comunicazione è necessariamente oggetto di divieto di abuso.

Si deve quindi valutare se una tappa intermedia di un processo prolungato possieda tutti gli elementi costitutivi di un'informazione privilegiata, e in particolare il requisito della precisione.

Secondo la Corte di Giustizia un'informazione può dirsi precisa quando rispetta due requisiti cumulativi:

- l'informazione deve riferirsi a un complesso di circostanze esistente o di cui si possa ragionevolmente ritenere che si verificherà
- l'informazione deve essere sufficientemente specifica da consentire di trarre conclusioni sul possibile effetto di detto complesso di circostanze o di evento sul prezzo degli strumenti finanziari o di derivati a essi connessi.

A parere della stessa Corte, il fatto che nel concetto di circostanze o di evento possa rientrare anche una fase intermedia sarebbe supportata dall'art. 3, paragrafo 1, della direttiva 2003/124 che menziona tra gli esempi di informazione privilegiata di cui si può ritardare la divulgazione (nei casi previsti dall'art. 6, paragrafo 2, della MAD I) alcune ipotesi palesemente riconducibili a una tappa intermedia, come per esempio le negoziazioni in corso.

Nessun dubbio, quindi, secondo la Corte di Lussemburgo, sulla riconducibilità nell'alveo del concetto di informazione privilegiata anche della tappa intermedia, quando questa sia precisa, anche alla luce della *ratio* della disciplina emergente dal secondo e dodicesimo considerando della MAD I.

La Corte, nel caso *Daimler*, veniva investita di una seconda domanda pregiudiziale. Il quesito era se l'espressione si possa ragionevolmente ritenere, di cui all'art. 1 della direttiva 2003/124/CE, richieda che la probabilità sia giudicata preponderante o elevata, oppure se si debba intendere che il grado di probabilità dipenda dall'attitudine della circostanza o dell'evento di influire sui prezzi.

Hanno affermato i giudici di Lussemburgo che il termine ragionevolmente evoca un criterio fondato su regole derivanti dall'esperienza comune; non andrebbe comunque interpretato nel senso di esigere la dimostrazione di un'elevata probabilità delle circostanze o degli eventi.

Per quanto attiene al quesito se la probabilità di verifica del fatto futuro e incerto dipenda dall'ampiezza degli effetti, la risposta della Corte è stata negativa. Infatti, non vi è alcuna ragione per ritenere che da una maggiore ampiezza discenda una maggiore probabilità di verifica dell'evento. I due criteri (precisione e *price sensitive*) sono due requisiti minimi, i quali devono sussistere entrambi affinché l'informazione possa definirsi privilegiata. Il bilanciamento tra probabilità di verifica e possibile impatto sui prezzi, a ben vedere, a parere dei giudici di Lussemburgo, è diretto a determinare se l'informazione sia idonea a incidere sensibilmente sui prezzi e, quindi, se un investitore modello la terrebbe in considerazione. Tale affermazione sembra inserirsi nel solco dell'elaborazione giurisprudenziale statunitense ove il c.d. *probability magnitudo test* viene utilizzato in caso di eventi ad alta speculatività per valutare se l'informazione è *material*, ovvero se è un'informazione che un investitore ragionevole utilizzerebbe come uno dei dati su cui fondare le proprie scelte di investimento. Avendo stabilito che nella definizione europea fossero già tacitamente ricomprese anche le tappe intermedie di processi a formazione progressiva, si deve valutare se l'art. 181 t.u.f. andasse interpretato alla luce della normativa europea. Sarebbe potersi dire che, quantomeno dal 2014 in poi, si sarebbero dovute già far rientrare nel concetto di informazione privilegiata le tappe intermedie dei processi prolungati. Bisogna invece rilevare come dal 2014 la definizione è contenuta, non più in una direttiva (ci si riferisce alla direttiva 124/2003/CEE), bensì in un regolamento, che ai sensi dell'art. 228, comma 2, TFUE, è obbligatorio in tutti i suoi elementi e direttamente applicabile a ciascuno degli Stati membri.

Alla stessa conclusione si dovrebbe arrivare, ed è arrivata anche la Corte italiana nel caso di specie, per la definizione *ante* 2014, attraverso l'interpretazione conforme che non sembrerebbe risolversi un procedimento analogico *in malam partem*.

Nel caso in esame, dunque, la Corte di Cassazione ha rilevato come l'evento futuro rappresentato dal lancio dell'OPA avesse il carattere della precisione e della specificità, alla luce di solidi dati oggettivi, individuabili in una serie di passaggi operativi che costituivano l'attuazione del progetto di *delisting*, che si era reso improcrastinabile a seguito di un accordo concluso nel dicembre 2007 con il gruppo brasiliano. Invero, a parere dei giudici di legittimità, il permanere, anche a seguito dell'accordo, del c.d. *holding discount*, nonostante la riduzione dell'indebitamento consolidato, unitamente allo svolgersi di trattative caratterizzate da un alto dinamismo operativo e un numero significativo di controparti, hanno dimostrato la ferma volontà del lancio dell'OPA; situazione che rendeva del tutto prevedibile la verifica dell'evento futuro e incerto.

5. Informazione, notizia, dato conoscitivo

La pronuncia in esame appare di sicuro interesse per l'affermazione della rilevanza penale dell'*insider* di sé stesso. Il nodo interpretativo da sciogliere è costituito dal corretto significato da attribuire al termine informazione e, segnatamente, se questo sia sinonimo di notizia/dato conoscitivo, o se, al contrario, sia necessario un trasferimento di dati da un soggetto creatore della notizia a un soggetto che, ricevendola, diviene informato.

Sul punto la presente decisione aderisce alla prima opzione interpretativa, in totale conformità con la giurisprudenza di merito e di legittimità civile sugli stessi fatti.

Contrariamente, in una pronuncia di poco precedente a quella in esame, vertente su un caso di richiesta di estradizione per il reato di *insider trading* criminale (art. 184, comma 2, t.u.f.), la sesta sezione della Corte di cassazione, seppur in un *obiter dictum*, sembrerebbe affermare l'irrilevanza penale dell'*insider* di sé stesso, in aperto contrasto con la giurisprudenza dominante. Invero, la sesta sezione ha rilevato come il tenore letterale della norma incriminatrice richiede che il soggetto agente sia in possesso dell'informazione *a motivo* del compimento o della preparazione dell'attività delittuosa, e quindi in quanto *produttore* della stessa. Sicché, ha statuito la Corte, «fermo il canone che non si può essere *insider* di sé stessi», senza tale disposizione la condotta dell'*insider* criminale non si sarebbe potuta sussumere nel delitto di abuso di informazioni privilegiate. Tale pronuncia sembrerebbe ripercorrere quelle argomentazioni, rigettate dalle Corti nella vicenda Cremonini, che rinvergono nell'*insider* criminale la conferma dell'esclusione della rilevanza penale dell'*insider* di sé stesso. La tesi poggia sull'assunto errato, secondo la giurisprudenza dominante, che la disposizione contenuta al secondo comma dell'art. 184 t.u.f. ha come fine quello di consentire, in via eccezionale, l'assoggettamento alla sanzione penale del produttore dell'informazione privilegiata. In merito, il Tribunale di Milano Cremonini aveva rilevato come, in assenza della norma, l'*insider* criminale non sarebbe stato sanzionabile, non in virtù dell'assenza di alterità tra informazione e creatore, ma per difetto della qualifica soggettiva richiesta al primo comma. Pertanto, tale disposizione non dovrebbe essere letta quale deroga ad alcun principio generale di irrilevanza dell'*insider* di sé stesso.

Tornando alla pronuncia in esame, l'*iter* argomentativo muove dall'assunto che tutti gli enunciati siano caratterizzati per natura da vaghezza e ambiguità di senso delle singole parole e che, per tale ragione, il significato di questi vada considerato nel suo insieme e non rispetto ai singoli termini che li compongono, secondo quanto, d'altronde, prescritto dall'art. 12 disp. prel. cod. civ.

A parere della Corte, ne deriva che, la connessione tra i termini e la *ratio legis* deve orientare l'interprete, ovviamente nei limiti in cui quest'ultima sia fatta palese nella formula legislativa. In questo quadro, la Corte, nel caso in commento, ribadisce come la determinatezza, che costituisce un principio fondamentale dell'ordinamento in materia penale (art. 25, comma 2, cost.), assicura non solo al giudice di poter avere disposizioni sufficientemente definite da poter essere applicate senza particolari difficoltà ma, soprattutto, garantisce ai consociati «una percezione sufficientemente chiara e immediata» della liceità o meno della propria condotta. Sul punto, hanno cura di precisare i giudici di legittimità, che il principio determinatezza non è violato dall'inserimento nei testi di legge di termini polisensibili, clausole generali o concetti elastici, quando la formulazione consenta comunque all'interprete di individuare il corretto significato attraverso un'operazione interpretativa non eccedente i limiti costituzionalmente dati.

Dopo aver brevemente delineato i limiti entro il quale l'interprete deve esplicitare la sua attività esegetica, la Corte ha affermato che l'informazione è definibile come un insieme di dati descrittivi della realtà, che non necessariamente è costituita da una componente dinamica di raccolta e trasferimento a terzi. A sostegno di tale interpretazione, oltre che richiamare la pronuncia della Corte civile sugli stessi fatti, i giudici di legittimità hanno rilevato come il termine informazione sia stato utilizzato proprio in tale senso anche nel reato di cui all'art. 316-ter c.p. Invero, recentemente la giurisprudenza ha avuto modo di affermare come configuri il reato di indebita percezione di erogazione pubbliche il conseguimento dell'assegno sociale ove l'imputato non aveva comunicato all'INPS il proprio trasferimento all'estero. In tale caso, non v'è dubbio che il termine informazione sia stato usato quale sinonimo di conoscenza, essendo il dato prodotto dal soggetto stesso e non una notizia a lui pervenuta da terzi.

L'argomentazione della Corte a sostegno di tale interpretazione si snoda poi nel solco dei percorsi già tracciati dalle pronunce di merito e di legittimità per gli stessi fatti. In motivazione della sentenza in

esame si afferma l'erroneità della tesi difensiva che sostiene che si debba escludere la rilevanza penale l'*insider* di sé stesso in virtù del fatto che a questi manca la qualifica soggettiva richiesta dalla norma incriminatrice. Tale tesi ritiene che vi sia assenza della qualifica in capo al soggetto agente perché detentore dell'informazione non in ragione della posizione ricoperta nell'emittente o del lavoro svolto ma per averla ideata. La Corte, contrariamente, ha rilevato come il sostantivo informazione sia polisenso e quindi vada letto alla luce dell'intera disposizione e che il termine in ragione non orienta l'interpretazione verso la necessità di alterità tra creatore e utilizzatore.

Al fine di una più agevole comprensione di tale passaggio argomentativo della Corte penale, è utile la lettura congiunta anche della pronuncia, per gli stessi fatti, della cassazione civile.

Invero, più esplicitiva appare sul tema l'argomentazione della Cassazione civile. La stessa ha rilevato come la tesi che afferma che il soggetto creatore della notizia non la posseda in ragione della sua attività lavorativa o per la carica ricoperta nell'emittente, ma a motivo di averla creata, poggia sull'errato postulato che il termine informazione non sia sinonimo di dato conoscitivo ma, al contrario, necessiti di un trasferimento di dati. Infatti, se si assume tale ultima definizione di informazione, infatti, ne deriva che solo colui che viene informato la può detenere in ragione della sua attività lavorativa o per la carica ricoperta nell'emittente, mentre il creatore la deterrà a titolo di ideatore. Però, una volta rigettato il postulato che l'informazione debba essere un trasferimento di dati, viene meno, di conseguenza, anche l'asserita mancanza del nesso funzionale.

Nel caso di specie è agevole notare come gli imputati fossero in possesso della notizia del lancio dell'OPA in ragione delle loro cariche sociali. Invero, se non avessero ricoperto esattamente quei ruoli, l'oggetto stesso dell'informazione posseduta non sarebbe venuto a esistenza. Interessante, al tempo stesso, è anche il rilievo della sentenza di merito del Tribunale penale di Milano, ove si aggiunge che la modifica legislativa, che ha sostituito la locuzione ottenute in virtù con in ragione, indichi una precisa volontà, in rottura con il passato, di non connotare il termine informazione di alcuna necessità di trasferimento conoscitivo.

La Corte di cassazione penale, poi, valorizzando l'obiettivo della normativa, consistente nel garantire l'integrità dei mercati finanziari e accrescere la fiducia degli investitori, ha analizzato, altresì, l'esatta portata del 30 considerando della MAD I (ora contenuto all'art. 9, comma 5, MAR). La disposizione prevedeva che non potesse considerarsi abuso di informazione privilegiata la condotta del soggetto che proceda al compimento di operazioni che necessitano di decisioni preliminari, come per l'appunto l'acquisizione o la cessione di strumenti finanziari. A ben vedere, il considerando presupponeva una totale coincidenza con l'oggetto della decisione e l'operazione concretamente effettuata. In altre parole, non costituiva *insider trading* la preliminare decisione di lanciare l'OPA, il compimento delle operazioni tecnicamente necessarie e l'effettivo lancio.

Ha osservato la Corte come, nel caso di specie, non sussiste tale coincidenza poiché le condotte realizzate dai soggetti agenti si sono concretizzate nel rastrellamento di azioni dal mercato a prezzi più convenienti di quelli che avrebbero pagato dopo il lancio dell'OPA e non in mere attività esecutive del progetto.

Nel quadro di tale ricostruzione, risulta inconferente anche l'ultima censura della difesa circa la necessità di distinguere tra il soggetto creatore della notizia, che la sfrutti per migliorare le condizioni attuative del progetto, e chi sfrutti parassitariamente l'informazione appresa da altri. Invero, la normativa mira a sanzionare chi in possesso di un'informazione non pubblica, precisa e avente il carattere del *price sensitive*, la sfrutti, così operando in condizioni di primazia informativa rispetto agli altri operatori di mercato. Pertanto, a parere dei giudici, non sussiste nessuna ragione giuridica per sanzionare solo ed esclusivamente il soggetto che la usi parassitariamente.

La Corte conclude quindi per la rilevanza penale del c.d. *insider* di sé stesso, ritenendo le condotte degli imputati suscettibili nell'art. 184 t.u.f. per aver utilizzato un'informazione non pubblica, precisa,

sufficientemente specifica da trarre conclusioni sul possibile effetto sui prezzi delle azioni e che un investitore ragionevole avrebbe utilizzato per fondare le proprie scelte di investimento.

15 ottobre 2021

Avv. Bruna Capparelli

prorevi auditing s.r.l.