

MATERIALITÀ E OFFENSIVITÀ DELL'ALTERAZIONE, INVESTITORE RAGIONEVOLE E GIUDIZI NELLA MANIPOLAZIONE DEL MERCATO

di Francesco Mucciarelli

SOMMARIO: 1. La dimensione di offensività della manipolazione del mercato. – 1.1. Una prospettiva di riforma. – 2. La rilevanza dell'informazione e l'individuazione del destinatario. – 2.1. Il rapporto con la nozione di informazione privilegiata. – 2.2. L'incidenza dell'informazione sulle conoscenze del destinatario. – 3. La tutela dell'autodeterminazione dei partecipanti al mercato. – 3.1. Le condotte reticenti. – 3.2. Il riflesso della manipolazione su valutazioni e giudizi dei partecipanti al mercato. – 4. Il controverso parametro dell'investitore ragionevole. – 4.1. I limiti del paradigma dell'agente-modello. – 4.2. La molteplicità delle categorie e l'irriducibilità a una nozione unitaria. – 5. Le peculiarità del linguaggio del mercato finanziario. – 5.1. La diversificazione delle conoscenze dei partecipanti al mercato. – 5.2. I limiti dell'opera di adattamento linguistico. – 6. La classificazione su base linguistica delle informazioni finanziarie. – 7. Il ruolo dell'informazione nelle dinamiche d'investimento. – 7.1. I riverberi sulla rilevanza dell'informazione. – 7.2. La decettività dell'informazione. – 8. Conclusioni.

1. La dimensione di offensività della manipolazione del mercato.

La nozione di materialità (*price sensitivity*) trova corrispondenza concettuale, all'interno della disposizione dell'art. 185 Tuf, nel requisito della idoneità ad alterare in modo sensibile il prezzo dello strumento finanziario.

Requisito, questo della idoneità alterativa, che deve essere predicabile delle condotte vietate perché le stesse possano dirsi tipiche. Ferma tale intrinseca ineranza, l'oggetto della potenzialità (intesa come proiezione offensiva della condotta) è rappresentato da un momento necessariamente esterno alla condotta medesima (l'alterazione sensibile del prezzo dello strumento finanziario), costitutivo del pericolo (concreto) che la norma mira a scongiurare.

Come si cercherà di mostrare nel prosieguo, alle differenti condotte proscritte corrispondono diverse modalità attraverso le quali si realizza l'offesa tipizzata dalla figura d'incriminazione. Se il compimento di un'operazione simulata o artificiosa, quando dotata della richiesta idoneità, realizza di per sé il concreto pericolo vietato, nel caso della diffusione di notizie false o fuorvianti¹ o della comunicazione decettiva che

¹ Come noto la disciplina eurounitaria accomuna, affiancandole, le due distinte connotazioni (come peraltro avviene nella disciplina nazionale a proposito dell'illecito amministrativo). In proposito è stato acutamente e condivisibilmente notato che la diffusione di notizie fuorvianti rientra nell'area della fattispecie dell'art. 185 sul rilievo che la clausola conclusiva (che allude ad «altri artifici») ben può comprendere anche tale modalità della condotta: v. E. BASILE, *Criminal Sanctions*, in *Market Abuse Regulation. Commentary and Annotated Guide*, a cura di M. Ventoruzzo, S. Mock, Oxford, 2022, 175. Né deve sfuggire che a ben vedere la notizia fuorviante può avere una capacità decettiva persino superiore a quella di una notizia falsa, posto che la difformità dal vero in determinati contesti può essere più facilmente riconoscibile di una distorsione

l'operazione simulata o artificiosa trasmette di sé stessa², tale pericolo concreto non consegue in modo immediato e diretto da tal genere di condotte.

A vedere bene, tali ultimi comportamenti si esauriscono in un atto comunicativo, la cui pericolosità rispetto al bene protetto (la tutela del mercato nella sua funzione allocativa del prezzo degli strumenti finanziari) dipende dalle opzioni operative che possono essere assunte dai soggetti destinatari della comunicazione decettiva. Soggetti che, proprio a cagione della falsa/fuorviante informazione ricevuta, vengono a disporre di un patrimonio conoscitivo alterato, sulla base del quale compiono le scelte d'investimento attraverso le quali si concretizza il pericolo per il bene protetto.

La considerazione delle manipolazioni di mercato realizzate attraverso forme di comunicazione decettiva (quella 'tradizionale' consistente nella diffusione di notizie false/fuorvianti, così come quella connessa alla portata comunicazionale dell'operazione simulata o artificiosa che comunica sé stessa), oltre a presentare una maggiore carica offensiva, suggerisce una notazione di carattere sistematico, forse non inutile per l'esame delle questioni inerenti alla struttura della fattispecie e dei suoi elementi costitutivi.

qualitativa e, da altro punto di vista, la portata condizionante di una informazione esagerata per eccesso o per difetto può avere un effetto ingannatorio (di induzione in errore) e quindi un'insidiosità non minore di quello di una notizia difforme dal vero: su quest'ultimo aspetto, si veda, volendo, F. MUCCIARELLI, *Gli illeciti di abuso di mercato, la responsabilità dell'ente e l'informazione*, in *Riv. trim. dir. pen. econ.*, 2008, 849 anche a nota 57. Sulla questione v. F. D'ALESSANDRO, *La manipolazione del mercato*, in AA. VV., *Reati in materia bancaria e finanziaria*, a cura di F. Consulich, Torino, Giappichelli, 2024, 203; E. MUSCO, *I nuovi reati societari*, III ed., Milano, 2007, 278; C. SANTORIELLO, *La tutela penale contro le frodi. Il reato di aggio*, in AA. VV., *La disciplina penale dell'economia*, I, a cura di C. Santoriello, Torino, 2008, 237; S. SEMINARA, *L'aggio* (art. 2637 c.c.), in AA. VV., *I nuovi reati societari: diritto e processo*, a cura di A. Giarda, S. Seminara, Padova, 2002, 555; S. SEMINARA, *Il diritto penale del mercato mobiliare*, II ed., Torino, 2022, 101, nonché, volendo, F. MUCCIARELLI, *Altri artifici: una (controversa) modalità di realizzazione del delitto di manipolazione del mercato*, in *Studi in onore di Mario Romano*, a cura di G. Forti, M. Bertolini, L. Eusebi, vol. III, Napoli, 2011, 2025.

² Sul tema dell'operazione che comunica sé stessa si tornerà diffusamente in seguito: è qui sufficiente far riferimento all'intuizione originaria di C. PEDRAZZI, *Problemi del delitto di aggio*, Milano 1958, 48, ora in C. PEDRAZZI, *Diritto penale, IV, Scritti di diritto penale dell'economia*, Milano, 2003, 25, da qui d'ora innanzi per le citazioni, nonché, scusandomi per l'ineleganza dell'autocitazione F. MUCCIARELLI, *Gli illeciti di abuso di mercato*, cit., 844-849. Conviene notare che il legislatore eurounitario ha riconosciuto la valenza dell'"operazione che comunica sé stessa" in maniera esplicita e inequivoca: si consideri da un la previsione dell'art. 5 MAD II che, nell'enumerare le condotte costitutive della manipolazione (informativa) del mercato), principia proprio con la descrizione di tale modalità ("conclusione di un'operazione, immissione di un ordine di compravendita o qualsiasi altra condotta che: i) fornisce segnali falsi o fuorvianti relativi all'offerta, alla domanda o al prezzo di uno strumento finanziario o di un contratto a pronti su merci collegato", art. 5 co. 2 lett. a Dir 57/2014), formula ripresa in modo pressoché identico dall'art. 12 MAR a proposito della descrizione della manipolazione informativa del mercato come violazione del Regolamento ("l'avvio di un'operazione, l'inoltro di un ordine di compravendita o qualsiasi altra condotta che: i) invii, o è probabile che 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", art. 12 co. lett. a Reg. 596/2014). Per un'analisi della questione successivamente agli interventi del legislatore eurounitario, si veda, volendo F. MUCCIARELLI, *La nuova disciplina eurounitaria sul market abuse: tra obblighi di criminalizzazione e ne bis in idem*, in *Dir. pen. cont. Riv. trim.*, 2015, 295; F. MUCCIARELLI, *Mercato finanziario e tutela penale*, in AA. VV., *Reati in materia bancaria e finanziaria*, a cura di F. Consulich, Torino, Giappichelli, 2024, 111.

Come poc'anzi anticipato, non è la comunicazione decettiva di per sé stessa a determinare in modo immediato l'esposizione a pericolo (concreto) del bene difeso, ma, più precisamente, la sua capacità di alterare il patrimonio conoscitivo degli operatori/destinatari della comunicazione medesima, patrimonio conoscitivo alterato sulla base del quale vengono poi assunte le decisioni operative. È dunque sulla idoneità a trarre in inganno, a indurre una falsa/fuorviata rappresentazione che si concentra e, in qualche misura, si esaurisce la portata offensiva di condotte di siffatto tipo: senza la *mediazione* dei soggetti destinatari delle comunicazioni decettive, tali comportamenti non andrebbero oltre sé stessi (atti comunicativi in quanto tali).

In altri termini: il parametro di riferimento essenziale per cogliere la tipicità delle condotte di manipolazione consistenti in fatti comunicativi (*id est*: condotte che si risolvono in un trasferimento, in una veicolazione di informazioni) è costituito dalla idoneità decettiva rispetto al destinatario (cui corrisponde l'idoneità alterativa del patrimonio conoscitivo e la conseguente influenza sulle scelte operative).

Siffatta ricostruzione dello schema essenziale dell'incriminazione suggerisce un riferimento sistematico all'archetipo dei reati di frode, rappresentato dalla figura codicistica della truffa.

Pur indubitabile che nella presente ipotesi non si è al cospetto, a differenza della fattispecie dell'art. 640 c.p., di un reato contro il patrimonio, bensì di un illecito che si colloca fra quelli legati al perseguimento del profitto a qualunque costo nell'agire economico posto a presidio di un bene essenziale per l'economia capitalista di mercato, non può tuttavia sfuggire la sostanziale assonanza fra una condotta che si sostanzia nella veicolazione di informazioni ingannatorie (art. 185 TUF) e il tratto di comportamento rappresentato dalla induzione in errore mediante artifici o raggiri, che, a loro volta, si risolvono nel trasferimento di informazioni capaci di ingannare (art. 640 c.p.).

D'altronde, a una connessione di tal genere aveva fatto riferimento la risalente e molto autorevole notazione per la quale il nucleo essenziale del delitto di false comunicazioni sociali era stato ricondotto al paradigma di una truffa tentata *in incertam personam*³. Se ben si osserva, il falso in bilancio (la *comunicazione* sociale per eccellenza) è, in ultima analisi, una peculiare forma di comunicazione (*id est*: di trasferimento di informazioni), per la cui tipicità è richiesto – come prescrive la legge – che le informazioni esposte in bilancio (e, dunque, per tal mezzo veicolate) lo siano «in modo concretamente idoneo a indurre altri in errore». Formula la cui ampiezza (denotata in specie dal termine “altri”) non autorizza dubbi sul profilo della diffusione dell'informazione decettiva già rispetto all'ipotesi dell'art. 2621 c.c., ma che nel caso dell'art. 2622 c.c. (riguardante le società quotate e quelle ad esse equiparate dal secondo

³ Scriveva C. PEDRAZZI, (voce) *Società commerciali (disciplina penale)*, in *Dig. disc. pen.*, XIII, Torino, 1998, adesso in C. PEDRAZZI, *Diritto penale*, III, cit., 305 (d'ora in avanti da qui le citazioni) *La disciplina penale*, cit., 305 «*la patrimonialità degli interessi in gioco e la connotazione oggettivamente soggettivamente fraudolenta autorizzano l'immagine di una truffa in incertam personam, ove all'anticipazione dell'intervento repressivo (tipica delle tutele a largo raggio) fa riscontro la severità del trattamento punitivo*». Significativo notare che il riferimento è ripreso in termini pressoché testuali da Cass. pen. Sez. Un. 31.3-27.5.2016, n. 22474, pres. Canzio, rel. Fumo, ric. Passarelli.

comma del medesimo art. 2622 c.c. in ragione della loro ‘espansione’ verso il pubblico) importa una sostanziale equiparazione con la previsione dell’art. 185 TUF sotto lo specifico ambito della destinazione dell’informazione al mercato⁴.

È il sintagma dell’*idoneità ad alterare in modo sensibile il prezzo dello strumento finanziario* a costituire dunque snodo concettuale cruciale, dal quale occorre necessariamente procedere.

Che tale nozione alluda senz’altro a un profilo dimensionale e, in questo senso, quantitativo è asserto non dubitabile: il riferimento al prezzo (*id est*: l’oggetto della potenziale alterazione) è di per sé conclusivo, in quanto rimanda a una grandezza (quella che esprime il prezzo). A ciò si aggiunga la denotazione ulteriore, che per la tipicità dell’alterazione esige che la stessa sia *sensibile*: termine, quest’ultimo, che in modo altrettanto inequivoco rimanda a un profilo quantitativo.

Il ricordato profilo dimensionale presenta però la caratteristica peculiare di non essere tradotto in una puntuale determinazione quantitativa (né in termini assoluti, né in misura percentuale). La circostanza assume rilievo ancora maggiore quando si osservi che la scelta del legislatore nazionale, perfettamente coincidente con quella eurounitaria (si pensi alle direttive MAD I e MAD II e al regolamento MAR 596/2014), trova riscontro anche in altri ambiti normativi e, ad essere precisi, non sono note previsioni legali che in materia di *market abuse* contemplino parametri numerici per indicare le soglie della materialità (intesa come misura della alterazione sensibile del prezzo dello strumento finanziario)⁵.

Tale opzione, sostanzialmente invariata in questo estremo a partire dalla formula adottata dall’art. 5 l. 157/1991 (che parlava infatti di idoneità «a influenzare sensibilmente il prezzo di valori mobiliari»), autorizza a concludere che la natura *quantitativa* dell’estremo definitorio in discorso si risolve in una determinazione relativamente indeterminata che, all’atto della sua concreta individuazione (in particolare, nella fase dell’accertamento), assume la forma di un giudizio sostanzialmente *qualitativo*.

⁴ Il tema verrà ripreso diffusamente nel prosieguo, bastando qui segnalare che la notazione essenziale si legge in C. PEDRAZZI, *Società commerciali*, cit. 305 e trova recente acuta conferma in F. CONSULICH, *Manipolazione del mercato e declino del sistema finanziario*, in *Sist. Pen.*, 4.9.2024, 5. Se ne trova riscontro nella giurisprudenza della Corte di Cassazione: oltre alla già citata Sez. Un. *in re* Passarelli, v. da ultimo, Cass. pen. Sez. V, 5.4.-10.7.2024, n. 27462.

⁵ Esemplificando: l’art. 284 *Código penal* prevede soglie quantitative di rilevanza di condotte riconducibili alla manipolazione informativa del mercato espresse come condizioni obiettive di punibilità rappresentate, rispettivamente, dall’entità del beneficio ricavato o del danno prodotto (art. 284 co. 2 lett. a, *Código penal*) ovvero dall’entità dei fondi utilizzati (art. 284 co. 2 lett. b, *Código penal*), previsione, quest’ultima, che si concilia per vero soltanto con l’ipotesi dell’operazione simulata o artificiosa che comunica sé stessa, inconcepibile essendo la nozione stessa di ‘impiego di fondi’ quando si verte in tema di comunicazioni al pubblico. Detto che l’ulteriore parametro cui è subordinata l’applicabilità della norma penale è costituito dalla clausola (a dir poco indeterminata) di aver determinato un grave impatto sulla integrità del mercato (art. 284 co. 2 lett. c, *Código penal*), è facile avvedersi che nessuno dei parametri in discorso allude neppure lontanamente al requisito della rilevanza/materialità della alterazione del prezzo dello strumento finanziario.

Rinviando a quanto si dirà nel seguente paragrafo e indipendentemente dalle ragioni retrostanti a tale scelta⁶, conviene qui notare che verosimilmente la difficoltà di stabilire un indice quantitativo determinato espressivo della rilevanza/materialità dell'alterazione risiede nella natura *relativa* della nozione stessa di alterazione, posto che tale concetto assume valore significativo nel contesto soltanto in rapporto a un parametro che funga da riferimento: inconcepibile essendo l'idea di una alterazione in sé, è impossibile quantificare l'entità di un'alterazione (*id est*: di un'influenza) se non rapportandola a un indice prefissato, che ne costituisce il termine di confronto.

Se sul piano teorico un modello di tale genere non sembra certo difficile a immaginarsi, la sua concretizzazione nell'ambito qui d'interesse presenta profili critici non marginali. In particolare, quella che sembrerebbe a prima vista la soluzione più immediata e agevole finisce con il mostrarsi inappropriata. Ed infatti: l'indicazione di una soglia 'secca' espressa in termini di variazione percentuale, se irrelata allo specifico strumento finanziario, potrebbe allo stesso tempo riuscire inadeguata per eccesso o per difetto. Si pensi, esemplificativamente, a una soglia indicata nel 5% di variazione: rispetto a un titolo caratterizzato da una persistente volatilità, tale limite finirebbe con il risultare inidoneo a rilevare variazioni davvero significative di comportamenti alterativi; al contrario, quello stesso limite, se riferito a un titolo storicamente stabile, rischierebbe di lasciare fuori della rilevanza penale condotte manipolative idonee ad alterare in maniera significativa il prezzo (di *quel* titolo).

Come si cercherà di mostrare nel successivo paragrafo, l'aspetto problematico cui si è fatto cenno potrebbe essere superato individuando come parametro di riferimento, al quale rapportare il prezzo dello strumento finanziario oggetto della condotta manipolatrice, un indice in qualche modo espressivo dell'andamento di quello strumento finanziario. Siffatta 'personalizzazione' del criterio di misura dell'alterazione sembra capace di evitare l'approssimazione eccessiva inevitabilmente derivante da un indice formulato in termini 'assoluti' (come sarebbe un mero indice percentuale rispetto al prezzo dello strumento finanziario).

Se il prezzo di uno strumento finanziario può essere in ogni momento rilevato in maniera puntuale e precisa con riguardo a quello espresso dalla quotazione (di mercato) in un tempo dato (analogamente qualora si voglia considerare il prezzo medio in un arco temporale prefissato), questione diversa è apprezzare quale sarebbe stato (o avrebbe potuto essere) l'effetto alterativo derivante da una delle condotte proscritte dalla norma incriminatrice. Apprezzamento a sua volta consistente in un giudizio di relazione, posto che il concetto di alterazione sconta per necessità il riferimento a un dato oggettivo espressivo della grandezza destinata a subire (o che ha subito) l'alterazione: semplificando e con riguardo al tema in discorso, il riferimento oggettivo è rappresentato dal prezzo dello strumento finanziario così come "fissato" dal mercato in

⁶ In proposito, F. CONSULICH, *Manipolazioni del mercato e disorientamenti dogmatici: tra eventi di pericolo e pericolo di eventi*, in *Le Società*, 2011, 823; F. D'ALESSANDRO, *L'agiotaggio e la manipolazione del mercato*, in *Diritto e procedura penale delle società*, a cura di G. Canzio, L. Luparia Donati, Milano, 2022; F. D'ALESSANDRO, *La manipolazione del mercato*, cit., 195, nonché, volendo, F. MUCCIARELLI, *Art. 185*, in *Il testo unico della finanza*, a cura di M. Fratini, G. Gasparri, vol. III, Milano 2012, 2392.

un momento storico dato, rispetto al quale occorre poi valutare (attraverso una comparazione) la portata dell'effetto distortente (alterativo) che avrebbe potuto avere la condotta posta in essere dall'agente.

Se dunque uno dei due estremi della valutazione comparativa (quello concernente il parametro di riferimento) può essere individuato in maniera sufficientemente precisa e determinata (semplificando: il prezzo dello strumento finanziario in un momento dato ovvero il prezzo medio in un arco temporale dato), non può sfuggire che il prezzo è l'espressione del valore che si forma attraverso le negoziazioni, negoziazioni a loro volta derivanti dalle pressoché infinite variabili conseguenti alle scelte compiute dagli operatori (dove il termine operatori vuole comprendere anche i programmi di intelligenza artificiale che governano le negoziazioni algoritmiche e ad altissima frequenza).

In modo analitico: il prezzo dello strumento finanziario nella accezione ora in discorso (cioè come prezzo espresso dalle negoziazioni, in quanto tale elemento di riferimento per il giudizio sulla idoneità alterativa) è esso stesso la risultante di una serie di giudizi/valutazioni effettuate dagli operatori, giudizi/valutazioni che presiedono alle opzioni operative (semplificando: comprare/vendere, ma anche decidere l'opzione *hold*) di tutti i soggetti (comprese le intelligenze artificiali) che interagiscono sul mercato.

Detto in termini diversi e considerato da un altro punto di vista: il dato oggettivo costituito dal prezzo dello strumento finanziario rilevato (in un certo momento o come media di periodo) è in realtà la traduzione in valore di una serie di giudizi che determinano le scelte operative, il concatenarsi delle quali determina appunto il prezzo di cessione (il valore) dello strumento finanziario. Giudizi a loro volta frutto (semplificando molto) del patrimonio informativo di ciascun operatore, delle sue attitudini e propensioni, delle opportunità e delle esigenze del momento, del contesto complessivo e via enumerando⁷.

⁷ Pressoché sterminata la bibliografia in materia. Preme qui segnalare che gli *animal spirits* non soltanto condizionano, secondo la geniale intuizione keynesiana, le decisioni del mondo dell'industria e della finanza, ma anche quello dei 'consumatori' dei prodotti e dei servizi, sempre più invogliati all'acquisto attraverso quelli che (prefigurati da Marc Bloch al principio degli anni '20 del secolo scorso, v. M. BLOCH, *Réflexion d'un historien sur les fausses nouvelles de la guerre*, in *Revue de synthèse historique*, 1921 trad. it. *Riflessioni d'uno storico sulle false notizie della guerra*, in M. BLOCH, *Storici e storia*, Torino, 1997, 163) in anni remoti Packard (V. Packard, *I persuasori occulti*, Torino, 1958) chiamò "persuasori occulti" e che sempre in anni lontani prese a studiare McLuhan (V. M. MCLUHAN, *The Mechanical Bride: Folklore of Industrial Man*, 1951 (trad. it., *La sposa meccanica*, Milano); V. M. MCLUHAN, *The Gutenberg Galaxy: The Making of Typographic Man*, 1962 (trad. it., *La galassia Gutenberg*, Milano, 1976); V. M. MCLUHAN, *Understanding Media: The Extensions of Man*, 1964 (trad. it., *Gli strumenti del comunicare*, Milano, 1968); V. M. MCLUHAN, *The Medium is the Message: An Inventory of Effects*, 1967 (trad. it., *Il medium è il messaggio: un inventario di effetti*, Milano, 1968) sviluppando le intuizioni di Innis (H.A. INNIS, *The Bias of Communication*, (1951), 2^a ed. with a new introduction by A.J. Watson, University of Toronto Press, 2008) e di Ong (W.J. ONG, *La presenza della parola*, 1970), persuasori che oggi dispongono, in forza dei social media e della rete, di una potenza smisurata e nella sostanza incontrollabile. Sul tema, v. ancora G. AKERLOF, R. J. SHILLER, *Animal Spirits: How Human Psychology Drives the Economy, and Why It Matters for Global Capitalism*, Princeton University Press, 2009, trad. it., *Spiriti animali. Come la natura umana può salvare l'economia*, Milano, 2009; G. AKERLOF, R. KRANTON, *Economia dell'identità. Come le nostre identità determinano lavoro, salari e benessere*, Bari, 2012; G. AKERLOF, R. J. SHILLER, *Phishing for Phools: The Economics of Manipulation and Deception*, Princeton University Press, 2015, trad. it., *Ci prendono per*

Le notazioni che precedono suggeriscono quindi di attribuire valenza complessa alla *oggettività* del prezzo quale parametro di riferimento per la valutazione della idoneità alternativa: “oggettiva”, in quanto esprime un valore formatosi in un certo momento storicamente fissato (puntuale o come media di periodo), ma in qualche misura anche “soggettiva”, in quanto la formazione di tale valore “oggettivo” è funzione di operazioni effettuate sulla base di giudizi formulati da una pluralità di operatori, giudizi nei quali entrano fortemente componenti soggettive di natura senz’altro qualitativa⁸.

Sicché, anche prescindendo da situazioni peculiari e contingenti (quelle, ad esempio, nelle quali un titolo azionario sia oggetto di deliberate manovre speculative), il prezzo dello strumento finanziario (e, in specie, quello del titolo rappresentativo della partecipazione a una società quotata) ha una relazione a dir poco indiretta con l’effettivo valore degli asset che costituiscono il patrimonio dell’emittente e del loro rendimento⁹.

fessi: L’economia della manipolazione e dell’inganno, Milano, 2016; D. KAHNEMAN, *Pensieri lenti e veloci*, Milano, 2012; R.J. GILSON, R.H. KRAAKMAN, *The Mechanisms of Market Efficiency*, in *VirginiaLawRev* 1984, v. 70, 629; P. KRUGMAN, *Discutere con gli zombi. Le idee economiche mai morte che uccidono la buona politica*, Milano 2020; R.J. SHILLER, *Finanza e società giusta*, Bologna, 2012; R.J. SHILLER, *Narrative Economics: How Stories Go Viral and Drive Major Economic Events*, Princeton 2019, trad. it. *Economia e narrazioni. Come le storie diventano virali e guidano i grandi eventi economici*, Milano 2020; E. SOLTES, *Why They Do It. Inside the Mind of the White-Collar Criminal*, New York 2016, 39; J.E. STIGLITZ, *On the Impossibility of Informationally Efficient Markets*, in *TheAmericanEcRev* 1980, v. 70, 393; J.E. STIGLITZ, *Il prezzo della diseguaglianza*, Torino 2017; J.E. STIGLITZ, *La globalizzazione e i suoi oppositori*, Torino 2018; C. R. SUNSTEIN, *Semplice. L’arte del governo nel terzo millennio*, Milano, 2014; C.R. SUNSTEIN, A. VERMEULE, *Law & Leviathan. Redeeming the Administrative State*, Harvard University Press, 2020; J.A. TATOM, *Financial Legislation: The Promise and Record of the Financial Modernization Act of 1999*, in *Financial Market Regulation. Legislation and Implications*, a cura di J.A. Tatom, New York 2011, 3; R. THALER, *Misbehaving. La nascita dell’economia comportamentale*, Torino, 2018; con riguardo ai riflessi penalistici, si vedano F. CONSULICH, *La giustizia e il mercato. Miti e realtà di una tutela penale dell’investimento mobiliare*, Milano 2010; F. D’ALESSANDRO, *Regolatori del mercato, enforcement e sistema penale*, Torino 2014; B.E. HARCOURT, *L’illusione del libero mercato. Il sistema penale e il mito dell’ordine naturale*, Vicenza 2021; G. ROSSI, *L’informazione societaria al bivio*, in *RS* 1986, 1083; G. ROSSI, *La scalata del mercato. La borsa e i valori mobiliari*, Bologna 1986; S. SEMINARA, *Crisi finanziaria e disorientamenti etici e giuridici*, in *DPP* 2009, 3, 269.

⁸ Si vedano gli autori citati alla nota che precede.

⁹ Keynes fornisce una lucida spiegazione del fenomeno, notando che per la generalità dei partecipanti al mercato «gli elementi di conoscenza (...) per stimare [il] rendimento (...) sono (...) ben scarsi e in certi casi nulli. Di fatto, le persone che tentano sul serio di fare simili previsioni costituiscono spesso una minoranza così esigua, che non è il loro comportamento a dettar la legge del mercato». Posta tale premessa, la considerazione prosegue osservando che «quelle fluttuazione nei profitti degli investimenti esistenti, che si verificano di giorno in giorno e che hanno ovviamente un carattere effimero e non significativo, tendono a esercitare un’influenza del tutto eccessiva e persino assurda sul mercato». Tale «valutazione convenzionale, che si è stabilita come risultato della “psicologia di massa” di un vasto numero di individui incompetenti, è esposta a cambiar violentemente per effetto di brusche fluttuazioni che son motivate da fattori i quali in realtà non significano alcun cambiamento apprezzabile nelle prospettive di rendimento. Questo avviene perché la valutazione non è ancorata a solide radici di convinzione». Decisive e antiveggenti le notazioni che seguono: «A priori avremmo anche potuto supporre che la concorrenza fra gli esperti del mestiere, forniti di giudizio e di cognizioni superiori a quelle possedute in media dai privati, avrebbe corretto gli sbandamenti cui tendono gli incompetenti quando sono lasciati a loro stessi. In pratica, tuttavia, l’energia e l’abilità delle persone che investono e speculano per professione sono esercitate in un altro senso. Molti di costoro si preoccupano infatti non di effettuare seri prognostici a lunga scadenza circa il reddito che un investimento promette di fornire per tutta la sua durata, ma piuttosto di prevedere un po’ in anticipo rispetto alla massa del pubblico i cambiamenti che interverranno nella valutazione convenzionale di quell’investimento. Né si può dire che tale comportamento derivi da tendenze insane: è il risultato fatale di un mercato degli investimenti organizzato secondo i

Una precisazione conviene prima di procedere: la valutazione della materialità (*id est*: della idoneità ad alterare in modo sensibile il prezzo) è – come anticipato – un giudizio di relazione: da un lato, esso ha come parametro il prezzo “oggettivo” rilevato in un certo momento temporale (puntuale o come media di periodo), dall’altro, esso si risolve nella valutazione necessaria per determinare l’effetto potenziale della condotta proscritta tenuta dall’agente (la diffusione della notizia falsa o fuorviante, l’operazione simulata ovvero l’altro artificio posti in essere), tenendo altresì conto che tale valutazione viene compiuta in un momento successivo alla condotta e, dunque, quando tale effetto si è già dispiegato, incidendo (eventualmente) sulla determinazione del prezzo¹⁰.

Anche su questo profilo della questione una notazione ancora pare tuttavia non inopportuna.

Indubitabile che la fattispecie delittuosa delineata dall’art 185 TUF (e così il modello stabilito da MAD II e da MAR) configuri un reato di pericolo concreto¹¹, altrettanto non

principi descritti. Infatti sarebbe sciocco pagare 25 per un investimento, il cui rendimento prospettivo giustifica a nostro avviso il valore di 30, quando abbiamo tuttavia una ragione per credere che il mercato lo valuterà 20 di qui a tre mesi». Dopo aver paragonato tale meccanismo al gioco di carte detto “l’uomo nero” (nel quale «basta passare l’asso di bastoni al proprio vicino prima che il gioco sia chiuso»), Keynes precisa la metafora, richiamando a mo’ d’esempio «quei concorsi banditi dai giornali, dove i concorrenti debbono scegliere fra un centinaio di fotografie le sei facce più carine e il premio spetta a chi si sarà più avvicinato, con la sua scelta, alla media di tutte le risposte. Così ciascun concorrente deve individuare non le facce che a suo giudizio son più carine, ma quelle che a suo giudizio hanno maggiore probabilità di conquistare la fantasia degli altri, i quali a loro volta stanno tutti affrontando il problema da un analogo punto di vista. Non è il caso di scegliere quelle che, considerate in tutta serietà, sarebbero realmente le più carine rispetto ai nostri gusti e neppure quelle che corrisponderebbero ai gusti genuini dell’opinione media. Abbiamo raggiunto un terzo stadio, nel quale la nostra intelligenza è rivolta ad indovinare come l’opinione media immaginerà che sia fatta l’opinione media. Ed esistono persone, credo bene, che praticano addirittura un terzo, quarto, quinto o successivi stadi». Il giudizio sintetico che ne segue è tanto severo quanto esatto e colpisce per la sua preveggenza (le riflessioni citate risalgono al 1936): «Quando lo sviluppo dei capitali di un paese diventa il sottoprodotto dell’attività di un casinò da gioco, il lavoro ha tutte le probabilità di riuscire male. Non si può sostenere che i successi conseguiti da Wall Street – come organo rispondente alla precisa funzione sociale di avviare i nuovi investimenti verso le direzioni più convenienti dal punto di vista del rendimento futuro – rappresentino un clamoroso successo del capitalismo liberista. Né c’è da meravigliarsene, se è giusta la mia opinione che di fatto le migliori intelligenze di Wall Street sono state rivolte verso tutt’altri scopi». Citazioni tratte da “Come funziona la Borsa. Un giudizio di John Maynard Keynes, in *Comunità*, Anno I, aprile-maggio 1946, n. 2, p. 6, che raccoglie brani tratti da scritti di J.M. Keynes, in particolare quelli qui riportati provengono da J.M. KEYNES, *The General Theory of Employment, Interest and Money*, Londra, McMillan, 1936; trad. it., *Teoria generale dell’occupazione, dell’interesse e della moneta*, Torino, Einaudi, 2013. Quasi un secolo dopo le notazioni di Keynes, il caso di GameStop fornisce una concreta conferma del distacco tra valore del sottostante e valore espresso dalle negoziazioni di mercato: si vedano in proposito le profonde e nitide considerazioni di F. D’ALESSANDRO, *Il caso GameStop: una tempesta perfetta mette in crisi lo statuto della manipolazione del mercato*, *Dir. pen. proc.*, 2021, 1234, cui adde M. CUPELLA, *I mercati finanziari a confronto con nuove tecnologie e Social Media: le prospettive penalistiche dell’Affaire GameStop*, in *Bocconi Legal Papers*, n. 16, 2021, 145. Il tema è ripreso, da altro punto di vista, anche da F. CONSULICH, *Manipolazione del mercato e declino*, cit..

¹⁰ Per i riferimenti essenziali, fondamentali F. CONSULICH, *La giustizia e il mercato*, cit.; F. D’ALESSANDRO, *La manipolazione del mercato*, cit., 195; F. D’ALESSANDRO, *Regolatori del mercato, enforcement*. cit.; S. SEMINARA, *Il diritto penale*, cit..

¹¹ Sui profili concernenti il ruolo del pericolo nell’economia della fattispecie, per i riferimenti essenziali v. F. CONSULICH, *La giustizia e il mercato*, cit., 269, 309; F. CONSULICH, *Manipolazioni del mercato e disorientamenti dogmatici: tra eventi di pericolo e pericolo di eventi*, in *Le Società*, 2011, 823; F. D’ALESSANDRO, *Regolatori del mercato, enforcement*, cit., 193; F. D’ALESSANDRO, *La manipolazione del mercato*, cit., 211; D. FALCINELLI, *Il giudice*,

questionabile però che nella prassi delle Corti l'accertamento dell'illecito intervenga dopo che la condotta vietata si è completamente realizzata, sicché il suo effetto perturbativo, se sussistente, si è anch'esso già dispiegato. Di più: all'atto pratico, le vicende processuali sono pressoché tutte legate alla rilevazione di un fenomeno alterativo del prezzo di uno o più strumenti finanziari, fenomeno a partire dal quale inizia la ricerca per individuarne la fonte genetica. Ciò ovviamente non muta la struttura del reato, che rimane quella di un illecito di pericolo, ma introduce nella fase dell'accertamento una complessità ulteriore.

La idoneità alterativa, estremo costitutivo della fattispecie, prescinde dalla effettività del risultato: una condotta sensibilmente perturbatrice potrebbe infatti non determinare alcuna conseguenza perché 'compensata' da altri fattori, che lasciano immutato il prezzo dello strumento finanziario: ma tale condotta, pur (apparentemente) improduttiva di effetti, sarebbe egualmente costitutiva del reato (di pericolo concreto). Appena il caso di notare che l'apparente invarianza del prezzo, se dovuta a fattori 'compensativi', in realtà nasconde una alterazione del prezzo medesimo, che si è effettivamente realizzata a cagione della condotta illecita: in assenza di quest'ultima, il prezzo dello strumento finanziario sarebbe stato infatti diverso, sicché l'invarianza è, essa stessa, il risultato della condotta alterativa.

Coerentemente quindi con il ricordato carattere di reato di pericolo, l'accertamento della idoneità segue il paradigma della prognosi postuma, dovendosi apprezzare, con giudizio *ex ante*, se la condotta avrebbe potuto determinare l'effetto di una sensibile alterazione del prezzo dello strumento finanziario. Paradigma che ha un suo sperimentato modello in quello dell'art. 56 c.p. concernente il delitto tentato per il profilo attinente alla idoneità degli atti. Ma con una differenza ben significativa: nei casi, come detto, assolutamente prevalenti in materia di manipolazione del mercato, nei quali la conseguenza alterativa si è verificata, la prognosi postuma (e il giudizio in cui essa consiste) subisce l'effetto confondente della cd distorsione del giudizio retrospettivo (*hindsight bias*)¹², posto che la valutazione, svolta in una prospettiva *ex ante* ma compiuta

L'antifrasì e una 'Fata Morgana': se il tipo del pericolo concreto esprime un'offesa di danno (di un bene astratto), in *Dir. pen. cont.*, 3.6. 2011; A. NISCO, *Controlli sul mercato finanziario e responsabilità penale. Posizioni di garanzia e tutela del risparmio*, Bologna, 2009, 109; C. PEDRAZZI, *Problemi del delitto di aggio*, cit., 33; C. PEDRAZZI, *Mercati finanziari (nuova disciplina penale)*, in *Dig. disc. pen.*, IV ed., Agg., Torino, 2000, 453, ora in C. PEDRAZZI, *Diritto penale*, vol. IV, Milano, 2003, 183; S. SEMINARA, *Il diritto penale*, cit., 107.

¹² Per quanto d'interesse nel contesto si può osservare che l'errore del giudizio retrospettivo (*hindsight bias*) consiste nell'attitudine del soggetto a ritenere che sarebbe stato capace di prevedere un evento dopo che l'evento stesso si è verificato ed è noto. Nel caso di specie il verificarsi dell'evento integra appunto l'evento successivo noto che fonda l'*hindsight bias*. Più in generale, l'*hindsight bias* (termine utilizzato originariamente nella psicologia cognitiva) è stato oggetto di un primo studio sistematico da parte di Baruch Fischhoff (studioso della comunicazione e della percezione del rischio e della teoria decisionale), v. B. FISCHHOFF, *Hindsight ≠ foresight: the effect of outcome knowledge on judgment under uncertainty*, in *Journal of Experimental Psychology: Human Perception and Performance*, 1975, 1, 288). Più complesso e articolato rispetto ad altri errori cognitivi, l'*hindsight bias*, oltre a determinare una sopravvalutazione della effettiva prevedibilità dell'evento, può falsificare il ricordo delle valutazioni effettuate prima dell'evento, condizioni che possono verificarsi contemporaneamente amplificando l'effetto distorsivo e confondente dell'*hindsight bias*. Lo sviluppo inconscio di tale distorsione conoscitiva, che si accompagna a distorsioni della memoria e a una componente

ex post, sconta comunque la conoscenza di quanto successivamente accaduto (conoscenza che come tale spiega effetto condizionante sul giudizio di prognosi postuma). Mentre nello schema che si applica al giudizio sulla idoneità degli atti nel tentativo, l'evento non si è – per definizione – verificato.

Tornando ora alla peculiare configurazione degli estremi del giudizio di relazione in discorso, ad essi occorre necessariamente avere riguardo quando si tratta di accertare se il requisito della *materialità* sia o non sia predicabile del comportamento tenuto dall'agente. Se, come poc'anzi illustrato, il prezzo "oggettivo" di riferimento è, in ultima analisi, esso stesso la risultante del combinarsi di operazioni a loro volta frutto di giudizi (le scelte di investimento/disinvestimento ecc. compiute dagli operatori), il giudizio sulla portata della condotta posta in essere dall'agente (la materialità come idoneità ad alterare in modo sensibile "quel" prezzo) finisce con il risolversi nella comparazione fra giudizi. Si noti però che fra le operazioni che hanno portato al prezzo "oggettivo" v'è anche quella costituita dalla condotta proscritta, entrata a far parte della dinamica formativa del prezzo. Per valutare l'effetto di tale ultima operazione occorre quindi enucleare la portata rispetto alle altre, stabilendo una sorta di differenziale, congetturando il prezzo che si sarebbe formato in assenza di quella operazione, per valutare poi di quest'ultima l'eventuale rilevanza sensibile o, più esattamente, la sensibilità della rilevanza.

Osservando ora la questione nella prospettiva della individuazione del parametro di riferimento rispetto al quale comparare l'effetto (potenziale) della condotta

paradossale, ne rende difficile l'identificazione (sul punto, v. H. BLANKA, S. NESTLER, G. VON COLLANI, V. FISCHER, *How many hindsight biases are there?* in *Cognition*, vol 106, Issue 3, March 2008, 1408). Più in generale, si vedano B. FISCHHOFF, P. Slovic, S. Lichtenstein, *Knowing with certainty: the appropriateness of extreme confidence*, in *Journal of Experimental Psychology: Human Perception and Performance*, 1977, 3, 552; B. FISCHHOFF, *For those condemned to study the past*, in Schweder-Fiske (a cura di), *New Directions for Methodology of Social and Behavioural Science*, San Francisco, 1980, 79; S. J. LABINE, G. LABINE, *Determinations of negligence and the hindsight bias*, in *Law and Human Behavior*, 1996, 20 (5), 501; R. S. NICKERSON, *How we know – And sometimes misjudge – What others know: Imputing one's own knowledge to others*, in *Psychological Bulletin*, 1999, 125 (6), 737; D. KOEHLER, L. BRENNER, D. GRIFFIN, *The calibration of expert judgment*, in T. Gilovich-D. Griffin-D. Kahneman (a cura di), *Heuristics and Biases: The Psychology of Intuitive Judgment*, New York, 2002, 686; B. FISCHHOFF, R.M. GONZALEZ, J.S. LERNER, D.A. SMALL, *Evolving judgments of terror risks: Foresight, hindsight, and emotion*, in *Journal of Experimental Psychology: Applied*, 2005, 11 (2), 124; E. M. HARLEY, *Hindsight bias in legal decision making*, in *Social Cognition*, 2007, 25 (1), 48; A. OEERST, I. VON DER BECK, M. D. BACK, U. CRESS, S. NESTLER, *Biases in the production and reception of collective knowledge: The case of hindsight bias in Wikipedia*, in *Psychological Research*, 2018, 82 (5), 1010; B.J. DIETVORST, U. SIMONSOHN, *Intentionally "biased": People purposely use to-be ignored information, but can be persuaded not to*, in *Journal of Experimental Psychology: General*, 2019, 148 (7), 1228; I. VON DER BECK, U. CRESS, A. OEERST, *Is there hindsight bias without real hindsight bias? Conjectures are sufficient to produce hindsight bias*, in *Journal of Experimental Psychology: Applied*, 2019, 25 (1), 88; B. HEDDEN, *Hindsight bias is not a bias*, in *Analysis*, 2019, 79 (1), 43; L. K. SON, S.S. HONG, L. HAN, Y. LEE, T.H. KIM, *Taking a naïve other's perspective to debias the hindsight bias: Did it backfire?* in *New Ideas in Psychology*, 2021, 62. N. STROHMAIER, H. PLUUT, K. VAN DEN BOS, J. ADRIAANSE, *Hindsight bias and outcome bias in judging directors' liability and the role of free will beliefs*, in *Journal of Applied Social Psychology*, 2021, 51 (3), 141; H. L. HOM Jr, *Perspective-taking and hindsight bias: When the target is oneself and/or a peer*, in *Current Psychology*, 2022. Non sfugga però il fondamentale studio di Tversky e Kahneman (A. TVERSKY, A., D. KAHNEMAN, *Judgment under uncertainty: Heuristics and biases*, in *Science*, 1974, 185 (4157), 1124), in qualche misura anticipatore dello studio sistematico di B. Fischhoff del 1975.

alterativa, si può, da un lato, escludere che tale parametro possa essere cercato in un (forse) inattuabile valore dello strumento finanziario in sé (come espressione del corrispondente valore del sottostante cui lo strumento si riferisce o di cui è espressione). Al di là delle intrinseche difficoltà di un simile esercizio e della soltanto apparente 'oggettività' del suo risultato¹³, v'è la considerazione che, come s'è poc'anzi notato¹⁴, il *valore* dello strumento finanziario, rispetto al quale i partecipanti al mercato assumono le decisioni d'investimento, è costituito essenzialmente dal prezzo risultante dalle negoziazioni (e, ovviamente, dalle previsioni circa l'andamento futuro di quel prezzo). Prezzo che, come tale, ha una sua obiettiva oggettività, in quanto rappresenta il valore al quale lo strumento finanziario è stato scambiato nel (e apprezzato dal) mercato nell'unità di tempo data.

Sicché si potrebbe, d'altro canto e corrispondentemente, individuare in tale valore il parametro al quale riferire la valutazione della potenzialità alterativa del comportamento manipolativo, con l'avvertenza che tale valore dovrebbe essere fissato considerando l'andamento dello strumento oggetto della condotta proscritta in un arco temporale anteriore a quello nel quale la condotta stessa fu posta in essere, come si cercherà di mostrare nel paragrafo che segue.

Rimane da osservare che, anche al cospetto del vigente assetto normativo, l'apprezzamento della materialità/rilevanza della idoneità alterativa finisce ineluttabilmente per riportarsi allo schema logico al quale si è fatto poco sopra riferimento: l'influenza sensibile (in concreto) sul prezzo dello strumento finanziario è infatti un giudizio *dimensionale*¹⁵ che, come tale, non può prescindere da una comparazione, necessariamente implicata dalla natura relativa di un tal genere di giudizi. Comparazione che conduce in modo inevitabile a raffrontare il prezzo dello strumento finanziario con quello che sarebbe stato senza l'effetto (anche soltanto potenziale) della condotta (ovvero: con il prezzo che lo strumento finanziario aveva fatto registrare in epoca anteriore alla realizzazione della condotta medesima).

In difetto di una precisa determinazione quantitativa dell'alterazione sensibile ad opera del legislatore, l'apprezzamento di tale estremo della fattispecie si conferma

¹³ Soltanto per esemplificare, si pensi alla complessità della valutazione di una azienda e, in particolare del capitale economico di un'impresa, dove si distinguono metodi diretti (che fanno riferimento per l'individuazione del valore dell'azienda agli effettivi prezzi espressi dal mercato per quote di capitale dell'impresa medesima o di aziende similari) e metodi indiretti (che impostano su basi diverse – reddito, flussi finanziari, patrimonio – il processo di stima del capitale economico), questi ultimi a loro volta suddivisibili in metodi indiretti basati su grandezze flusso (metodi finanziari e reddituali) o su grandezze stock (metodi patrimoniali). Limitando l'esemplificazione ai metodi indiretti basati su grandezze flusso, si consideri che al loro interno si riconoscono altresì metodi fondamentali teorici e metodi fondamentali semplificati e che, fra i metodi fondamentali teorici, tra quelli principali spiccano il metodo dei flussi di dividendo distribuibili, quello dei flussi finanziari e quello dei flussi reddituali. In proposito si veda L. GUATRI, M. BINI, *Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende*, Milano, Egea 2009, nonché i vari documenti elaborati dall'OIV (Organismo Italiano di Valutazione).

¹⁴ Si vedano i riferimenti a nota 9.

¹⁵ La nozione stessa di *dimensione* reca con sé (già a partire dalla sua etimologia: dal latino *dimensio* = misura, derivato da *dimetiri* = misurare) il concetto di misurare, ciò che esige la presenza di unità o indici di misura rispetto ai quali compiere la valutazione quantitativa.

quindi legato a un criterio qualitativo-dimensionale (quasi un ossimoro), la cui natura ambivalente dipende, per un verso, dal dato normativo, che in modo inequivoco allude a un estremo quantitativo non puntualmente definito, e, dall'altro, dal rilievo che la comparazione, nella quale in ultima analisi consiste il giudizio di influenza/alterazione sensibile, avviene – nella prassi delle Corti – raffrontando grandezze (il prezzo dello strumento finanziario in epoca anteriore alla condotta, il prezzo dello strumento finanziario che ha subito l'effetto – anche soltanto potenziale – della condotta proscritta), grandezze che tuttavia sono esse stesse la conseguenza di giudizi (quelli compiuti dai partecipanti al mercato quando hanno assunto le loro decisioni d'investimento).

1.1. Una prospettiva di riforma.

In una prospettiva di riforma, alla luce delle considerazioni che precedono è ben possibile ipotizzare una formulazione della fattispecie di manipolazione del mercato nella quale l'idoneità alterativa delle condotte punibili sia collegata a un dato quantitativo: per tal modo verrebbe irrobustita, da un lato, la precisione e la determinatezza della fattispecie e, dall'altro, attraverso la valorizzazione del disvalore della condotta (sempre inquadrata in una figura di reato di pericolo concreto), tale dato quantitativo potrebbe costituire la linea di demarcazione tra illecito penale e illecito amministrativo, riservando l'applicabilità di quest'ultimo a condotte pur morfologicamente uguali, ma in concreto connotate da una minore gravità espressa dalla mancata integrazione dell'estremo che denota l'idoneità alterativa penalmente rilevante.

Posto che la nozione di alterazione/influenza sul prezzo di uno strumento finanziario ha natura relativa, scontando il raffronto con un parametro che funga da riferimento, necessario per predicarne la sussistenza e, conseguentemente, stimarne l'entità, tale parametro potrebbe essere individuato nella dimensione dell'oscillazione media del prezzo dello strumento finanziario in un arco temporale dato (ovviamente anteriore all'epoca della condotta proscritta).

La considerazione delle oscillazioni del prezzo dello strumento finanziario in epoca precedente al comportamento posto in essere dall'agente restituisce infatti un'informazione precisa e, in un certo senso, 'oggettiva'¹⁶ circa l'andamento di quel determinato strumento finanziario, oggetto della condotta manipolativa.

Il parametro così determinato permetterebbe una valutazione dell'alterazione rapportata alle caratteristiche specifiche dello strumento finanziario, consentendo di cogliere in modo 'individuato' l'effetto manipolativo della condotta. Conseguentemente l'idoneità alterativa (*id est*: l'integrazione di tale estremo del fatto tipico) verrà a dipendere dall'eventuale superamento della percentuale di variazione rispetto al prezzo medio registrato da *quello* strumento finanziario nell'arco temporale prescelto (per esempio: nel semestre precedente).

¹⁶ Il riferimento alla oggettività di tale dato dipende dal rilievo che la rilevazione del prezzo (pur derivante dai giudizi che portano alle decisioni d'investimento) registra i prezzi che si sono in concreto determinati a seguito delle negoziazioni sul mercato nell'arco temporale considerato.

Detto che tale indice percentuale dovrebbe ovviamente essere stabilito dal legislatore, si è già notato che nella prassi giudiziaria la valutazione della idoneità alterativa, pur rimanendo costruita nella forma della prognosi postuma, interviene sempre dopo l'esaurirsi della condotta (e, quindi, quando l'effetto della stessa si è già verificato). Sicché, a vedere bene, pur con le doverose cautele necessarie per scongiurare le distorsioni del giudizio retrospettivo, l'apprezzamento della rammentata idoneità alterativa continuerebbe a essere ambientato sul piano della fattispecie astratta nell'area dei reati di pericolo concreto, anche se l'evento costituente la concretizzazione del pericolo (*id est*: il verificarsi dell'alterazione) si è già verificato (essendosi, al momento dell'accertamento giudiziale, già dispiegati gli effetti della condotta).

In tale prospettiva, l'estremo di fattispecie potrebbe essere espresso da un indice numerico rappresentativo della percentuale di oscillazione del prezzo (indice, beninteso, fissato dal legislatore) e, dunque, in tal senso *rilevante* rispetto alla oscillazione media di quello stesso strumento finanziario osservata in un arco temporale predeterminato (sempre a cura del legislatore). L'estremo della materialità troverebbe per tal modo una connotazione quantitativa (la percentuale di superamento dell'oscillazione media registrata), che andrebbe a sostituire l'attuale riferimento (meramente qualitativo e di determinatezza e precisione, a dir poco, incerte) rappresentato dal termine «sensibile» che, nell'economia della vigente incriminazione, assolve all'identica funzione di descrivere la rilevanza (penale) dell'alterazione (*rectius*: dell'idoneità alterativa).

D'altronde, l'idoneità a superare tale limite di oscillazione, costituendo senz'altro un indice di maggiore offensività della condotta, ben si presta a fungere da parametro di separazione tra illeciti cui riservare la pena criminale e illeciti da presidiare con la comminatoria delle comunque severe sanzioni amministrative¹⁷.

¹⁷ Per un quadro completo della tutela apprestata tramite la comminatoria di sanzioni amministrative, v. le lucide notazioni di A. TRIPODI, *Gli illeciti amministrativi e la tutela dei mercati*, in AA. VV., *Reati in materia bancaria e finanziaria*, a cura di F. Consulich, Torino, Giappichelli, 2024, 227, che – con specifico riguardo alla figura della manipolazione del mercato ne ribadisce la sostanziale sovrapposibilità con quella dell'illecito penale, pur rilevando che la minore determinatezza della fattispecie di reato accrediti il dubbio che l'ambito applicativo della norma penale possa essere maggiore di quello dell'illecito amministrativo (su quest'ultimo profilo, si veda altresì, volendo, F. MUCCIARELLI, *Gli illeciti amministrativi degli artt. 187-bis, 187-ter e 187-ter.1 TUF dopo la riforma all'insegna della tecnica del rinvio*, *Le Società*, 2019, 578). Considerazioni generali sulla questione si vedano in F. BRICOLA, *Profili penali della disciplina del mercato finanziario*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1990, I, 16, ora in F. BRICOLA, *Scritti di diritto penale*, vol. II, t. II, Milano, 1997, 3425; F. CONSULICH, *Manipolazione del mercato e declino* cit.; B. MAGRO, *Le manipolazioni del mercato tra illecito penale e illecito amministrativo*, *Cass. pen.*, 2007; J.W. MARKHAM, *Law Enforcement and the History of Financial Market Manipulation*, New York, Routledge, 2014; F. MUCCIARELLI, *L'abuso di informazioni privilegiate: delitto e illecito amministrativo*, *Dir. pen. proc.*, 2005, 1465; F. MUCCIARELLI, *La nuova disciplina eurounitaria*, cit., 295; T. PADOVANI, *Diritto della prevenzione e mercato finanziario*, *Riv. it. dir. proc. pen.*, 1995, 639; C.E. PALIERO, *La riforma della tutela penale del risparmio: continuità e fratture nella politica criminale in materia economica*, *Corr. Mer.*, 2006; C.E. PALIERO, *Nuove prospettive degli abusi di mercato?*, in AA.VV., *La crisi finanziaria: banche, regolatori, sanzioni*, Milano, 2010, 58; M. ROMANO, *Il diritto penale e la Borsa*, *Giur. comm.*, 1978; M. ROMANO, *Teoria del reato, punibilità, soglie espresse di offensività (e cause di esclusione del tipo)*, in AA. VV., *Studi in onore di Giorgio Marinucci*, a cura di E. Dolcini, C.E. Paliero, Milano, Giuffrè, 2006; S. SEMINARA, *Disposizioni comuni agli illeciti di informazioni privilegiate e di manipolazione del mercato*, in *Dir. pen. proc.*, 2006; S. SEMINARA, *Il diritto penale*, cit., 14, 92, 116.

Come ognuno vede, la figura d'illecito rimarrebbe invariata nella sua struttura, mantenendo la foggia di reato di pericolo, nel quale le condotte punibili (ancora: diffusione di notizie false, compimento di operazioni simulate o di altri artifici) continuano a richiedere, per la tipicità, una connotazione di idoneità alterativa.

A mutare, nell'ipotesi suggerita, è invece l'estremo denotativo della *rilevanza/idoneità* (*id est*: della materialità della condotta colta nella sua portata offensiva): nell'economia della fattispecie, l'estremo in discorso non cambierebbe ruolo, venendone invece precisato, attraverso il rinvio a un referente quantitativo, il valore semantico (in altri termini, il suo contenuto significativo).

Per tal modo non si avrebbe una mutazione genetica dell'elemento costitutivo (e, per suo tramite, della fattispecie), ma si sarebbe al cospetto di una specificazione di quell'elemento normativo (non giuridico), sulla cui base potrebbe essere fondata la distinzione tra condotte penalmente rilevanti e condotte meritevoli di rimanere confinate nell'area dell'illecito amministrativo. Distinzione che riposerebbe, in ultima analisi, sulla differente gravità espressa dalla dimensione della idoneità alterativa della condotta, definita e "misurata" attraverso l'indice quantitativo in discorso.

La circostanza che l'indice di variazione, oltre il quale l'idoneità alterativa è rilevante, venga misurato con riferimento all'oscillazione media (rispetto a un arco temporale predeterminato) dello specifico strumento finanziario sembra mettere al riparo siffatta opzione dal rilievo critico, di cui s'è detto in principio con riguardo a ipotesi nelle quali l'indice di variazione dovesse essere stabilito in via generale. La correlazione con l'andamento medio di periodo dello strumento finanziario, registrando la variazione media di *quello* strumento, sembra infatti mezzo appropriato in quanto capace di registrare la peculiare oscillazione di quello stesso strumento finanziario.

Sul piano sistematico v'è poi da notare che il modello suggerito non si distacca di molto da quello sperimentato in materia d'usura a far data dalla riforma del 1996, nel quale il limite della rilevanza penale è fissato nel superamento di una pre-stabilita percentuale rispetto a un valore medio rilevato (per tipologie di negozi) in periodi temporali anch'essi pre-stabiliti. Come ognuno vede, anche nel caso del delitto dell'art. 644 c.p., la linea di demarcazione dell'illecito penale trascorre per un parametro quantitativo, inserito nella fattispecie come elemento normativo ricavato da una rilevazione empirica. In altri termini, è l'incremento percentuale oltre un determinato livello a esprimere sotto questo profilo la gravità del fatto, incremento percentuale applicato su un dato oggettivo pregresso (le medie delle oscillazioni nel caso della manipolazione del mercato, le medie degli interessi praticati nel caso dell'usura) rilevato in un arco temporale anteriore alla condotta punibile.

L'ipotesi di modifica normativa qui suggerita importerebbe altresì il superamento dei problemi posti dalla comunque difficile convivenza del doppio binario sanzionatorio

‘cumulativo’ con il superiore principio del *ne bis in idem*¹⁸, restando all’interno delle indicazioni in proposito del legislatore eurounitario¹⁹.

2. La rilevanza dell’informazione e l’individuazione del destinatario.

Riprendendo il discorso interrotto e la considerazione del problema cui s’è fatto cenno, sembra ipotesi meritevole di verifica quella di ritenere che l’idoneità a determinare una alterazione sensibile del prezzo dello strumento finanziario è predicabile della notizia falsa/fuorviante diffusa ovvero della componente comunicazionale dell’operazione quando le stesse siano tali da poter (*id est*: da avere l’idoneità di) modificare la scelta operativa del destinatario della comunicazione: in modo più analitico, quando cioè il contenuto decettivo della notizia diffusa o quello egualmente decettivo comunicato dall’operazione simulata o artificiosa è idoneo a determinare il mutamento di tale scelta operativa.

Ancora una volta il paragone con la truffa riesce proficuo. Nell’archetipo della frode, il momento decettivo (l’induzione in errore) è determinato dagli artifici o raggiri, i quali, considerati sul piano sostanziale, altro non sono se non atti comunicativi che,

¹⁸ Sul tema del rapporto fra principio del *ne bis in idem* e sistema a doppio binario in materia di *market abuse*, si vedano la completa ed esaustiva ricostruzione del dibattito e le acute notazioni critiche di M. SCOLETTA, *Il doppio binario sanzionatorio alla luce del vincolo europeo del ne bis in idem*, in AA. VV., *Reati in materia bancaria e finanziaria*, a cura di F. Consulich, Torino, Giappichelli, 2024, 297 nonché il lavoro di ampio respiro e l’analisi approfondita di A. TRIPODI, *Ne bis in idem europeo e doppi binari punitivi. Profili di sostenibilità del cumolo sanzionatorio nel quadro dell’ordinamento multilivello*, Giappichelli, Torino, 2022, *passim*. Per la visione sistematica generale della questione, v. M. SCOLETTA, *Idem crimen. Dal “fatto” al “tipo” nel concorso apparente di norma penali*, Giappichelli, Torino, 2023, *passim*.

¹⁹ Il legislatore eurounitario, nell’optare decisamente per la scelta della sanzione criminale per la repressione delle condotte di *market abuse* (v. Considerando 5 e 6 MAD II), ha indicato in forma del tutto generica il criterio selettivo da seguire nell’ipotesi (facoltativa) che il legislatore nazionale intenda affiancare alla sanzione penale anche quella amministrativa. Vien fatto riferimento a “casi gravi (...) quando sono commessi dolosamente” (v. Considerando 10), mentre i richiami del Considerando 11 per l’abuso di informazioni privilegiate (“Ai fini della presente direttiva, l’abuso di informazioni privilegiate e la comunicazione illecita di informazioni privilegiate dovrebbero essere considerati gravi in casi come quelli in cui è di livello elevato l’impatto sull’integrità del mercato, il profitto effettivo o potenziale ritratto ovvero la perdita evitata, la misura del danno cagionato al mercato ovvero il valore complessivo degli strumenti finanziari negoziati. Altre circostanze di cui si potrebbe tenere conto sono, per esempio, quelle in cui un reato sia stato commesso nell’ambito di un’organizzazione criminale o in cui la persona abbia già commesso in passato reati di questo genere”) e del Considerando 12 per la manipolazione del mercato (“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”), al di là del rilievo che per la più parte scontano la prospettiva di reati di evento e non di pericolo pur in presenza di una esplicita richiesta di criminalizzazione anche del tentativo, non hanno natura tassativa, ma esemplificativa, lasciando quindi spazio anche a criteri diversi. Né può sfuggire che il criterio suggerito nel testo esprime senz’altro una componente di gravità connessa all’impatto sulla integrità del mercato.

trasferendo al *deceptus* informazioni false o fuorvianti, portano il *deceptus* stesso (destinatario delle comunicazioni) a crearsi una falsa rappresentazione di quella frazione di realtà che costituisce l'oggetto dell'inganno.

Similmente nello schema della manipolazione del mercato, nelle forme di manifestazione realizzate tramite la veicolazione di informazioni false/fuorvianti (quella 'classica' della diffusione di notizie così come quelle nelle quali la veicolazione è legata alla componente comunicazionale dell'operazione simulata o artificiosa) è il trasferimento dell'informazione decettiva a integrare lo snodo cruciale, poiché determina (quando la decettività dell'informazione sia idonea) una condizione di errore in conseguenza della quale il destinatario si forma (anche in questo caso) una falsa rappresentazione di quella frazione di realtà oggetto dell'inganno.

La differente identità delle incriminazioni in discorso (l'una reato di evento, l'altra di pericolo concreto) è ininfluenza nel discorso che si vien facendo: l'atto di disposizione patrimoniale causalmente produttivo del danno è un *posterius* rispetto alla falsa rappresentazione indotta dagli artifici o raggiri, estremo di fattispecie, quest'ultimo, che rappresenta il momento decettivo, come tale in nulla dissimile rispetto a quello che si presenta nella fattispecie della manipolazione del mercato, figura incriminatrice nella quale la condizione di errore dipende dalla presenza nel patrimonio conoscitivo del destinatario di una informazione ingannevole oggetto della comunicazione, condizione di errore a sua volta generatrice di una falsa rappresentazione.

Se la rammentata diversa identità morfologica (reato di evento/reato di pericolo concreto) è ininfluenza, nondimeno essa suggerisce una notazione ulteriore.

Coerentemente con la natura di reato di pericolo (ancorché concreto), per la tipicità del fatto contemplato dall'art. 185 TUF non è richiesto che, in conseguenza della falsa rappresentazione, il destinatario ponga in essere un'operazione a sua volta incidente (in misura sensibile) sul prezzo dello strumento finanziario: è però necessario che di tale effetto sia predicabile la concreta potenzialità di accadimento: con maggiore dettaglio analitico, occorre che la portata ingannatoria dell'informazione decettiva veicolata sia potenzialmente capace di determinare in concreto tale effetto (il compimento di operazioni da parte del destinatario tali da alterare in misura rilevante il prezzo dello strumento finanziario).

Notazione questa che porta a concludere che l'idoneità alterativa è collegata alla (è espressa dalla) *rilevanza* dell'informazione decettiva. Rilevanza il cui apprezzamento è segnato dalla probabilità che tale informazione possa determinare un mutamento della decisione del destinatario della comunicazione. Suggestivo in questo senso il riferimento dell'art. 7 co. 4 MAR, che, nel definire l'informazione *price sensitive* (cioè l'informazione capace d'influenzare in modo sensibile il prezzo di uno strumento finanziario), allude a quella che «un investitore ragionevole probabilmente utilizzerebbe come uno degli elementi su cui basare le proprie decisioni d'investimento».

Il cennato parallelismo con la figura della truffa e, segnatamente, con il momento decettivo promette d'essere produttivo anche per verificare l'assunto provvisorio in precedenza considerato per il quale è rilevante (tipica) l'informazione decettiva idonea a mutare la decisione operativa del destinatario della comunicazione (intendendosi il

termine ‘mutare’ in senso ampio, valevole cioè a comprender anche l’ipotesi nella quale si risolve a effettuare un’operazione che non avrebbe effettuato ovvero a desistere da una che aveva deciso di realizzare, *mutando* così – in entrambi i casi – il suo atteggiamento operativo).

Nel paradigma della truffa emerge chiaramente una connessione causale forte tra la condizione di errore, nella quale versa il *deceptus* (destinatario degli artifici o dei raggiri) e il danno prodotto dall’atto di disposizione patrimoniale conseguente all’induzione in errore. Per definire la rilevanza (tipicità) dell’informazione decettiva nell’economia della manipolazione del mercato, analoga connessione viene a essere istituita tra l’alterazione del patrimonio conoscitivo del destinatario dell’informazione decettiva e la sua conseguente opzione operativa, con l’ovvia precisazione che in tale ipotesi, vertendosi in tema di reati di pericolo, l’assenza di un evento implica che l’apprezzamento della causalità dovrà essere compiuto ed espresso in termini di *potenzialità/probabilità causale* (non diversamente da quanto avviene nei casi di causalità ipotetica, nei quali occorre apprezzare la eventuale valenza impeditiva della condotta doverosa omessa, cioè di un antecedente virtuale in quanto mai esistito nella realtà²⁰). Ferma detta doverosa e indispensabile precisazione, sembra difficile negare che l’informazione decettiva, che, stando al riferimento normativo, deve essere idonea a influenzare in misura sensibile il prezzo dello strumento finanziario, non sia ad un tempo anche tale da modificare la scelta operativa del destinatario della comunicazione che veicola detta informazione.

Come si è anticipato e come si argomenterà *infra*, l’informazione decettiva non possiede, in sé considerata, alcuna diretta valenza alterativa sul prezzo, determinando tale effetto il compimento di operazioni realizzate sulla base di scelte condizionate dall’informazione decettiva stessa.

Pur sul piano della potenzialità (in modo quindi coerente con la nozione di idoneità e con l’ambientazione nel contesto di un reato di pericolo concreto) e non della effettività, è logicamente necessario riconoscere la valenza causale tra i caratteri propri dell’informazione rilevante (tipica) *ex art.* 185 TUF. D’altronde, ragionando *a contrario*, se si giungesse alla conclusione (sempre in termini probabilistici) che il destinatario/operatore, in assenza di quella informazione decettiva, avrebbe egualmente effettuato quell’operazione (o, comunque, non avrebbe mutato la sua scelta operativa), in nessun modo si potrebbe attribuire valore significativo a quella medesima informazione (quand’anche falsa o fuorviante), indiscutibile essendo che il requisito della idoneità alterativa ha carattere aggiuntivo rispetto a quello della falsità/fuorvianza dell’informazione (le nozioni di falsità e di fuorvianza non incorporano infatti il concetto di idoneità alterativa, costituendone – al più – una condizione).

²⁰ Per un approfondimento e i necessari riferimenti sul punto, sia permesso rinviare a F. MUCCIARELLI, *Forma della condotta, spiegazione causale come premessa logica: le notazioni originarie di Carlo Enrico Paliero*, in *Studi in onore di Carlo Enrico Paliero*, II, a cura di C. Piergallini, G. Mannozi, C. Sotis, C. Perini, M. Scoletta, F. Consulich, Giuffrè, Milano, 2022, 679; F. Mucciarelli, *Omissione e causalità ipotetica: qualche nota*, in *Diritto & Questioni Pubbliche*, 2010, 137.

2.1. Il rapporto con la nozione di informazione privilegiata.

Conviene tuttavia un ulteriore approfondimento analitico, che forse si rivelerà non inutile in relazione ad alcuni tratti della definizione di informazione privilegiata dettati dall'art. 7 MAR.²¹

Il ragionamento per canone inverso appena sopra illustrato si situa all'evidenza in uno scenario controfattuale, tipico della causalità ipotetica, ma – a vedere bene – anche l'inquadramento necessitato della questione nell'ambito di un reato di pericolo concreto importa altrettanto inevitabilmente l'impiego di modelli esplicativi e di accertamento consonanti con quelli della citata causalità ipotetica.

Detto in altri termini: la portata causale dell'informazione decettiva (*id est*: la sua idoneità a portare il destinatario a effettuare un'operazione che altrimenti non avrebbe compiuto ovvero a desistere dal realizzarne una decisa) si risolve in un giudizio prognostico circa la probabilità che l'informazione decettiva all'interno del patrimonio conoscitivo del destinatario stesso possa (esprima la possibilità di determinare) l'effetto pericoloso vietato (l'alterazione del prezzo dello strumento finanziario in conseguenza della scelta operativa condizionata dall'informazione decettiva medesima).

Se la modalità di aggressione generatrice del pericolo concreto che la norma vuole scongiurare per tutelare il mercato, ha le fattezze dell'alterazione sensibile del prezzo dello strumento finanziario e se tale alterazione (come ogni modifica del prezzo) deriva unicamente dal compimento di operazioni (lecite o illecite), è conclusione logicamente necessitata riconoscere che è rilevante (tipica) soltanto quell'informazione decettiva idonea (sulla base di un giudizio di prognosi postuma, modellato sullo schema di quelli impiegati nella causalità ipotetica) a determinare un mutamento delle decisioni operative del loro destinatario (con un'esemplificazione elementare: comprare invece di

²¹ Sul tema dell'informazione privilegiata e i suoi riflessi sul lato del partecipante al mercato, v. G.A. AKERLOF, R.J. SHILLER, cit., *passim*; E. AMATI, *L'abuso e comunicazione illecita di informazioni privilegiate*, in AA. VV., *Reati in materia bancaria e finanziaria*, a cura di F. Consulich, Torino, Giappichelli, 2024, 166; ; M.A. BARTOLUCCI, *Le nuove definizioni e, in particolare, la nozione di informazione privilegiata*, *Le Società*, 2019, 54; E. BASILE, *L'insider trading riformato...ma non troppo: criticità e prospettive all'indomani del d. lgs n. 107 del 2018*, *Le Società* 2019, 570; F. CONSULICH, F. MUCCIARELLI, *Informazione e tutela penale dei mercati finanziari nello specchio della normativa eurounitaria sugli abusi di mercato*, *Le Società*, 2016, 179; F. D'ALESSANDRO, *Market Abuse*, cit., , 2184; F. DENOZZA, *La nozione di informazione privilegiata tra "Shareholder Value" e "Socially Responsible Investing"*, in *Giur. comm.*, 2005, I, 591; S. J. GROSSMANN, J. E. STIGLITZ, *On the Impossibility of Informationally Efficient Markets*, in *The American Economic Review*, 1980, v. 70, 393; V. NAPOLEONI, (voce) *Insider trading*, in *Dig. disc. pen.*, Agg., I, Torino, UTET, 2008, 571; S. SEMINARA, *Disclose or abstain? La nozione di informazione privilegiata tra obblighi di comunicazione al pubblico e divieti di insider trading: riflessioni sulla determinatezza delle fattispecie sanzionatorie*, *Banca, borsa, tit. cred.*, 2008, 3, 331; S. SEMINARA, *L'informazione privilegiata*, in AA.VV., *Il testo unico finanziario*, a cura di M. Cera, G. Presti, Bologna, Zanichelli, II, 2020, 2149; S. SEMINARA, *Il diritto penale*, cit. 67; R. J. SHILLER, *Narrative Economics*, cit.; G. STRAMPELLI, *L'informazione societaria a quindici anni dal T.U.F.: profili evolutivi e problemi*, *Riv. soc.*, 2014, 1039; R.H. THALER, *Misbehaving. La nascita dell'economia comportamentale*, Torino, 2018, *passim*; nonché, volendo, F. MUCCIARELLI, *L'informazione societaria: destinatari e limiti posti dalla normativa in materia di insider trading*, *Banca, borsa, tit. cred.*, 1999, I, 760; F. MUCCIARELLI, *Gli illeciti di abuso di mercato*, cit., 823; F. MUCCIARELLI, *Gi abusi di mercato riformati e le persistenti criticità di una tormentata disciplina*, *Dir. pen. cont. - Riv. trim.*, 2018, 175.

vendere o viceversa, oppure “tenere” invece di vendere o di comprare ulteriormente o viceversa)²².

In sintesi estrema: in assenza di operazioni non c’è (né ci può essere) alcuna alterazione, sicché se l’informazione decettiva non importa la probabilità – valutata *ex ante* – che il destinatario compia un’operazione, l’informazione, pur decettiva, non è tipica. Con una precisazione, che dà conto del perché si sia fatto riferimento alla circostanza che l’informazione decettiva deve – più propriamente – essere idonea a mutare l’orientamento operativo del destinatario: come in precedenza notato, l’effetto dell’informazione decettiva può infatti determinare il destinatario a non effettuare un’operazione già decisa.

La conclusione cui si è pervenuti merita ora di essere verificata anche alla luce della nozione di informazione privilegiata come emerge dall’art. 7 MAR.

È ben vero che le nozioni di informazione *price sensitive* e di notizia falsa fuorviante idonea ad alterare (nei modi sopra illustrati) il prezzo dello strumento finanziario non sono per certo sovrapponibili, non foss’altro per il rilievo che quella di cui al citato art. 7 MAR esige che la stessa non sia pubblica, requisito di significato opposto rispetto a quello di diffusione di cui è oggetto l’informazione contemplata dall’art. 185 TUF²³.

Al di là di tale strutturale differenza (funzionale alle distinte esigenze di tutela cui le norme sono indirizzate), altrove si era già notato²⁴ che un tratto consistente accomuna le due nozioni ed è facilmente riconoscibile nella significatività dell’effetto che l’informazione potrebbe avere «sui prezzi di (...) strumenti finanziari o su prezzi di strumenti finanziari derivati collegati» (secondo la dizione dell’art. 7 co. 1 lett. a) MAR)». *Effetto significativo* sul prezzo è infatti nozione che concettualmente rimanda a quella di *alterazione sensibile*, espressive entrambe di una conseguenza modificativa sul medesimo oggetto (il prezzo dello strumento finanziario).

Agevole notare come il costruito del primo comma lett. a) del citato art. 7 ambienti il riferimento in uno scenario causale: l’impiego del termine “effetto” allude infatti a una connessione eziologica tra l’informazione e il prezzo. Connessione senz’altro indiretta, come s’è visto a proposito dell’influenza dell’informazione decettiva di cui discorre l’art. 185 TUF, posto che anche in questo caso non è l’informazione di per sé a spiegare effetti sul prezzo, ma le operazioni che, utilizzando tale informazione, vengono compiute. Connessione però che, per quanto indiretta, altrettanto indubitabilmente ha natura causale.

²² In proposito, c. per tutti F. D’ALESSANDRO, *La manipolazione del mercato*, cit., 210.

²³ Appena il caso di notare che il requisito della falsità/fuorvianza non accede in via esclusiva alla notizie di cui discorre l’art. 185 TUF, ben potendo essere anche il carattere di un’informazione privilegiata sulla base della quale l’iniziato pone in essere alcuna delle condotte vietate dall’art. 184 TUF. In questo senso si immagini che l’agente, consapevole della falsità della notizia privilegiata di cui è in possesso, consapevole altresì della prossima diffusione al pubblico della notizia, compia operazioni sullo strumento finanziario avvalendosi di tale sua privilegiata conoscenza.

²⁴ Scusandomi per l’ineleganza dell’autocitazione, si veda in proposito, diffusamente, F. MUCCIARELLI, *Gli illeciti di abuso di mercato*, cit., 823.

A conclusione non dissimile conduce lo scrutinio del quarto comma del menzionato art. 7 MAR, nella parte in cui precisa la definizione di informazione *price sensitive*, intendendola come quella che «un investitore ragionevole probabilmente *utilizzerebbe come uno degli elementi* su cui basare le proprie conclusioni d'investimento» (enfasi aggiunta). Prescindendo dalle questioni concernenti l'esegesi di tale clausola normativa e del suo ruolo all'interno della definizione di informazione privilegiata e concentrando invece l'attenzione sul profilo qui d'interesse, la clausola in discorso parrebbe a prima vista introdurre elementi d'incertezza in ordine alla valenza causale della quale si è fin qui detto.

La qualificazione dell'informazione privilegiata come «*uno* degli elementi» utilizzabili dall'investitore per assumere le proprie decisioni sembrerebbe escludere la caratterizzazione in termini di condizione contingentemente necessaria (sempre sul piano della potenzialità) rispetto alla decisione operativa (cioè rispetto alla condotta che determina la modifica/alterazione del prezzo dello strumento finanziario).

Una considerazione maggiormente analitica suggerisce però un esito diverso. La decisione d'investimento (per usare le parole della legge), come, del resto, ogni decisione, non dipende da un solo fattore («uno degli elementi», sempre con le parole della legge), ma da una molteplicità d'essi (nel caso: informazioni/conoscenze di cui il soggetto dispone, *id est*: il suo patrimonio conoscitivo con il quale reagiscono componenti 'psicologiche': attitudini, propensioni, ecc.). E' qui irrilevante scandagliare i meccanismi e le dinamiche attraverso le quali i molteplici fattori vengono processati per portare alla decisione (sul tema si tornerà nel prosieguo, quando si esaminerà la questione dal 'lato del destinatario/operatore'), bastando per ora la notazione non controvertibile che l'opzione operativa costituisce l'epilogo di un processo del quale fa *necessariamente* parte *anche* l'informazione richiamata dal quarto comma dell'art. 7 MAR. Ed anzi: la caratteristica qualificante di tale informazione consiste propriamente nell'essere una di quelle di cui un investitore ragionevole farebbe uso per decidere. In termini differenti e per canone inverso: se l'informazione è tale da non entrare nel processo decisionale (se cioè non viene presa in considerazione per decidere l'opzione operativa), essa non può dirsi rilevante sotto nessun profilo.

Infine: che la norma discorra di probabilità di utilizzazione («che un investitore ragionevole *probabilmente* utilizzerebbe»), senza collocare quindi la valenza causale dell'informazione in un ambito di certezza, è pienamente coerente con lo scenario di causalità ipotetica di cui s'è detto e che connota le valutazioni prognostiche proprie di accertamenti chiamati ad apprezzare *ex ante* l'idoneità (*id est*: l'efficienza causale) di un fattore rispetto a un determinato esito.

Sicché la valenza causale dell'informazione privilegiata in relazione al prezzo dello strumento finanziario trova conferma anche nella dizione del quarto comma dell'art. 7 MAR, posto che tale tratto definitorio ne riconosce il carattere e la portata eziologici all'interno del processo decisionale come fattore (quantomeno) concausale (in compiuto accordo con la previsione generale dell'art. 41 c.p.).

Riportando le superiori notazioni al profilo dell'informazione decettiva e allo schema della manipolazione del mercato, è agevole avvedersi che, anche sul piano sistematico, l'informazione decettiva rilevante (tipica) *ex art.* 185 TUF è quella della quale, con

giudizio di prognosi postuma, è predicabile l' idoneità a (la capacità di) determinare un mutamento della decisione operativa del destinatario dell'informazione stessa.

Qualche ulteriore considerazione pare tuttavia opportuna per precisare meglio le ragioni che conducono a siffatta conclusione.

Sta in principio l'esigenza di conterminare l'ambito nel quale la questione si colloca: semplificando, si può ritenere che il tema coinvolga la funzione allocativa del prezzo degli strumenti finanziari, funzione che, nell'economia di mercato, è affidata appunto al mercato, inteso come luogo nel quale l'incrociarsi della domanda e dell'offerta (gli scambi) determina il prezzo dello strumento finanziario negoziato.

Non interessa qui dolersi della circostanza che le componenti speculative (nel senso deteriore del termine) e la progressiva finanziarizzazione dell'economia abbiano fatto (e continuino a far) sì che il prezzo dello strumento finanziario per tal modo determinato restituisca un, a dir poco, pallido e deforme riflesso del 'valore reale' dell'emittente (o, comunque, del sottostante)²⁵: a rilevare, nel discorso che si vien facendo, è la non controvertibile constatazione che il prezzo "oggettivo" dello strumento finanziario corrisponde a quello che si genera nel mercato. Detto in altri termini: il valore di cessione (e, dunque, di riferimento) dello strumento finanziario si identifica con il prezzo stabilito dalle negoziazioni di mercato, irrilevanti da questo punto di vista essendo le ragioni retrostanti e fondative dei giudizi che hanno presieduto alle decisioni degli operatori.

L'alterazione (più esattamente, l' idoneità ad alterare) va dunque considerata e conseguentemente apprezzata nella sua *sensibilità* rispetto al prezzo "oggettivo" in relazione al momento in cui fu posta in essere la condotta tipica, avuto riguardo alla sua efficienza a incidere sui giudizi degli operatori in ordine alle loro scelte operative, fermo il rilievo che, stante la struttura dell'incriminazione, ad avere ruolo decisivo è il contenuto decettivo dell'informazione falsa o fuorviante veicolata tramite la condotta di diffusione ovvero tramite la componente comunicazionale espressa dall'operazione (simulata o artificiosa) posta in essere.

2.2. L'incidenza dell'informazione sulle conoscenze del destinatario.

L'informazione falsa o fuorviante (in modo maggiormente preciso: il suo contenuto ingannatorio) diviene per tal modo parte del patrimonio conoscitivo del destinatario, che ne risulta così alterato, con conseguente condizionamento delle scelte che ne dipendono.

²⁵ Si rinvia alle osservazioni di nota 9 e agli autori ivi citati, ai quali *adde* G. AKERLOF, R. J. SHILLER, *Animal Spirits*, cit.; S. BARBERA, H. SONNENSCHNEIN, *Mixture Social Welfare Functions. Econometric Research Program Research Memorandum No. 215*; Princeton, N.J. in *Econometric Research Program Princeton University*, 1977; E.F. FAMA, *Market Efficiency, Long-Term Returns and Behavioral Finance*, in *Journal of Financial Economics*, 1998, v. 49, 283; S. J. GROSSMANN, J. E. STIGLITZ, *On the Impossibility*, cit., 393; P. KRUGMAN, *Un paese non è un'azienda*, Milano, 2020; T. PIKETTY, *Il capitale nel XXI secolo*, Milano, 2014; T. PIKETTY, *Capitale e Ideologia*, Milano, 2019; A. SEN, *Risorse, valori e sviluppo*, Torino, 1992; R. J. SHILLER, *Narrative Economics*, cit.; C. R. SUNSTEIN, A. VERMEULE, cit..

Anche se, a prima vista, la figura della diffusione di notizie false/fuorvianti appare quella che, per immediata evidenza, mostra con chiarezza lo snodo essenziale ora notato (l'inoculazione nel bagaglio delle conoscenze dell'operatore di una informazione ingannevole, idonea a determinare scelte operative a loro volta suscettibili di alterare il prezzo dello strumento finanziario), una riflessione appena più meditata convince che situazione analoga si determina quando si abbia riguardo alla componente comunicazionale che ogni operazione simulata o artificiosa reca necessariamente con sé.

Sebbene i profili connessi al riconoscimento delle implicazioni della valenza comunicazionale delle operazioni in tema di manipolazione del mercato siano da tempo patrimonio delle riflessioni in materia²⁶ e abbiano poi trovato esplicito riconoscimento negli interventi del legislatore eurounitario²⁷, qualche ulteriore notazione merita di essere svolta perché, rispetto a quelle risalenti riflessioni e fors'anche con riguardo all'epoca dei successivi interventi legislativi, la preponderanza delle negoziazioni algoritmiche ad altissima frequenza e l'irrompere dell'intelligenza artificiale costituiscono fattori destinati a rendere tale modalità di aggressione al bene protetto particolarmente insidiosa, incrementandone la portata offensiva²⁸.

Opportuno principiare quindi dalle notazioni sulle quali si fonda il riconoscimento della valenza comunicazionale dell'operazione.

Che qualunque operazione sul mercato (indipendentemente dalla sua liceità o illiceità) importi un effetto sulla determinazione del prezzo dello strumento finanziario è constatazione non revocabile in dubbio, ma che non va al di là di sé stessa, oltre cioè il banale riconoscimento del suo essere parte dei meccanismi che presiedono alla fissazione del prezzo. Da questo punto di vista, l'operazione, quand'anche si tratti di operazione illecita, esaurisce in sé stessa il suo disvalore, incidendo sulla funzione allocativa del prezzo in relazione al momento del suo concreto compimento.

²⁶ L'intuizione originaria in questo senso si deve a C. PEDRAZZI, *Problemi del delitto di aggrigotaggio*, cit., 25. La notazione è stata variamente ripresa con riferimento alla disciplina del d. lgs 58/98, scusandomi per l'ineleganza dell'autocitazione, da F. MUCCIARELLI, *Aggrigotaggio*, in AA VV., *Il nuovo diritto penale delle società*, a cura di A. Alessandri, Milano, 2002, 431; F. MUCCIARELLI, *Gli illeciti di abuso di mercato*, cit., 844 – 849; con riguardo alle previsioni di MAD II e di MAR 596/2014, F. MUCCIARELLI, *La nuova disciplina eurounitaria*, cit., 295, in particolare 325 – 328, nonché F. MUCCIARELLI, *Mercato finanziario e tutela penale*, cit., 111.

²⁷ I riferimenti normativi essenziali si trovano nell'art. 5 MAD II (direttiva 57/2014) e nell'art. 12 MAR (regolamento 596/2014), richiamati nel dettaglio a nota 2.

²⁸ In proposito si vedano Più in generale si vedano A. AZZUTTI, W.G. RINGE, H.S. STIEHL, *Machine Learning, Market Manipulation, and Collusion on Capital Markets: Why the "Black Box" Matters*, *University of Pennsylvania Journal of International Law*, 2021, 79; A. AZZUTTI, W.G. RINGE, H.S. STIEHL, *The Regulation of AI Trading from an AI Life Cycle Perspective*, *European Banking Institute Working Paper Series 2022 - no. 130*, 1; A. CANEPA, *Social media e fin-influencers come nuove fonti di vulnerabilità digitale nell'assunzione delle decisioni di investimento*, *Riv. trim. dir. ec., suppl. al n. 1*, 2022, 307; P. CHARAUDEAU, *La manipolazione della verità. Dal trionfo della negazione alla confusione generata dalla post-verità*, TAB, Roma, 2022; F. CONSULICH, *Il nastro di Moebius. Intelligenza artificiale e imputazione penale nelle nuove forme di abuso del mercato*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2018, 195; F. CONSULICH, *Flash Offenders. Le prospettive di accountability penale nel contrasto alle intelligenze artificiali devianti*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 2022, 1015; F. CONSULICH, M. MAUGERI, C. MILIA, T.N. POLI, G. TROVATORE, *AI e abusi di mercato: le leggi della robotica si applicano alle operazioni finanziarie?* in *Quaderno giuridico Consob* n. 29 (29 maggio 2023).

Una riflessione appena più attenta permette però di avvedersi che l'effetto di un'operazione illecita (simulata o artificiosa, per usare le parole della legge) vede i suoi effetti perturbativi non limitati al profilo di cui s'è appena detto e che, per comodità espositiva, potrebbe essere definito come "direttamente operativo" (per segnalarne l'aspetto legato al suo impatto diretto e immediato nella dinamica che porta alla fissazione del prezzo).

A vedere bene, l'effettuazione di un'operazione è una circostanza di fatto e, come tale, costituisce di per sé anche un'informazione: l'operazione o, meglio e più analiticamente, la sua tipologia, la sua dimensione, l'epoca di effettuazione, i soggetti che l'hanno posta in essere: insomma, tutti i caratteri che la connotano, sono nel loro complesso una serie di dati informativi destinati a entrare nel patrimonio conoscitivo di coloro che agiscono sul mercato. Più esattamente: il *dato informativo* concernente l'operazione è rappresentato dal risultato dell'osservazione, della lettura e dell'interpretazione che di quell'operazione vengono compiuti da soggetti diversi da coloro che di quell'operazione furono parte.

Detto in altri termini: gli *osservatori* assegnano all'operazione un *significato* sulla base dell'analisi dell'operazione stessa, significato che, combinandosi con le altre loro conoscenze, contribuisce alla formazione di quelle valutazioni e di quei giudizi che orientano le opzioni circa il compimento di ulteriori operazioni da parte degli *osservatori* medesimi.

L'operazione – qualunque operazione, lecita o illecita – determina dunque due effetti: l'uno immediatamente connesso alle dinamiche della formazione del prezzo, l'altro conseguente alle ulteriori operazioni effettuate da altri sulla base delle scelte condizionate dal significato che gli *osservatori/operatori* hanno attribuito all'operazione. Il breviloquio "*l'operazione comunica sé stessa*" sottende una notazione: di per sé l'operazione vale per la sua oggettività (comprensiva dei caratteri poco sopra accennati: tipologia, dimensione, epoca, autori, ecc.), il suo significato è invece funzione dell'attività interpretativa degli *osservatori/operatori*, attività che – in sintesi estrema – consiste in un processo logico-cognitivo di natura induttivo-combinatoria, nel quale entrano in gioco le conoscenze pregresse e le abilità di ciascun 'interprete'.

Siffatta attività interpretativa può condurre a differenti valutazioni e, conseguentemente, all'attribuzione di significati diversi a una medesima operazione, in dipendenza delle diverse conoscenze e abilità di ciascun osservatore: da tali diversità possono conseguire scelte operative disparate (magari di segno opposto), con l'ulteriore precisazione che alla pluralità delle scelte operative contribuiscono fattori legati alle propensioni dell'operatore, alle condizioni contingenti nelle quali si trova, agli interessi e alle opportunità che intende privilegiare, ecc..

Una notazione propedeutica all'esame del profilo strettamente inerente alla patologia, all'ambito cioè della valenza illecita che può assumere la portata comunicazionale dell'operazione quando quest'ultima sia simulata o artificiosa.

Per attribuire significato all'operazione, l'*osservatore* impiega le sue abilità e il patrimonio conoscitivo di cui dispone, cercando di riconoscere il razionale economico dell'operazione stessa per poi trarre valutazioni prognostiche in ordine agli effetti (a breve, medio, lungo termine) sul prezzo dello strumento finanziario e, più in generale,

sul mercato. Un siffatto processo di attribuzione di significato sconta (ragionando sul piano astratto) che l'operazione osservata sia riportabile al (*rectius*: sia dall'osservatore considerata all'interno del) novero di quelle lecite (o che comunque perseguono un razionale economico non illecito e con modalità non illecite). L'osservatore/destinatario non può infatti che muovere dall'assunto della correttezza (o, comunque, della non decettività) dell'informazione ricevuta, in ragione del legittimo affidamento sulla non illiceità dell'altrui comportamento. Né, d'altronde, sarebbe concepibile che in capo al destinatario gravi una sorta di dovere di diligenza ulteriore, tale da imporre di contemplare qualunque eventuale ipotesi di distorsione informativa.

All'interno di questo insieme di ipotesi (che può essere anche assai ampio, ma comunque contenuto nei limiti segnati dal tratto unificante rappresentato dall'essere tutte ipotesi rispettose delle regole normativamente date) si esercita dunque l'abilità dell'*osservatore*: in concreto, la sua capacità di meglio leggere il significato dell'operazione. Sicché un eventuale errore d'interpretazione, destinato a svantaggiare l'operatore che lo commette rispetto agli altri, dipendendo esclusivamente dalla diversa abilità ovvero dal diverso patrimonio conoscitivo, rimane necessariamente al di fuori di qualunque rilevanza penale (e, più in generale, d'illecito): da un lato, non vi è alcuna posizione di privilegio informativo censurabile sul versante dell'abuso di informazioni privilegiate, dall'altro non vi è alcuna condotta idonea a indurre in errore il destinatario della comunicazione dell'informazione che l'operazione reca con sé nel momento stesso nel quale viene effettuata.

Diversamente, qualora l'operazione sia simulata o artificiosa, essa comunica «segnali falsi o fuorvianti» (con le parole dell'art. 12 co. 1 lett. a – *i* MAR), idonei a indurre in errore l'*osservatore*. Per un verso, l'operazione, nascondendo la sua illiceità, trae in inganno l'*osservatore*, che la interpreta muovendo dal presupposto che la stessa sia invece riconducibile al novero di quelle lecite o il cui razionale economico sia collocabile in un ambito di liceità. Dall'altro, le modalità stesse dell'operazione, condizionate dall'esigenza di farla apparire lecita, introducono un ulteriore fattore confondente e, dunque, decettivo.

Anche considerando la variabile rappresentata dall'ipotesi che in concreto vi sia fra gli *osservatori* qualcuno che, congetturando l'illiceità dell'operazione (senza disporre di una specifica informazione al riguardo, che lo porrebbe peraltro in una condizione di privilegio informativo generatrice delle inibizioni operative²⁹), inserisca tale congettura fra gli elementi da valutare per assumere le proprie decisioni, siffatta eventualità non muta in nulla la rilevanza sul piano del disvalore della condotta consistente nel compimento di operazioni simulate o artificiali né, d'altro canto, fa venir meno l'idoneità alterativa della componente comunicazionale dell'operazione stessa.

Non sembra azzardato ritenere che la portata alterativa di questa modalità di aggressione al bene protetto esprima una dimensione offensiva specialmente marcata in considerazione della sua intrinseca insidiosità, della diffusività dei suoi effetti e della

²⁹ Si noti come a dar luogo a un privilegio informativo tipico possa essere la conoscenza di un fatto illecito, che diviene l'oggetto dell'informazione privilegiata, fermi ovviamente gli altri requisiti richiesti dalla definizione normativa, fra i quali spicca quello della materialità.

loro propagazione. Se l'influenza sulla determinazione del prezzo dello strumento finanziario derivante dall'operazione in sé illecita spiega il suo effetto in un modo e in un tempo pressoché puntuali (ad es. la fissazione del prezzo di chiusura del titolo), destinato a esaurirsi in un arco temporale eventualmente anche molto contenuto, quello che invece accede alla decettività della componente comunicazionale dell'operazione illecita, riflettendosi sulle scelte operative degli osservatori, che ne vengono condizionate e che, a loro volta, si riverberano sulle ulteriori scelte di altri osservatori, assume la maggiore valenza offensiva di cui s'è detto.

In altri termini: la falsa/fuorviante informazione che di sé stessa fornisce l'operazione illecita produce un effetto distorsivo "moltiplicativo a catena", derivante dall'interazione reciproca delle operazioni che vengono effettuate sulla base di scelte condizionate dalla errata lettura/interpretazione dell'operazione illecita. Erroneità che – si badi – non dipende da un deficit di abilità dell'interprete, bensì dalla errata rappresentazione alla quale l'osservatore è stato indotto dall'operazione illecita, che ha veicolato nel patrimonio conoscitivo dell'osservatore stesso un'informazione decettiva: è il bagaglio delle conoscenze a risultare alterato e a tale alterazione conseguono scelte operative necessariamente distorte. Più esattamente non razionali, assumendo che la decisione dell'investitore ragionevole è quella assunta sulla base di un patrimonio conoscitivo corretto e tendenzialmente completo³⁰: è infatti il presidio delle condizioni necessarie per l'assunzione di decisioni razionali – nel senso di decisioni fondate su informazioni corrette e tendenzialmente complete – lo scopo di tutela al quale è/dovrebbe essere funzionale³¹ la normativa in materia di *market abuse*³².

A vedere bene, la dinamica che conduce alla manipolazione del mercato si svolge tutta nell'ambito delle valutazioni e dei giudizi: valutazioni sono gli atti cognitivi nei quali consistono gli apprezzamenti dell'operazione (l'interpretazione d'essa) e quelli necessari per correlarne il significato attribuito al contesto (la situazione di mercato per come colta dall'osservatore sulla base delle sue conoscenze e delle sua abilità), giudizi

³⁰ La correttezza della decisione non può certo essere legata alla profittevolezza del risultato della stessa, dovendo essere legata a un parametro intrinseco: sicché la razionalità della stessa, intesa come funzionalità delle condizioni per l'assunzione della decisione, diviene il parametro di riferimento. Decisiva sul punto la conclusiva notazione di Pedrazzi "non del livello, bensì del meccanismo di formazione dei prezzi la norma si preoccupa: vuole che questo meccanismo non venga alterato da cause perturbatrici" (così C. PEDRAZZI, *Problemi del delitto di aggioaggio*, cit., 52). Il tema verrà discusso e analizzato nel dettaglio nei paragrafi 6 e 7 e nei relativi sottoparagrafi.

³¹ Di *offesa funzionale* parla T. PADOVANI, *Diritto della prevenzione*, cit., 639.

³² In questo senso v. quanto argomentato, scusandomi per l'ineleganza dell'autocitazione in F. MUCCIARELLI, *Mercato finanziario e tutela penale*, cit., 111. Più in generale si vedano le notazioni di F. BRICOLA, *Profili penali della disciplina*, cit., 3425; F. CONSULICH, *La giustizia e il mercato*, cit., 57 s. e 159 s.; F. D'ALESSANDRO, *Regolatori del mercato, enforcement*, cit., 5; L. LOSS, J. SELIGMAN, T. PAREDES, *Fundamentals of Securities Regulation*, Boston, Wolters Kluwer, 2011; A. NISCO, *Controlli sul mercato*, cit.; C. PEDRAZZI, (voce) *Turbativa dei mercati*, *Dig. disc. pen.*, vol. XIV, Torino, UTET, 1998, 421, ora in C. PEDRAZZI, *Diritto penale*, vol. IV, Milano, 2003, 111; C. PEDRAZZI, *Mercati finanziari (nuova disciplina penale)*, in *Dig. disc. pen.*, IV ed., Agg., Torino, 2000, 453, ora in C. PEDRAZZI, *Diritto penale*, vol. IV, Milano, 2003, 183; M. ROMANO, *Il diritto penale e la Borsa*, *Giur. comm.*, 1978; A. Rossi, *Le fattispecie penali di aggioaggio e manipolazione del mercato*, (artt. 2637 c.c. e 185 d. lgs. 24 febbraio 1998, n. 58): *problemi e prospettive*, in AA. VV., *Studi in onore di Giorgio Marinucci*, a cura di E. Dolcini, C.E. Paliero, Milano, 2006; S. SEMINARA, *Il diritto penale*, cit., 8; G. STRAMPELLI, *L'informazione societaria*, cit., 1039.

sono quelli che consistono nella sintesi del complesso delle informazioni disponibili (inclusa quella concernente l'operazione illecita, di cui è però ignoto proprio quest'ultimo decisivo carattere), giudizi tutti che determinano le decisioni (anch'esse giudizi) circa le conseguenti opzioni operative.

Appena il caso di notare che l'effetto manipolativo della componente comunicazionale di un'operazione illecita (così come della diffusione di una notizia falsa) può risolversi anche in non-operazioni: la circostanza che, per la loro natura 'omissiva', tali scelte (che si traducono nella decisione di non-operare) non lascino di sé rilevabile traccia esteriore, non muta, da un lato, né il loro essere la conseguenza di una induzione in errore né, dall'altro, il loro effetto alterativo sul prezzo dello strumento finanziario e, tramite ciò, sul mercato. Si pensi, esemplificando in modo elementare, a un'operazione simulata strumentalmente volta a mantenere stabile il prezzo di un titolo azionario che, in assenza di tale operazione, avrebbe subito una forte flessione, a sua volta capace di indurre un ulteriore andamento negativo, innescando una serie di vendite del titolo stesso con effetto di depressivo sul prezzo del titolo medesimo. Effetto ben più rilevante sul piano alterativo consegue alle scelte operative degli *osservatori* (nel caso: possessori del titolo) che, interpretando l'operazione ignorandone l'artificiosità strumentale al sostegno del prezzo, si determineranno a non cedere i titoli in loro possesso (o magari, addirittura, ad acquistarne altri), contribuendo così – seppur inconsapevolmente – al mantenimento di un prezzo che rimane soltanto in apparenza inalterato ma che, invece, in assenza di quell'operazione illecita, sarebbe stato inferiore, con tutte le conseguenze del caso. Senza considerare l'eventualità che altri operatori, apprezzando la stabilità del titolo, si inducano ad acquisti che non avrebbero effettuato di fronte a un andamento negativo.

Se l'operazione posta in essere dissimula un rationale economico diverso da quelli leciti ai quali l'operazione stessa è astrattamente riferibile, lo scarto tra il contenuto informativo, che dovrebbe essere tipicamente espresso da operazioni del genere di quella realizzata, e quello 'effettivo' (illecito e dissimulato), che invece caratterizza l'operazione compiuta, rappresenta e costituisce il mezzo della induzione in errore e, dunque, il fattore decettivo in quanto, come si è notato, introduce nel patrimonio delle conoscenze del pubblico degli *osservatori* un elemento, il cui significato fuoriesce dal novero di quelli che possono essere attribuiti all'operazione effettuata muovendo dall'assunto dell'agire lecito da parte di coloro che hanno realizzato l'operazione stessa.

In proposito si osservi inoltre che la condizione di errore, nella quale versa il destinatario, non è limitata a una mera carenza informativa (non conoscenza della natura e del carattere dell'operazione simulata o artificiosa), ma anche e – vien da dire – soprattutto è connotata dalla circostanza che tale deficit, oltre a precludere la comprensione dell'operazione nella sua effettiva valenza (ben significativa essendo la tipologia d'illiceità che connota l'operazione³³), viene colmato con un dato cognitivo

³³ Si pensi a un'operazione artificiosa effettuata per ragioni fiscali allo scopo di sottrarre utili a tassazione ovvero a un'operazione egualmente artificiosa per nascondere perdite ingenti.

fallace, costituito dal significato (errato) che, all'esito dell'interpretazione, il destinatario, ignorandone l'effettiva natura, attribuisce all'operazione medesima.

3. La tutela dell'autodeterminazione dei partecipanti al mercato.

Avendo riguardo all'esigenza di protezione del mercato, che in qualche misura si reifica nell'interesse di ogni investitore ad agire informato in modo corretto e tendenzialmente completo e comunque non decettivo³⁴, manifesta risulta la spiccata offensività della valenza informativa che il compimento di un'operazione simulata o artificiosa reca con sé. Offensività rappresentata dalla idoneità manipolativa che si concentra nell'induzione in errore, a sua volta consistente nel nascondimento della natura illecita dell'operazione, che ne impedisce la corretta interpretazione.

Sicché si potrebbe dire in modo non del tutto azzardato che, da questo punto di vista e con riguardo al profilo comunicazionale dell'operazione, l'operazione ha carattere manipolativo se quella stessa operazione perderebbe la sua ragion d'essere (e finanche la possibilità d'essere in concreto realizzata) qualora dovesse esserne compiutamente comunicato l'effettivo (e illecito) rationale economico o, comunque, la sua natura e i suoi caratteri illeciti.

Se quelli fin qui considerati paiono i tratti significativi del profilo della manipolazione del mercato collegata non soltanto alla diffusione di notizie false/fuorvianti secondo la 'tradizionale' modalità della comunicazione al pubblico (nelle molteplici forme attraverso le quali può essere realizzata), ma anche tramite il compimento di operazioni simulate o artificiose che comunicano l'informazione errata e decettiva circa loro stesse, prima di spostare l'attenzione sul versante dei destinatari (gli *osservatori*), convengono ancora due notazioni.

L'una necessaria per mostrare come il profilo del cd falso per reticenza assuma caratteristiche peculiari nelle distinte ipotesi, da un lato, della diffusione di notizie false/fuorvianti con modalità 'tradizionale' e, dall'altro, della valenza comunicazionale dell'operazione.

La seconda, di sintesi, per riprendere l'osservazione secondo la quale la dinamica della manipolazione del mercato è intessuta di valutazioni e giudizi, aspetto di rilievo significativo (anche) in relazione al versante dei destinatari.

3.1. Le condotte reticenti.

La peculiare insidiosità del falso per reticenza³⁵ si annida nella sua stessa struttura: il dato informativo, che è stato omesso, rende decettiva la comunicazione nella

³⁴ Si rinvia agli autori citati a nota 32.

³⁵ In generale, sul falso per reticenza, tutto muove dalla notazione originaria di Pedrazzi (v. C. PEDRAZZI, *Inganno ed errore nei delitti contro il patrimonio*, 1955, 180, 201. Sul tema, nel contesto specifico della manipolazione del mercato, si vedano le attente considerazioni di F. D'ALESSANDRO, *La manipolazione del*

quale il dato avrebbe dovuto comparire, comunicazione che in quanto tale (per come cioè si presenta al destinatario) ben può essere costituita tutta da elementi veridici e corretti: è dunque l'incompletezza della comunicazione a decretarne la falsità/fuorvianza, requisito, quello dell'incompletezza, che, per certi versi, appare più difficilmente riconoscibile rispetto alla falsità/fuorvianza di un dato informativo comunque presente nella comunicazione.

Questa essendo la struttura della fattispecie del falso per reticenza, essa, da un lato, accredita la notazione per la quale l'elemento omesso deve possedere una rilevanza tale da mutare il significato complessivo della comunicazione, mentre, dall'altro, permette di coglierne appieno la speciale decettività, posto che l'inganno deriva da un'omissione come tale non percepibile (o, comunque, meno facilmente riconoscibile) di un'informazione falsa/fuorviante presente all'interno di una comunicazione che, stando agli elementi che la compongono e che sono resi manifesti, *appare veridica*. A falsificare la comunicazione è infatti l'omissione, cioè il non esserci di un dato informativo in quanto tale (cioè nella sua forma di manifestazione).

Il tema dell'*omissione* nel contesto del falso per reticenza merita un chiarimento breve, concernente la nozione stessa di omissione.

A tale nozione accede necessariamente un corrispondente obbligo giuridico, sicché, perché si possa parlare di condotta omessa, occorre in generale che vi sia una regola di fonte giuridica che prescriva di tenere un determinato comportamento, secondo le coordinate fissate in via generale dall'art. 40 cpv c.p. Rigidamente colta in questo senso la nozione di omissione, le ipotesi di falso per reticenza sarebbero allora configurabili esclusivamente in presenza di comunicazioni obbligatorie, con l'ulteriore specificazione che il dato informativo omesso dovrebbe essere esso stesso oggetto di un obbligo di comunicazione.

La questione deve però essere inquadrata sotto ben diverso punto di vista, che muove dalla considerazione del fatto proscritto nella sua obiettività strutturale: il precetto dell'art. 185 TUF (così come quello dell'art. 187-ter TUF, che richiama l'art. 12 MAR) stabilisce il divieto di diffondere notizie false/fuorvianti attraverso qualunque modalità comunicativa³⁶. Il contenuto sostanziale delle disposizioni consiste – a vedere bene – nel proibire la propalazione di notizie che, per la loro natura (false/fuorvianti) siano idonee ad alterare in modo sensibile il prezzo dello strumento finanziario. Idoneità che tuttavia trascorre in modo necessario per le opzioni operative dei destinatari della comunicazione, opzioni "alterate" a cagione delle notizie false/fuorvianti divulgate, che hanno inquinato il patrimonio conoscitivo dei destinatari, patrimonio conoscitivo sulla

mercato, cit. 207 s., cui adde A. ALESSANDRI, *Diritto penale e attività economiche*, Bologna, Mulino, 2010, 279; A. ALESSANDRI, *Le falsità delle valutazioni di bilancio secondo le Sezioni Unite*, *Riv. it. dir. proc. pen.*, 2016, 1479; F. D'ALESSANDRO, *Le false valutazioni al vaglio delle Sezioni Unite: la nomofilachia, la legalità e il dialogo interdisciplinare*, *Cass. pen.*, 2016, 2970; C. PEDRAZZI, *Società commerciali*, cit., 322; S. SEMINARA, *Il diritto penale*, cit. 102, nonché, volendo, F. MUCCIARELLI, *Gli illeciti di abuso di mercato*, cit., 823; F. MUCCIARELLI, *Manipolazione informativa: la condotta pericolosa e il luogo di consumazione nella lucida lettura della Cassazione*, *Dir. pen. proc.*, 2011, 1101.

³⁶ F. D'ALESSANDRO, *La manipolazione del mercato*, cit. 205.

base del quale viene decisa l'effettuazione delle operazioni (queste ultime essendo il mezzo attraverso il quale è in concreto possibile determinare mutamenti del prezzo dello strumento finanziario).

Essendo la correttezza (la non decettività) della comunicazione (e, per il caso delle operazioni che comunicano sé stesse, della loro portata comunicazionale) l'estremo significativo, in quanto veicolo che trasferisce ai destinatari l'informazione potenzialmente ingannatoria, è logicamente conseguente che alla comunicazione si debba aver riguardo: si badi, alla comunicazione come fatto storico dato nonché alla valenza comunicativa dell'operazione.

Non può sfuggire infatti la circostanza che una comunicazione svolge la sua funzione (primaria) di veicolare informazioni indipendentemente dalla sua natura (obbligatoria, facoltativa o volontaria), sicché il dovere di correttezza informativa accede alla condotta stessa del comunicare, assumendo connotazione peculiare quando, come nel caso, oggetto della comunicazione siano informazioni *price sensitive* (*id est*: idonee a modificare il prezzo dello strumento finanziario).

È notazione banale osservare che il dovere di correttezza informativa si riflette sulla correttezza dell'informazione trasferita al pubblico (cioè diffusa). Ma la correttezza (non decettività) dell'informazione dipende (anche) dalla sua *completezza*, nel senso che l'eventuale mancato inserimento tra i contenuti dell'informazione anche di un solo dato informativo che, per la sua rilevanza, sia in grado di modificare il significato dell'informazione complessivamente considerata, implica che l'informazione afflitta da tale carenza sia, per ciò solo, un'informazione decettiva. A fondare l'obbligo di completezza è l'esigenza di non omettere elementi informativi rilevanti per la correttezza dell'informazione comunicata: tale obbligo si concretizza e si specifica rispetto a ciascun elemento informativo che abbia la ricordata rilevanza nel contesto dell'informazione comunicata.

È dunque la completezza informativa (che accede in modo necessario alla correttezza dell'informazione) a fondare l'obbligo di inserire nella comunicazione tutti gli elementi funzionalmente indispensabili a far sì che la comunicazione stessa fornisca una rappresentazione non decettiva del proprio oggetto. Obbligo strumentale e, al contempo, ineludibile per l'osservanza del precetto che prescrive il divieto di fornire (diffondere) al mercato notizie false/fuorvianti, sia attraverso comunicazioni in senso tradizionale (enunciati linguistici trasmessi con qualunque modalità), sia tramite le informazioni che le operazioni comunicano di sé stesse.

In sintesi: il falso per reticenza non è una condotta omissiva, bensì un comportamento attivo (la comunicazione veicolata), la cui decettività dipende dalla deliberata incompletezza dell'informazione trasmessa, profilo sul quale si tornerà più diffusamente tra breve.

Alla conclusione raggiunta non è di ostacolo un profilo del dibattito che tuttora attraversa il tema del silenzio nel delitto di truffa³⁷, fattispecie alla quale si è pur fatto

³⁷ Per una compiuta ed esaustiva rassegna dell'elaborazione dottrinarie e giurisprudenziale della questione, si veda A. FESTINESE, *La truffa silenziosa: un nuovo tipo*, *Discrimen*, 5.9.2024.

riferimento come modello dei delitti di frode, ai quali è in qualche misura apparentata anche la figura della manipolazione del mercato realizzata con le fin qui esaminate modalità comunicative.

La differenza della struttura delle due fattispecie in un tratto decisivo concernente la descrizione delle condotte permette di mostrare come le notazioni critiche, impiegate per contrastare, con riguardo al delitto di truffa, l'attribuzione di rilevanza penale all'omissione/silenzio, non valgono nei confronti della comunicazione manipolativa falsa/fuorviante per omissione.

Sta in principio il rilievo che nell'art. 640 c.p. sono previste esplicite modalità della condotta ingannatoria (artifici o raggiri) che alludono, secondo la comune interpretazione, a comportamenti positivi, estrinsecantisi in forme attive. Nell'art. 185 TUF la descrizione della condotta è accentrata invece su un atto comunicativo, cioè sulla veicolazione di un'informazione falsa/fuorviante (indifferente che ciò avvenga nel modo 'classico' della diffusione di notizie ovvero attraverso il portato comunicazionale dell'operazione che comunica sé stessa).

Tale accentramento sull'informazione consolida su questo estremo il momento essenziale della condotta, che consiste nel trasferimento, nella comunicazione di un contenuto informativo a un numero indeterminato di persone, indifferenti essendo il mezzo e la modalità attraverso i quali tale veicolazione avviene: in tal senso depone in modo non controvertibile il dato testuale, che descrive la condotta come *diffusione di notizie decettive* senza alcuna ulteriore connotazione modale.

Come ognuno vede, una differenza netta separa le due fattispecie (truffa e manipolazione del mercato) sotto il presente riguardo: da un lato, la realizzazione di artifici o raggiri (modalità della condotta ingannatoria) rivolti a un soggetto determinato e, dall'altro, la comunicazione di un'informazione decettiva a una pluralità indeterminata di destinatari. Detto che quest'ultimo profilo, attinente alla molteplicità dei destinatari presenta ambiti problematici ulteriori, non può sfuggire che la condotta di comunicazione non è in alcun modo ulteriormente specificata.

Concentrando l'attenzione sul nucleo essenziale *comunicazione di un'informazione decettiva*, si può immediatamente arguire che tale sintagma esprime una condotta attiva (l'atto comunicativo), che ha un oggetto (l'informazione), a propria volta caratterizzato in termini di falsità/fuorvianza. Quest'ultima connotazione può dipendere – come si è mostrato – anche da una mancanza (un'omissione), quando il dato informativo omesso abbia fattezze e sembianze tali da rendere falso/fuorviante il significato complessivo dell'informazione comunicata. In questo senso il silenzio/omissione serbato su tale dato informativo acquisisce rilevanza penale in quanto momento strumentale per colorare l'informazione veicolata della tinta della decettività.

A essere analiticamente precisi, l'omissione intesa in senso proprio come non-esserci, se riferita alla comunicazione, corrisponde al non-esserci della comunicazione stessa nel suo complesso (*id est*: non aver diffuso alcuna notizia). Sicché l'autentico corrispondente omissivo (in senso proprio) della condotta "diffondere notizie false" (anche tramite la portata comunicazionale di operazioni simulate o artificiose) è "non diffondere alcuna notizia" ovvero "non compiere alcuna operazione". Situazione questa rispetto alla quale non è in alcun caso e in alcun modo predicabile una idoneità

ingannatoria, neppur congetturabile rispetto a qualcosa che non esiste (una inesistente comunicazione). E ciò vale anche al cospetto di una comunicazione dovuta per legge: si pensi al caso della comunicazione sociale per eccellenza, nel quale – persino nell’ipotesi di omesso deposito del bilancio di società quotata – tale omissione non è riconducibile al modello tipico dell’art. 2622 c.c. (e, per vero, di nessuna figura di reato)³⁸. Opzione legislativa storicamente consolidata e mai revocata in dubbio sul riflesso che, da un lato, tutti i destinatari della comunicazione sociale dispongono della stessa informazione ‘negativa’ (assenza del bilancio e del suo contenuto informativo) e che, dall’altro, la totale mancanza di qualunque dato informativo è di per sé inidonea a trarre in inganno, posto che l’induzione in errore sconta necessariamente l’esistenza di una comunicazione (*id est*: del trasferimento di informazioni) capace di cagionare nel destinatario una falsa rappresentazione. Ma di un non-esserci nessuna caratteristica o qualità è predicabile oltre il suo-non esserci.

Il silenzio/omissione non concerne dunque l’atto comunicativo in sé, bensì un elemento dell’atto comunicativo stesso. In modo ancor più analitico: l’atto comunicativo (che esiste, rappresenta la condotta e senza del quale il fatto non sussisterebbe) ricava la sua decettività dalla sua incompletezza, cioè dalla circostanza che nella sua formazione e nel successivo trasferimento al *deceptus* l’agente ha cura di omettere un dato informativo, il cui contenuto, se presente, avrebbe modificato in modo rilevante il significato complessivo della comunicazione stessa, privandola del suo carattere ingannatorio e rendendola pertanto corretta.

Detto in termini ancora diversi: il silenzio/omissione è la modalità attraverso la quale la comunicazione di informazioni diviene artificiosa o raggirante (mutuando le parole della legge), non controvertibile essendo che una induzione in errore può avvenire soltanto tramite un *messaggio* (*id est*: un trasferimento di informazioni) da un soggetto a un altro.

L’approccio analitico restituisce uno scenario nel quale l’omissione non investe la condotta come tale (*id est*: la comunicazione nelle forme modali dell’artificio o del raggirato), che infatti esiste, rappresentando invece il mezzo strumentale che rende la comunicazione, altrimenti corretta, artificiosa o raggirante e capace quindi di generare l’induzione in errore).

Ne rimane così definitivamente confermata la rilevanza penale della reticenza (della omissione di un dato informativo significativo) all’interno di una condotta di comunicazione di informazioni.

³⁸ Come noto, l’art. 2630 c.c. contempla infatti l’illecito amministrativo di “omessa esecuzione di denunce, comunicazioni o depositi”, punito con la sanzione pecuniaria da 103 a 1.032 euro, aumentata di un terzo “se si tratta di omesso deposito dei bilanci” (art. 2630 co 2 c.c.).

3.2. Il riflesso della manipolazione su valutazioni e giudizi dei partecipanti al mercato.

Riconducendo i profili della non riconoscibilità dell'informazione omessa e della veridicità della comunicazione rispetto a quanto positivamente comunicato alla prospettiva dell'operazione simulata o artificiosa che comunica sé stessa, è agevole avvedersi che in tale ultimo caso la portata ingannatrice raggiunge un livello di pericolosità ancora maggiore: non essendo al cospetto di una comunicazione nel senso primario del termine (*id est*: un costrutto linguistico che veicola informazioni attraverso codici semantici a ciò funzionali), ma di un fatto (l'operazione come tale), il contenuto informativo non può essere l'operazione come tale, ma quanto deriva dall'interpretazione di quel fatto da parte dell'*osservatore*, dovendosi immediatamente rilevare che preliminarmente alla necessaria fase dell'interpretazione è il riconoscimento (sempre sul versante dell'*osservatore*) che quella operazione reca con sé un contenuto informativo meritevole d'essere preso in considerazione³⁹. Sicché la circostanza che l'operazione illecita dissimuli gli elementi, che ne farebbero palesi le sue reali caratteristiche, diviene il nucleo essenziale dell'induzione in errore e, ad un tempo, l'estremo che ne rende specialmente ardua la rilevabilità, soprattutto nei tempi parossisticamente ridotti nei quali il mercato reagisce alle operazioni che vengono effettuate.

Quest'ultima osservazione (che verrà ripresa parlando del "lato degli *osservatori*") si collega direttamente con la seconda delle notazioni cui si è poco sopra alluso, facendo riferimento alle valutazioni e ai giudizi che intessono la dinamica della manipolazione del mercato.

Di per sé considerate, le comunicazioni decettive (di qualunque genere: sia quelle 'tradizionali' sia quelle espresse dall'operazione che comunica sé stessa) non determinano nessun effetto manipolativo: a generare tale effetto sono in realtà le ulteriori operazioni compiute a cagione degli errori di valutazione, nei quali sono stati indotti i destinatari della comunicazione decettiva. Senza dimenticare che, seppur in negativo, entrano nel novero dei fattori di condizionamento del prezzo anche operazioni che non sono state realizzate quando – come si è già notato – l'inazione dipende da una scelta operativa decettivamente indotta⁴⁰. Come ognuno vede, in ultima analisi, ad alterare il prezzo dello strumento finanziario, turbando così il mercato, è una

³⁹ Si pensi, esemplificativamente, a una serie di operazioni su titoli, ciascuna di modesto rilievo economico e per ciò non considerate: tale potrebbe essere invece significativa se si sapesse che le operazioni in questione sono fra loro coordinate, coordinamento che potrebbe suggerire una interpretazione dell'operazione nel suo complesso e non come una sequenza casuale di operazioni che hanno avuto a oggetto il medesimo titolo.

⁴⁰ Un esempio elementare è fornito dal caso nel quale il possessore del titolo della società quotata A si convince a non vendere tali titoli perché una serie di operazioni simulate deliberatamente indirizzate al sostegno del prezzo, lo induce a ritenere il prezzo stabile, contrariamente a quanto suggerito da altri indicatori (corretti): una informazione falsa, veicolata da operazioni che comunicano sé stesse, determina dunque un'alterazione del patrimonio conoscitivo del partecipante al mercato condizionandone la scelta operativa, che si traduce in una inazione, che a sua volta contribuisce a influenzare il prezzo dello strumento finanziario (che avrebbe subito l'effetto della decisione di vendere, non attuata per la manipolazione informativa derivante dall'informazione decettiva veicolata dalle operazioni simulate).

valutazione e, dunque, un giudizio (*rectius*: una serie di valutazioni e di giudizi) viziati da un errore fraudolentemente cagionato.

Si è in precedenza ripetutamente impiegato il termine *osservatore* per designare il soggetto, destinatario dell'informazione decettiva oggetto della comunicazione, che è, ad un tempo, anche l'investitore che opera sul mercato.

La marcatura lessicale vuole segnalare un aspetto peculiare della dinamica dell'agire del soggetto che opera sul mercato e che, in quanto tale, è destinatario delle informazioni variamente comunicate: prima di (e per poter poi) essere utilizzate per assumere decisioni operative, le informazioni comunicate (di qualunque natura: sia quelle corrette sia quelle decettive) devono essere osservate (rilevate come meritevoli di considerazione), interpretate (attribuendo loro un significato) e processate (messe in relazione con il patrimonio conoscitivo). Siffatto percorso (comunque indispensabile) presenta tuttavia forme, modalità e tempi diversi in relazione alla differente tipologia della fonte di provenienza dell'informazione comunicata: quella 'tradizionale' ovvero quella consistente in un'operazione che comunica sé stessa.

Nel primo caso, qualunque sia la forma fenomenica della comunicazione (esemplificando: comunicati ufficiali dell'emittente, dichiarazioni rilasciate a organi di stampa o ad analisti finanziari, pubblicazione di dati economici di periodo, ecc.), i destinatari osservano, interpretano e processano enunciati linguistici fisiologicamente destinati a veicolare informazioni e, pur nei tempi ristrettissimi funzionali all'operatività dei mercati, dispongono comunque di un margine entro il quale dispiegare le ricordate attività, propedeutiche e necessarie per decidere le opzioni operative.

Ferma la constatazione che l'operazione effettuata (indipendentemente dalla propria natura lecita o illecita) importa come tale un effetto sul prezzo dello strumento finanziario, le peculiarità dell'informazione trasmessa dall'operazione (simulata o artificiosa) che comunica sé stessa nascondendo tale sua caratteristica, principiano proprio dalla notazione appena svolta.

Il nascondimento della natura illecita dell'operazione implica che la stessa venga osservata, interpretata e processata *come se* fosse un'operazione lecita: vizio genetico destinato ad alterare l'intero processo che conduce alla decisione operativa.

Notato che tale vizio dipende da un estremo oggettivo (il deficit conoscitivo conseguente al fatto che l'operazione come tale – nella sua obiettività – non manifesta la propria natura simulata o artificiosa), a determinare la decisione d'investimento non razionale (in quanto fondata su un patrimonio conoscitivo alterato) è propriamente il processo valutativo viziato. Nella prospettiva ora in esame, l'operatore non si trova di fronte a un enunciato linguistico che comunica informazioni, bensì a un dato oggettivo, un fatto storico (l'operazione), che, prima ancora di essere interpretato e processato, deve essere 'osservato', cioè selezionato e quindi inserito fra quelli meritevoli di considerazione nell'ambito dei processi funzionali all'assunzione di decisioni operative.

Se non è azzardato assumere che la tutela del mercato degli strumenti finanziari si reifica nella tutela della correttezza e della tendenziale completezza del patrimonio

conoscitivo di coloro che a qualunque titolo vi operando (o, comunque, che con esso interagiscono)⁴¹, le notazioni sin qui svolte ne suggeriscono ulteriori.

In particolare: una prima, a conclusione del percorso argomentativo che precede, una seconda destinata a scrutinare il riverbero che le caratteristiche delle informazioni a vario titolo e con diverse modalità disseminate nel mercato hanno dalla parte del destinatario.

Quanto s'è detto conferma la centralità dell'*informazione* nella dinamica della manipolazione del mercato, in quanto è l'informazione stessa, quando decettiva, ad avere la potenzialità di alterare il patrimonio conoscitivo del destinatario, condizionandone per tal modo le opzioni operative, costitutive in quanto causali, queste ultime, delle condotte (le concrete operazioni) attraverso le quali può determinarsi l'influenza (sensibile) sul prezzo dello strumento finanziario (*id est*: il pericolo che la norma mira a scongiurare poiché espressivo dell'offesa al bene tutelato).

Se è indiscutibile che soltanto comportamenti concreti possono dar luogo all'attentato alla funzione allocativa del prezzo dello strumento finanziario che è propria del mercato, è altrettanto non questionabile che tali comportamenti trovano la loro genesi nel processo decisionale dell'operatore (termine qui impiegato come valevole a comprenderne la variegata tipologia, inclusiva anche delle intelligenze artificiali⁴²). Processo decisionale che, come si è cercato di mostrare, si fonda essenzialmente sul patrimonio conoscitivo dell'operatore medesimo, del quale fa parte anche l'informazione decettiva che quest'ultimo, in quanto destinatario, ha ricevuto e recepito.

Non va oltre la mera constatazione osservare che l'intero processo che conduce alla decisione operativa (sin dal momento d'esordio, rappresentato dal recepimento dell'informazione, che, nel caso essa sia veicolata dall'operazione, introduce l'ulteriore peculiarità di dover essere colta come tale) trascorre per ed è costituito da apprezzamenti, valutazioni e giudizi. Sicché non sembra conclusione azzardata ritenere che la decettività dell'informazione si presenta come funzione rispetto alla sua idoneità a mutare la decisione operativa del destinatario dell'informazione medesima.

Le «decisioni d'investimento» (per usare le parole del MAR) costituiscono mediazione ineliminabile: senza di esse non può prodursi alcuna variazione del prezzo dello strumento finanziario; senza di esse, l'informazione falsa/fuorviante rimane tale e non tipica al cospetto della fattispecie d'incriminazione, che infatti esige che l'informazione abbia altresì il requisito della idoneità a influire, manipolandola, proprio su quella decisione d'investimento cui allude l'art. 7 co. 4 MAR, in quanto – e così si chiude il circolo ermeneutico – è la decisione per tal modo condizionata a *poter* determinare l'influenza sensibile sul prezzo dello strumento finanziario (costitutiva del pericolo concreto presidiato dalla norma).

⁴¹ Con il termine "operatore" si intende designare qualunque soggetto che effettui/possa effettuare operazioni sul mercato, in quanto tale interessato al flusso delle informazioni.

⁴² Richiamando quanto osservato nella precedente nota, fra gli "operatori" vanno annoverati anche i sistemi governati da intelligenze artificiali, posto che anche queste ultime recepiscono informazioni, le elaborano e, sulla base di ciò, effettuano operazioni.

Se lo scenario nel quale è chiamato a svolgersi l'apprezzamento della tipicità dell'informazione falsa/fuorviante è popolato da valutazioni e giudizi, fra gli elementi sui quali tale accertamento andrà condotto e che, ad un tempo, costituiranno gli estremi fondamentali per ritenere tipica l'informazione decettiva in quanto idonea a influenzare in misura sensibile il prezzo dello strumento finanziario, spiccano quelli più marcatamente capaci di condizionare i giudizi e le valutazioni del destinatario dell'informazione medesima.

In altri termini: richiedendo la norma la valutazione della *concreta* idoneità alterativa dell'informazione, l'apprezzamento del 'peso' del giudizio derivante dall'informazione stessa deve essere compiuto nel contesto, all'interno cioè del patrimonio conoscitivo dell'operatore/destinatario, patrimonio a sua volta costituito dalle informazioni disponibili (oltre che dalle conoscenze proprie e dal bagaglio culturale). Né deve sfuggire che l'ambito di tali informazioni comprende senz'altro anche le *market information*, il coacervo delle notizie (incluse quelle di natura non strettamente economico-finanziaria ma che comunque possono avere rilevanza in relazione alle decisioni operative, e talvolta finiscono per averne in misura preponderante).

Rammentato, com'è evidente persino a una superficiale lettura della disposizione incriminatrice⁴³, che una *market information* falsa/fuorviante può senz'altro integrare l'estremo di fattispecie quando possieda l'idoneità alterativa pretesa dalla norma, anche rispetto a quest'ultima tipologia di notizie viene in considerazione l'apprezzamento compiuto dal destinatario nel contesto della decisione d'investimento che potrebbe assumere.

Qualunque sia l'oggetto e la natura dell'informazione, la modalità di veicolazione (quella classica descritta come diffusione della notizia ovvero quella della trasmissione attraverso l'operazione che comunica sé stessa), essa è un *messaggio* che contiene singoli elementi significativi e che possiede un significato complessivo, i quali (i singoli elementi e il senso complessivo) hanno una qualche attinenza con lo strumento finanziario.

Precisato che i singoli elementi possono esprimere, separatamente considerati, significati fra loro diversi, ulteriormente differenti dal significato complessivo che li comprende (sicché il destinatario potrebbe scegliere di privilegiarne alcuni rispetto ad altri), il messaggio stesso e i suoi componenti sono (con l'eccezione dell'operazione che comunica sé stessa) anch'essi il consolidarsi di giudizi in atti comunicativi.

Su tale messaggio (più esattamente: sul complesso di tali giudizi), così come sul messaggio rappresentato dall'operazione che comunica sé stessa, si esercita la valutazione del destinatario, che altro non è se non un giudizio, che di quel messaggio apprezza il significato per deciderne la conseguente eventuale rilevanza rispetto alle proprie decisioni operative.

⁴³ La disposizione dell'art. 185 TUF non qualifica infatti in alcun modo il termine *notizie* se non per le caratteristiche della decettività e della idoneità alterativa, senza riferimento alcuno ad altre denotazioni tipologiche attinenti alla morfologia della notizia stessa.

Nel caso del messaggio decettivo (perché contiene informazioni che tali sono ovvero perché costituito da un'operazione simulata o artificiosa), l'accertamento sulla tipicità trascorre per la valutazione ulteriore consistente nel decidere se quel messaggio avrebbe potuto condizionare il giudizio del destinatario, mutandone le opzioni operative.

Come ognuno vede, si tratta di una valutazione (cioè di un giudizio) che ha ad oggetto un altro giudizio (quello del destinatario/investitore), giudizio che, a sua volta, si esercita o su giudizi (quelli che costituiscono il messaggio quando quest'ultimo è veicolato nelle forme comunicative classiche) ovvero su una circostanza di fatto (nel caso che il messaggio sia costituito da un'operazione simulata o artificiosa, che deve tuttavia essere previamente letta e interpretata).

Nella dinamica dell'accertamento dell'idoneità alterativa emerge così il ruolo centrale della figura del destinatario del messaggio falso/fuorviante anche nella prospettiva della tutela del mercato in quanto bene giuridico presidiato. Di ciò si cercherà di argomentare nel prosieguo.

4. Il controverso parametro dell'investitore ragionevole.

Altrove si era cercato di mostrare che la tutela del mercato degli strumenti finanziari trova reificazione nella protezione degli investitori/operatori in senso ampio, *id est*: tutti coloro che a vario titolo agiscono nel mercato, più esattamente nella tutela della correttezza e della tendenziale completezza del loro patrimonio conoscitivo, funzionale all'assunzione di decisioni d'investimento (quelle di un «investitore ragionevole»)⁴⁴.

Per tal modo la nozione di *tutela del mercato*, indicata come bene giuridico protetto⁴⁵ per la sua rilevanza cruciale nelle società a matrice capitalista, sembra

⁴⁴ Scusandomi per l'ineleganza delle autocitazioni, v. F. MUCCIARELLI, *Gli illeciti di abuso di mercato*, cit., 823; F. MUCCIARELLI, *Art. 184*, in AA. VV., *Il testo unico della finanza*, a cura di M. Fratini, G. Gasparri, vol. III, Milano 2012, 2338; F. MUCCIARELLI, *Le Sezioni Unite e le false comunicazioni sociali: tra legalità e ars interpretandi*, *Dir. pen. cont. - Riv. trim.*, 4, 2016, 174; F. MUCCIARELLI, *Mercato finanziario e tutela penale*, cit., 125; F. CONSULICH, F. MUCCIARELLI, *Informazione e tutela penale*, cit., 179; F. D'ALESSANDRO, *Regolatori del mercato, enforcement*, cit., 126; M. GAMBARDELLA, *Condotte economiche e responsabilità penale*, Torino, Giappichelli, 2020, 387; S. GIAVAZZI, *L'abuso di informazioni privilegiate*, in AA. VV. *Diritto e procedura penale delle società*, a cura di G. Canzio, L. Luparia Donati, Milano, 2022, 801.

⁴⁵ Sul punto la dottrina è sostanzialmente unanime, pur con variegate sfumate e caratterizzazioni, a partire dal fondamentale scritto di C. Pedrazzi, *Problemi del delitto di agiotaggio*, cit., 3; si vedano altresì C. Pedrazzi, *Interessi economici e tutela penale*, in AA.VV., *Bene giuridico e riforma della parte speciale*, a cura di A.M. Stile, Napoli 1985, 303, ora in C. Pedrazzi, *Diritto penale, Scritti di diritto penale dell'economia*, vol. III, Milano 2003, 187; S. Seminara, *Insider trading e diritto penale*, Milano 1989, 22; F. Bricola, *Profili penali*, cit., 3425; L. Foffani, *La nuova disciplina penale dell'«insider trading» e delle frodi nel mercato mobiliare*, in *Riv. trim. dir. pen. econ.*, 1991, 911; C. Pedrazzi, *Turbativa dei mercati*, cit., 111; C. Pedrazzi, *Mercati finanziari*, cit., 183; S. Seminara, *La tutela penale del mercato finanziario*, in *Manuale di diritto penale dell'impresa*, a cura di C. Pedrazzi, A. Alessandri, L. Foffani, S. Seminara, G. Spagnolo, Bologna 2000, 620; F. Consulich, *La giustizia e il mercato*, cit., 8; F. D'Alessandro, *Regolatori del mercato, enforcement*, cit., 28; M. Onado, *Economia e regolamentazione del sistema finanziario*, Bologna 2021, *passim*; F. Annunziata, *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino 2021, 25.

acquisire materialità e concretezza, necessarie tale bene debba essere presidiato rispetto a un'offesa penalmente rilevante, dovendo perciò presentarsi come un bene aggredibile da condotte.

In questa prospettiva, la figura dell'investitore/operatore acquista un ruolo del tutto centrale; centralità che tuttavia non è legata alla circostanza che dall'operazione compiuta sulla base dell'informazione decettiva l'investitore subisce un danno, non diversamente dalla vittima del reato di truffa. Una siffatta configurazione è sicuramente plausibile, ma, finendo con il colorare il delitto di manipolazione del mercato di valenze patrimonialistiche, apparentandolo ai reati contro il patrimonio mediante frode (stando alle categorie codicistiche), ne offuscherebbe la portata, invece preminente, di delitto a presidio di un bene sopraindividuale, quale è il mercato, momento essenziale del sistema capitalista.

Né può dimenticarsi che la struttura di reato di pericolo concreto della manipolazione del mercato è incompatibile con una valorizzazione di estremi (eventuali) invece congrui con figure di reati con evento di danno. Che il pericolo possa consolidarsi in danno (nel caso: che l'idoneità alterativa possa evolvere in una effettiva alterazione, dalla quale consegue un danno per il singolo investitore) è un'eventualità possibile (e, anzi, nella dinamica delle vicende giudiziarie, situazione ricorrente con frequenze assai alte⁴⁶), ma si tratta di eventualità che rimane confinata sul piano delle evenienze accidentali, inidonee a modificare la struttura delle disposizioni di legge e, nella presente ipotesi, le coordinate della collocazione sistematica della norma⁴⁷.

Concentrare l'attenzione sull'investitore/operatore è invece funzionale allo scopo di individuare con sufficiente precisione e determinatezza i connotati del parametro essenziale della idoneità alterativa in misura sensibile, che è non soltanto elemento costitutivo della fattispecie incriminatrice, ma anche estremo che coglie il nucleo del disvalore della condotta in quanto ne esprime l'offensività rispetto alla funzione allocatrice del prezzo degli strumenti finanziari, profilo del bene giuridico tutelato in specie dalla norma sanzionatoria della manipolazione del mercato.

Se, come in precedenza argomentato, sono esclusivamente le operazioni a poter modificare il prezzo dello strumento finanziario, l'idoneità alterativa (in misura sensibile) dell'informazione decettiva corrisponde alla sua idoneità a determinare un mutamento dell'opzione operativa dell'investitore destinatario dell'informazione stessa. In questo senso, *l'investitore ragionevole*, di cui discorre il quarto comma dell'art. 7 MAR, sembra divenire parametro di riferimento che promette qualche proficuo sviluppo per

⁴⁶ Come in precedenza osservato, nell'esperienza giudiziaria le vicende riguardanti la manipolazione del mercato muovono dalla rilevazione da parte di Consob (nella pressoché totalità dei casi) di un'anomalia registrata sul mercato (in genere un'alterazione significativa del prezzo). Partendo da questo riscontro fattuale (che è, in ipotesi, l'effetto di una condotta manipolatrice) vengono svolte indagini per individuare tale condotta: come ognuno vede, l'accertamento assume sembianze assimilabili a quelle tipiche dell'accertamento di un reato di evento. Diversi ovviamente i casi nei quali l'accertamento procede, ad esempio, a partire da un comunicato contenente informazioni false: in siffatte ipotesi lo schema di valutazione rimane pienamente coerente con quello proprio dei reati di pericolo concreto.

⁴⁷ In ordine ai profili del requisito del pericolo nel contesto della fattispecie si rinvia agli autori citati alla nota 11.

cogliere il significato preciso della nozione di informazione falsa/fuorviante in concreto idonea a influenzare in misura sensibile il prezzo dello strumento finanziario.

Conviene muovere da una notazione che, a prima vista, può apparire azzardata nella sua radicalità: non esiste un'informazione falsa/fuorviante che possa dirsi in sé, oggettivamente, idonea ad alterare in concreto il prezzo di uno strumento finanziario. Altrove più diffusamente⁴⁸ ed anche in precedenza in questo scritto⁴⁹ si è argomentato in proposito, sicché è qui bastevole rammentare che una medesima informazione falsa (ad es. le improvvise dimissioni di un manager di grandi capacità alla guida di una società quotata) ha valore diverso (e, dunque, differente idoneità a mutare le decisioni di investimento) per un investitore di lungo periodo ovvero per un altro, interessato a conseguire risultati con operazioni a breve⁵⁰. Allo stesso modo, una notizia falsa concernente una peculiare caratteristica di un'operazione straordinaria può indurre un mutamento nelle opzioni di investimento di un operatore particolarmente sofisticato capace di leggere il significato recondito e risultare invece del tutto indifferente per l'operatore non qualificato.

Ed ancora: la caratterizzazione espressa, con la quale la norma richiede la concretezza del pericolo, esige una valutazione dell'idoneità alterativa dell'informazione decettiva fortemente legata al contesto⁵¹ e, conseguentemente, all'investitore e alla capacità di condizionarne le scelte operative nella situazione storica

⁴⁸ Il riferimento è a F. MUCCIARELLI, *Mercato finanziario e tutela penale*, cit. 125; Sulla idoneità decettiva si vedano E. AMATI, *L'abuso e comunicazione*, cit., 173; F. CONSULICH, *La giustizia e il mercato*, cit., 255; F. D'ALESSANDRO, *Regolatori del mercato, enforcement*, cit., 171; F. D'ALESSANDRO, *La manipolazione del mercato*, cit., 201 e 207; A. NISCO, *Controlli sul mercato finanziario*, cit., 109 e 113; C. PEDRAZZI, *Mercati finanziari (nuova disciplina penale)*, cit., 183; A. ROSSI, *Le fattispecie penali di aggrigotaggio*, cit.; S. SEMINARA, *Il diritto penale*, cit., 63 e 97.

⁴⁹ Il riferimento è ai paragrafi 2 e 3 e ai relativi sottoparagrafi.

⁵⁰ Nel caso prospettato, l'effetto (in ipotesi, depressivo) della notizia, è destinato a essere riassorbito in un arco temporale relativamente breve: circostanza questa che rende la notizia di scarso pregio per un investitore stabile, interessato cioè a mantenere la posizione partecipativa perché confida nella fisiologica distribuzione di utili e nel mantenimento di valore del titolo; notizia invece rilevante per il partecipante al mercato che opera in un'ottica speculativa, pronto a sfruttare oscillazioni transeunti. Sicché la medesima notizia è ad un tempo idonea a mutare le decisioni d'investimento ovvero a non incidere sulle stesse, ciò dipendendo dai diversi 'interessi' (*id est*: prospettive) degli investitori, che fanno tuttavia un uso razionale della notizia.

⁵¹ La crucialità del riferimento al contesto emerge in modo netto dall'esplicito dettato del Considerando 14 MAR, che, discorrendo dell'investitore ragionevole e di quanto lo stesso considera per assumere le proprie decisioni, chiarisce che "[u]n investitore ragionevole basa le proprie decisioni di investimento sulle informazioni già in suo possesso, vale a dire su informazioni disponibili precedentemente. Pertanto, per rispondere alla domanda se al momento di prendere una decisione di investimento un investitore ragionevole terrà verosimilmente conto di una determinata informazione, occorre basarsi sulle informazioni precedentemente disponibili. Nell'effettuare una tale analisi, occorre considerare l'impatto previsto dell'informazione alla luce dell'attività complessiva dell'emittente in questione, l'attendibilità della fonte di informazione, nonché ogni altra variabile di mercato che, nelle circostanze date, possa influire sugli strumenti finanziari, sui contratti a pronti su merci collegati o i prodotti oggetto d'asta sulla base delle quote di emissioni".

data, corrispondente all'epoca nella quale l'informazione è stata propalata ovvero quando l'operazione simulata o artificiosa è stata effettuata⁵².

L'idoneità alterativa dell'informazione decettiva, in qualunque modo veicolata, sembra dunque un concetto di relazione, dipendente com'è dal tipo d'investitore e dal contesto o, in modo più preciso, dal tipo di investitore collocato nel contesto.

Quanto al profilo attinente alla tipologia dell'investitore/destinatario dell'informazione soccorre la riflessione della più autorevole delle dottrine che, ragionando intorno ai destinatari delle informazioni contenute nelle comunicazioni sociali, dopo averne indicato le categorie 'classiche', richiamava infine «i terzi quali potenziali soci, creditori e contraenti (una cerchia che nelle società a base larga tende a coincidere con il 'pubblico')», notando che «le aspettative di tali categorie sono lungi dal coincidere sicché «la disinformazione si caratterizza per un'incidenza offensiva molteplice e variabile a seconda delle situazioni»⁵³.

Qualche notazione di contorno, non più che glosse a margine, posto che il nitido argomento è di sé compiutamente esaustivo: si è al cospetto non di un destinatario, neppure intendendolo come una categoria indistinta di soggetti ai quali l'informazione è rivolta, ma a categorie di destinatari, tipologicamente identificate, ciascuna d'esse portatrice di interessi e di attese. Che la notazione di quel risalente insegnamento

⁵² Si immagini il caso di un'emittente che versa in una situazione economico-finanziaria gravemente compromessa, peraltro nota al mercato, che, nondimeno, mostra di apprezzarne il titolo, il cui andamento favorevole è addirittura in controtendenza rispetto a quelli delle società del settore. Si ipotizzi ora che l'emittente emetta un comunicato falso per reticenza in quanto non riferisce di una richiesta dell'Autorità di Vigilanza di rilevare una maggior quota di NPL (cui dovrebbe seguire l'appostazione di un congruo corrispondente fondo rischi). Si consideri ancora che quando, poche settimane dopo la diffusione del comunicato la circostanza omessa diviene pubblica, il prezzo titolo non subisce alcuna flessione, mantenendo il suo andamento favorevole in controtendenza. L'apparente irrazionalità del mercato trova una spiegazione non legata all'emotività nella circostanza, anch'essa nota al mercato, che da mesi almeno due cordate di investitori si stavano fronteggiando per acquisire il controllo dell'emittente, alimentando così il mercato sul lato della domanda. Leggendo la vicenda dal lato del partecipante al mercato è agevole avvedersi che le notizie che vengono in rilievo per determinare le decisioni d'investimento sono quelle attinenti alla contesa fra azionisti che nel contesto dato vengono stimate più significative rispetto a quelle relative alle condizioni economico-finanziarie dell'emittente. Si può ovviamente dibattere a lungo e dissentire (fondatamente) sulla saggezza di una simile opzione, radicata nella prospettiva di una speculazione a breve termine (il prezzo del titolo rimarrà alto fino a quando dura la contesa ingenerando negli operatori l'aspettativa di approfittare di tale contingenza transeunte per vendere i titoli di cui sono in possesso a uno dei due contendenti), sottovalutando deliberatamente indici sostanziali, espressivi della condizione economico-finanziaria della società e suggestivi di un prezzo ben inferiore, maggiormente coerente con il valore del sottostante). Detto questo, non può però dubitarsi che in *quel* contesto (e dunque "concretamente") la notizia (falsa per reticenza) non sembra possedere il requisito della idoneità alterativa (in concreto). E ciò, si badi, non già per un giudizio postumo (formulato dopo che è registrata l'irrelevanza sul prezzo dell'informazione che svela la falsità per reticenza di quella precedentemente veicolata al mercato), bensì perché, sulla base dell'andamento del titolo nel periodo antecedente alla diffusione del comunicato recante l'informazione falsa per reticenza, il mercato aveva mostrato disinteresse per quel genere di informazioni (*id est*: non le annoverava fra quelle da considerare per assumere le proprie decisioni d'investimento). Sicché si è al cospetto di una prognosi postuma correttamente formulata che da quanto accaduto successivamente alla realizzazione della condotta (e al disvelamento della falsità) ritrae soltanto un ulteriore elemento di riscontro.

⁵³ Così C. PEDRAZZI, *Società commerciali*, cit., 305.

trovasse occasione nel territorio delle comunicazioni sociali ne limita certo la portata e la potenzialità espansiva, indipendentemente dal rilievo che, come non già allora si avvertiva, nel caso di «società a base larga» la cerchia dei destinatari «tende a coincidere con il 'pubblico'»⁵⁴: non è chi non veda infatti che interessi e attese dei soggetti cui sono indirizzate le informazioni concernenti le condizioni economiche, finanziarie e patrimoniali di una società sono sostanzialmente i medesimi interessi e le medesime attese che le distinte categorie di destinatari hanno di ricevere informazioni finanziarie funzionali alle proprie decisioni d'investimento.

Sicché la raffinata notazione secondo la quale «poiché le aspettative di tali categorie sono lungi dal coincidere, la disinformazione si caratterizza per un'incidenza offensiva molteplice e variabile a seconda delle situazioni» si rivela guida preziosa per procedere.

In diretta derivazione dal ricordato insegnamento si è osservato che occorre «riconoscere la (...) alterazione ogniqualvolta la rappresentazione fornita sia in grado di inquinare le scelte dei destinatari, complessivamente intesi, con la conseguenza di una maggiore corposità dell'alterazione, giacché dev'essere potenzialmente causale per una platea indistinta di destinatari»⁵⁵.

L'indubbia esattezza della constatazione merita tuttavia una specificazione e un approfondimento con riguardo all'ambito qui d'interesse (la tutela del mercato). Il riferimento ai destinatari nel loro complesso è all'evidenza comprensivo di tutte le categorie che ne compongono la «platea indistinta», le cui scelte d'investimento l'informazione decettiva è in grado di alterare, mentre il richiamo alla «maggior corposità dell'alterazione» sembra connesso all'esigenza che la stessa (*rectius*: la rappresentazione alterata che la induce) spieghi la sua efficacia (sul piano della potenzialità essendo comunque l'ambientazione nel territorio dei reati di pericolo) indistintamente sull'intera platea dei destinatari medesimi. Dovendo raggiungere la portata alterativa ciascuna e insieme tutte le categorie dei destinatari, la stessa deve necessariamente possedere – coerentemente con la prospettiva da ultimo ricordata – una idoneità decettiva ben significativa: diversamente sarebbe difficile ipotizzare un effetto di tal genere riferito a tipologie di destinatari anche fortemente differenziate fra loro.

Tornando ora al risalente insegnamento, conviene richiamarne il nucleo essenziale nella connotazione «variabile e molteplice a seconda delle situazioni» della disinformazione (*id est*: della veicolazione di informazioni decettive) in ragione delle aspettative delle «categorie» dei destinatari, che «sono lungi dal coincidere».

Ferma la centralità degli investitori/operatori (*id est*: dei partecipanti al mercato) nell'economia della tutela del mercato e delle funzioni di quest'ultimo, è opportuno qui anticipare l'esito delle successive considerazioni, esito che, espresso in termini diretti, potrà apparire senz'altro azzardato: l'*investitore ragionevole* non esiste quando lo si voglia intendere come figura unitaria, capace di comprendere sotto un unico paradigma la

⁵⁴ Così C. PEDRAZZI, *Società commerciali*, cit., 305: si noti che la disposizione all'epoca vigente non contemplava una figura apposita per le società quotate, ciò che rende ancor più significativa la risalente considerazione.

⁵⁵ Così A. ALESSANDRI, *Diritto penale e attività economiche*, Bologna, Mulino, 2010, 294.

molteplicità dei soggetti (*rectius*: delle tipologie soggettive, delle categorie) che a vario titolo operano sul mercato.

L'irriducibilità a un'unica figura trova la sua ragione nella constatazione che alla molteplicità delle categorie dei partecipanti al mercato (che sono altresì i destinatari delle informazioni) corrisponde in modo biunivoco una molteplicità di legittimi interessi dei quali ciascuna categoria è portatrice, interessi cui sono funzionali aspettative differenziate in termini di esigenze conoscitive. Tali aspettative risultano senz'altro coerenti fra loro all'interno di ciascuna categoria, ma differiscono (o, quantomeno, possono differire) se considerate confrontando quelle di una categoria rispetto a quelle delle altre.

Approfondisce il profilo della irriducibilità un ulteriore elemento di diversificazione, che emerge agevolmente osservando il panorama delle tipologie soggettive che compongono la «platea indistinta di destinatari»: il riferimento va alle differenti capacità di lettura, di comprensione e di interpretazione delle informazioni che, nella parte largamente preponderante dei casi, richiedono conoscenze specialistiche ben superiori a quelle di un soggetto anche normalmente acculturato. Ambito problematico che non può in alcun modo essere sottovalutato, posto che – come è stato esattamente notato – «non è più solo una questione di addetti ai lavori che si scambiano informazioni secondo un codice linguistico e tecnico comune: è, ormai, un fatto che riguarda una platea di cittadini nel momento in cui assumono il ruolo dei risparmiatori»⁵⁶.

Osservate le superiori considerazioni da un altro punto di vista, se ne può trarre la convinzione che proprio la notata irriducibilità delle distinte esigenze informative a un modello capace di comprenderle tutte senza scadere in una definizione che, per essere omnicomprensiva, riuscirebbe vaga e priva di capacità selettiva, sia una delle ragioni (se non la ragione) della difficoltà riscontrata per trovare una soddisfacente definizione unitaria di *investitore ragionevole*.

Non occorre qui ripercorrere in maniera analitica gli argomenti spesi in tale ricerca, essendo sufficiente segnalare in modo sintetico le criticità incontrate dalle principali fra le ipotesi ermeneutiche elaborate in proposito, principiando da quella che ricorre al paradigma dell'agente-modello⁵⁷. Tale figura archetipica, mutuata da quella

⁵⁶ Così A. ALESSANDRI, *Diritto penale e attività*, cit., 292.

⁵⁷ Se ne veda una ricostruzione e una convincente critica in A. ALESSANDRI, *Diritto penale e attività*, cit., 291. Più in generale sull'agente modello V. ATTILI, *L'agente-modello 'nell'era della complessità': tramonto, eclissi o trasfigurazione?*, *Riv. it. dir. proc. pen.*, 2006, 1240; F. BASILE, *Fisionomia e ruolo dell'agente modello*, *Dir. pen. cont.*, 13.3.2012, *passim*; M. CAPUTO, *Agente modello e responsabilità per colpa in campo medico*, Milano, Giuffrè, 2012, *passim*; V. COLETTI, *L'agente modello; una pericolosa sineddoche*, *Criminalia* 2022, 1; C. PIERGALLINI, *Colpa (Diritto penale)*, in *Enc. Dir. Annali*, Milano, Giuffrè, 2017, 231; S. PREZIOSI, *Dalla pluralità di agenti modello al pluralismo dei modelli di agente: verso la frammentazione del reato colposo di evento*, *Cass. pen.* 2011, 1985; P. VENEZIANI, *Regole cautelari "proprie" ed "improprie" nella prospettiva delle fattispecie colpose casualmente orientate*, Padova 2003, *passim*, nonché, volendo, F. MUCCIARELLI, *Mercato finanziario e tutela penale*, cit., 128. Nel presente caso, il corrispondente concreto dell'agente-modello (il destinatario-modello) non è il soggetto la cui condotta ha offeso il bene giuridico (ovvero: che deve conformare il suo comportamento a un determinato standard per non offendere beni giuridici), bensì colui che fa parte (con una indeterminata schiera di altri soggetti) di coloro ai quali la comunicazione sociale si rivolge, alla cui protezione è preordinata la disciplina normativa.

forgiata – come noto – all’interno della teorica della colpa, presenta almeno due limiti che la rendono inappropriata nel presente ambito. Da un lato, per quanto sottoposta agli adattamenti necessari per l’importazione nel territorio dei reati dolosi, essa non smarrisce il suo carattere originario, che la connota strutturalmente: di essere cioè (stata) creata e modellata sull’agente (l’autore del fatto) per fissare, innalzandoli, i parametri ai quali la sua condotta deve adeguarsi in funzione di tutela del bene giuridico protetto. Prospettiva diametralmente opposta è quella nella quale dovrebbe collocarsi la figura dell’investitore-modello come parametro di riferimento del destinatario delle informazioni, il cui patrimonio conoscitivo deve essere presidiato dal rischio di inquinamento da informazioni decettive per scongiurare il pericolo di opzioni operative distorte, a loro volta idonee a influenzare in misura sensibile il prezzo degli strumenti finanziari.

Esasperando (ma, in fondo, in modo logicamente plausibile) il rapporto di specularità opposta (coerente, si badi, con le differenti prospettive e altrettanto differenti funzioni di tutela) tra le figure dell’agente-modello e dell’investitore-ragionevole/modello si dovrebbe giungere alla paradossale conclusione che quest’ultima figura è rappresentata dal più sprovveduto e meno avvertito degli investitori/partecipanti al mercato.

Indipendentemente dal rilievo che una simile caratterizzazione sarebbe difficilmente compatibile con il dato normativo, che, parlando di investitore *ragionevole*, ne colloca lo *status* su un piano diverso e superiore a quello della semplicioneria, altre ragioni convincono della non plausibilità di una siffatta conclusione.

La considerazione del livello minimo (addirittura del grado zero) di conoscenze per operare nel settore come parametro di riferimento e, in conseguenza, di disciplina finirebbe con lo snaturarne la funzione, compromettendone altresì l’efficienza: per tal modo l’ambito della tutela si sposterebbe dal mercato (cioè dalla tutela degli interessi di tutte le categorie, che ha valenza metaindividuale) a una sola tipologia di soggetti, determinando una torsione che importerebbe una coloritura della fattispecie punibile con le tinte di un reato contro il patrimonio (facilmente arguibile dalla polarizzazione del presidio a favore dell’interesse di una sola tipologia soggettiva), smarrendo la (doverosa) caratterizzazione necessariamente orientata invece a protezione di un bene sovraindividuale, quale è il mercato inteso come sintesi degli interessi di tutte le categorie dei suoi partecipanti e in relazione alla funzione che esso svolge nelle economie di matrice capitalista.

Anche ammettendo, per mera ipotesi dialettica, la praticabilità di una siffatta implausibile opzione ermeneutica, un’altra ragione ne preclude radicalmente

Non dissimile da quella delineata (e speculare rispetto all’elaborazione sulla colpa in ambito penalistico) è la prospettiva della “vittimodommatica”, nella quale acquista rilevanza la mancata o insufficiente protezione del bene giuridico da parte del titolare dello stesso, che dunque “partecipa” alla realizzazione della fattispecie. In argomento si vedano gli importanti studi di V. DEL TUFO, *Profili critici della vittimodommatica*, Napoli, Jovene, 1990, *passim*; O. DI GIOVINE, *L’interpretazione nel diritto penale. Tra creatività e vincolo alla legge*, Milano, Giuffrè, 2006, 120.

l'accettabilità. Assumendo il grado-zero di conoscenze come parametro per valutare la rilevanza dell'informazione decettiva, si giunge inevitabilmente a equiparare l'informazione falsa/fuorviante con l'informazione idonea ad alterare l'opzione operativa dell'investitore-destinatario, posto che – di fronte alla radicale mancanza di conoscenze – qualunque difformità dal vero/fuorvianza, indipendentemente dalla sua intrinseca rilevanza, potrebbe spiegare valenza alterativa sulle opzioni di un destinatario di tal genere.

In altri termini, le due nozioni avrebbero lo stesso valore e l'una si esaurirebbe nell'altra: esito inammissibile da due distinti punti di vista, ciò che autorizza alla definitiva esclusione della qui discussa ipotesi di assumere come riferimento dell'investitore ragionevole quello meno avveduto (insomma, *la casalinga di Voghera*⁵⁸). Sta dapprima il rilievo che, in via generale e sistematica, una simile identificazione implicherebbe di riconoscere che fra il concetto di *difformità dal vero di una informazione* e quello di *idoneità a condizionare un giudizio* non intercorre un rapporto funzionale (la falsità come elemento condizionante in senso causale/concausale il giudizio del partecipante al mercato), rapporto che sconta l'alterità dei concetti, ma una sorta di sovrapposizione, insensibile alle caratteristiche della falsità. Detto con parole diverse: tale equiparazione, conseguenza ineluttabile dell'assunto di base (investitore-parametro è l'investitore meno avveduto), contrasta con il significato dei due sintagmi, posto che non ogni informazione difforme dal vero è, *eo ipso* e al tempo stesso, capace di determinare un effetto condizionante sulla decisione operativa, che è la risultante del giudizio formatosi tenendo conto anche dell'informazione falsa. La qualità e la dimensione della difformità dal vero sono infatti – a vedere bene – elementi decisivi per caratterizzare il requisito connotativo dell'idoneità alterativa⁵⁹.

⁵⁸ L'espressione idiomatica è qui impiegata nel senso originario come emerge dalla sua genesi storica. Come riferisce Umberto Eco nel saggio *Guida all'interpretazione del linguaggio giornalistico* (1971), il Servizio Opinioni della RAI aveva avviato uno studio per accertare il grado di comprensione da parte dei telespettatori di termini importanti nella vita sociale (ad esempio, scrutinio, crisi di governo, promulgazione di una legge ecc.). Fra i gruppi interrogati per l'inchiesta (svolta sull'intero territorio nazionale) quello costituito dalle casalinghe di Voghera mostrò il grado di comprensione meno elevato (per l'esattezza aveva compreso soltanto il 26% delle parole proposte, ignorando o equivocando il significato del restante 74%). Sicché l'espressione nella sua valenza originaria allude chiaramente a una situazione nella quale una barriera linguistica di matrice culturale si frappone alla compiuta comprensione del messaggio. Al sintagma viene tuttavia attribuito anche un altro significato, a partire dalla auto-rivendicazione (peraltro discussa) da parte di Alberto Arbasino della paternità dell'espressione. In un articolo sul *Corriere della Sera* (peraltro successivo al 1966) Arbasino (nativo di Voghera) scrisse che il riferimento della formula da lui 'creata' andava ad alcune sue zie di Voghera portatrici, a suo dire, di un solido buon senso, qualità che, sempre a suo dire, faceva difetto in molti italiani. Nel senso – anch'esso diffuso – preteso da Arbasino l'espressione rimanda a quella storicamente in uso nel mondo di lingua tedesca, dove la formula *Schwäbische Hausfrau* (casalinga sveva) vale come figura che incarna un ethos di saggia e austera parsimonia.

⁵⁹ Un minimo scostamento dal vero di un dato quantitativo espressivo di una grandezza contabilmente rilevante è bensì una difformità dal vero, ma non ha portata tale da mutare il complessivo giudizio sulla situazione economica, patrimoniale e finanziaria della società: si pensi alla indicazione dell'importo complessivo dei crediti inesigibili sottovalutata per 2 milioni di euro rispetto a un valore complessivo della posta di 950 milioni di euro. Sottostima del tutto ininfluenza circa la valutazione della situazione della società. Sul punto, per tutti, C. PEDRAZZI, *Società commerciali*, cit., 305; A. ALESSANDRI, *Le falsità delle valutazioni*

Breve: falsità e idoneità a determinare il mutamento della decisione operativa sono due distinte qualità che accedono (*rectius*: possono accedere) a una medesima informazione e sono fra loro in rapporto funzionale-causale.

Esemplificando in modo elementare: si pensi a un comunicato che, riportando i risultati economici di una banca quotata di grandi dimensioni, indichi in modo errato il valore di un'appostazione contabile di sicuro rilievo informativo (crediti deteriorati). L'entità dell'errore (in ipotesi una sottovalutazione dei crediti NPL) non grava sul profilo della difformità dal vero del comunicato (*rectius*: dell'informazione contenuta al riguardo nel comunicato), che rimane tale (*id est*: difforme dal vero) qualunque sia lo scostamento, mentre invece è cruciale per valutare se tale difformità dal vero sia tale da incidere sul giudizio che il destinatario dell'informazione si forma in ordine alle condizioni economiche dell'emittente e sulla base del quale decide di assumere le proprie decisioni operative. L'esempio suggerisce l'ovvio richiamo all'elaborazione in tema di false comunicazioni sociali, con specifico riguardo al profilo della rilevanza/materialità delle difformità dal vero nonché della mancata rappresentazione di elementi informativi: elaborazione i cui esiti non autorizzano dubbi in ordine alla connotazione qualitativa e dimensionale del falso (anche per reticenza) necessaria per integrare quella idoneità a indurre in errore che le disposizioni incriminatrici (artt. 2621 e 2622 c.c.) esigono⁶⁰.

La corrispondenza, per quanto attiene al profilo in discorso, fra le disposizioni codicistiche (che discorrono pur sempre di una comunicazione destinata a terzi o, addirittura, sostanzialmente, al pubblico nel caso dell'art. 2622 c.c.) e quella in materia di manipolazione del mercato (contenente anch'essa un'esplicita caratterizzazione allusiva all'idoneità decettiva) permette quindi, da un lato, di far rinvio ai sicuri esiti della cennata elaborazione e, dall'altro, introduce agevolmente alla notazione riguardante il secondo punto di vista, direttamente connesso al vincolo letterale costituito dalla disposizione di legge, a conferma della inammissibilità dell'opzione ermeneutica che implicherebbe l'equiparazione tra falsità dell'informazione e idoneità ingannatoria della stessa.

Come poco sopra anticipato, al pari delle disposizioni in materia di false comunicazioni sociali, anche il dettato dell'art. 185 TUF distingue nettamente falsità della notizia (così come simulatorietà e artificiosità dell'operazione) e idoneità ad alterare il prezzo dello strumento finanziario, quest'ultimo requisito essendo predicato ulteriore, la cui sussistenza è, fra l'altro, direttamente connessa all'estremo del pericolo concreto che denota la fattispecie.

di bilancio secondo le Sezioni Unite, Riv. it. dir. proc. pen., 2016, 1479.

⁶⁰ Agli Autori citati alla nota che precede *adde*, F. D'ALESSANDRO, *Le false valutazioni al vaglio delle Sezioni Unite: la nomofilachia, la legalità e il dialogo interdisciplinare*, *Cass. pen.*, 2016, 2970; S. SEMINARA, *La riforma delle false comunicazioni sociali*, *Dir. pen. proc.*, 2015, 813 ss; S. SEMINARA, *False comunicazioni sociali e false valutazioni in bilancio: il difficile esordio di una riforma*, *Riv. it. dir. proc. pen.*, 2015, 1498 nonché, volendo, F. MUCCIARELLI, *Le Sezioni Unite e le false comunicazioni sociali: tra legalità e ars interpretandi*, *Dir. pen. cont. - Riv. trim.*, 4, 2016, 174. In giurisprudenza, v. per tutte, *Cass. pen. Sez. Un.* 31.3-27.5.2016, n. 22474, pres. Canzio, rel. Fumo, ric. Passarelli.

Si noti in proposito che la norma incriminatrice descrive condotte (diffusione di notizie, compimento di operazioni o di altri comportamenti) che vengono dapprima connotate attraverso una caratterizzazione intrinseca di ciascuna d'esse (la decettività delle notizie diffuse, la natura simulata delle operazioni compiute, l'artificiosità degli altri comportamenti posti in essere). Per essere tipiche al cospetto dell'art. 185 TUF le condotte per tal modo denotate debbono tuttavia presentare un requisito ulteriore, separatamente (e successivamente) stabilito dalla norma, consistente nella concreta idoneità alterativa rispetto al prezzo dello strumento finanziario.

Rammentato che nelle ipotesi di manipolazione del mercato tramite comunicazione l'effetto (potenziale) sul prezzo è necessariamente mediato dal mutamento dell'opzione operativa del destinatario cagionata dall'informazione falsa/fuorviante veicolata, ne segue che il requisito della idoneità è autonomo e diverso rispetto a quello della falsità/fuorvianza, della quale ultima è, infatti, una conseguenza causale. E in nessun caso può ammettersi, fermo il già evidenziato vincolo normativo, che un effetto (ancorché potenziale) possa risolversi nella e identificarsi con la sua causa.

4.1. I limiti del paradigma dell'agente-modello.

Riprendendo le fila del discorso concernente lo schema dell'agente-modello, non deve sfuggire che, richiamate le notazioni critiche in proposito, il necessario adattamento di tale paradigma per renderlo fruibile nella diversa prospettiva dell'investitore ragionevole (cioè: da autore della condotta a destinatario delle informazioni trasmesse con le condotte proscritte) finirebbe con il riproporre, identiche, le criticità che si riscontrano quando occorre (come qui occorre) identificare in modo sufficientemente preciso le caratteristiche essenziali della figura ipostatizzata.

Pur con tutte le difficoltà e le complessità che hanno agitato e tuttora agitano la riflessione in materia, il paradigma dell'agente-modello – coerentemente con la sua collocazione nell'universo della colpa – in questa prospettiva trae vantaggio dalla circostanza che una serie di regole (quelle di fonte normativo-giuridica in particolare, oltre quelle di fonte 'sociale') costituiscono uno scenario all'interno del quale i tratti essenziali della figura paradigmatica possono trovare una determinazione sufficientemente precisa. Ciò che, sul piano concettuale, è coerente (verrebbe da dire, è funzione) della natura del giudizio di colpa, che, esaurendosi al fondo in una comparazione tra il comportamento effettivamente tenuto dall'agente e quello che avrebbe dovuto essere realizzato, esige la presenza di un canone di riferimento al quale rapportare la comparazione.

Non va oltre a valenza evocativa del termine il richiamo all'agente-modello quando a tale figura si voglia far ricorso per risolvere, nel diverso scenario nel quale vive l'investitore ragionevole, il problema della identificazione delle caratteristiche cruciali di quest'ultima forma di riferimento. A tal fine non potranno per certo essere in alcun modo impiegate le regole funzionali al paradigma originario dell'agente-modello, mentre i connotati essenziali e tipizzanti dell'investitore ragionevole non potranno,

altrettanto certamente, essere rinvenuti adoperando una logica analoga a quella sperimentata con riguardo allo standard originario.

Consistente e adeguata all'innalzamento del livello di protezione del bene presidiato attraverso la conformazione della condotta che detto bene espone a pericolo, la logica è diametralmente opposta a quella richiesta nella prospettiva dell'investitore ragionevole nella dinamica della manipolazione del mercato. In tale ultima prospettiva, la garanzia del bene tutelato si incarna da questo punto di vista nella protezione del soggetto destinatario (non come singolo, ma come universo dei destinatari) delle informazioni, oggetto delle condotte vietate, condotte necessariamente poste in essere da altri.

Tramontata l'ipotesi di dare consistenza e fattezze precise dell'investitore ragionevole tramite l'importazione del paradigma dell'agente-modello, rimangono da esaminare in modo sintetico gli esiti di quelle considerazioni che, per conseguire il risultato, hanno argomentato per individuare i caratteri tipici di tale figura partendo dalla ipostatizzazione della stessa. Pur giungendo a risultati anche segnatamente differenti, il metodo appare il medesimo: sebbene non sempre esplicitato, il punto di partenza è costituito da una caratterizzazione preventiva della figura dell'investitore ragionevole, che viene così a dipendere dalle opzioni ideologiche di fondo e dalle esigenze di tutela che si intendono privilegiare, fermo il riconoscimento – almeno da parte delle voci più avvertite⁶¹– della incontestabile realtà rappresentata dal tecnicismo della lingua nella quale la maggioranza delle informazioni veicolate è espressa⁶².

Cercando di condensare nel modo maggiormente sintetico, si può riconoscere un primo e più convincente approdo che, muovendo dalla constatazione dell'appena sopra ricordato carattere tecnico dell'informazione finanziaria e dalla altrettanto oggettiva osservazione che i partecipanti al mercato (*id est*: i destinatari delle informazioni) non sono più soltanto una ristretta cerchia di 'professionisti', ritiene comunque che l'investitore ragionevole (pur nelle diverse categorie di appartenenza) debba essere identificato in un «lettore esperto» dotato del «bagaglio di conoscenze necessario per la lettura efficace» dell'informazione di cui è destinatario e «per la comprensione delle norme di riferimento, giuridiche e tecniche»⁶³. Azzardando una riduzione ulteriore: verrebbe da dire che si è al cospetto dell'affinamento e dell'adattamento alla peculiare materia della risalente formula della «conoscenza parallela nella sfera laica», elaborata a

⁶¹ V. in questo senso A. ALESSANDRI, *Diritto penale e attività*, cit., 292; A. ALESSANDRI, *Le falsità delle valutazioni*, cit., 1479; G.G. SANDRELLI, *I reati di market abuse*, in *Rivista* 231, 2006.

⁶² Il fenomeno è attentamente studiato in linguistica: in sintesi la cd lingua tecnica o speciale è una varietà diafasica/diastratica di lingua utilizzata da una "minoranza di esperti" di una determinata materia o ambito lavorativo allo scopo di rendere più chiare, veloci, precise ed efficaci la comunicazione e la collaborazione tra i membri del gruppo. Rammentato che si deve alle intuizioni di Leiv Flydal e alla sistematizzazione di Eugen Coseriu la definizione dei due concetti (dove diastratico rimanda alle variazioni della lingua in rapporto alla condizione socio-culturale dei parlanti e diafasico a quelle legate al contesto d'impiego: es. familiare, ufficiale, dove il parlante seleziona il registro in relazione all'ascoltatore), tali varietà risultano fortemente caratterizzate in relazione all'argomento della comunicazione.

⁶³ A. ALESSANDRI, *Diritto penale e attività*, cit., 292. In senso analogo, D'ALESSANDRO, *Le false comunicazioni sociali al vaglio*, cit., 2805. In giurisprudenza, si veda per tutte la già citata Cass. Pen. Sez. Un. *in re* Passarelli.

proposito degli elementi normativi giuridici in riferimento al momento intellettuale del dolo.

Non meno autorevolmente sostenuta una diversa caratterizzazione, per la quale la figura dell'investitore ragionevole andrebbe colta – per il profilo in discorso – nello standard della «persona ragionevole, dotata di medie competenze»⁶⁴.

Conviene infine dar conto della posizione in proposito assunta da taluna giurisprudenza di merito⁶⁵ che, senza tematizzare la questione, finisce con l'attribuire all'investitore ragionevole le sembianze del soggetto più sprovveduto. La segnalazione di siffatta concezione merita di essere richiamata non certo per la sua valenza fra quelle plausibili quanto per mostrare come nella (relativa) genericità del dato normativo, accresciuta dalla non conclusività degli approdi ermeneutici, possono trovare spazio esercizi interpretativi lontani dalla corretta esegesi della norma e vistosamente eccentrici sul piano del sistema.

Un breve esame di siffatto esito giurisprudenziale permette di mostrare ancora una volta come la connotazione dell'investitore ragionevole sotto le spoglie del soggetto meno avveduto sia non soltanto incompatibile con la disposizione di legge nella sua collocazione sistematica, ma altresì disfunzionale con le esigenze di tutela del mercato. Richiamato quanto s'è in precedenza osservato, è qui sufficiente notare che lo scopo di estendere nel grado massimo l'ambito di applicazione della norma per ricavarne così un ampliamento del presidio (a-tecnica suggestione che sembra essere il *primum movens* dell'argomentare) tradisce una confusione concettuale di non poco momento: siffatta lettura sconta infatti la sostituzione (ad opera dell'interprete!) del bene giuridico protetto dalla norma (il mercato, di natura metaindividuale/pubblica) con altro (il patrimonio, di carattere eminentemente individuale). Tale inammissibile sostituzione sarebbe poi foriera di una evidente disfunzionalità sul piano delle esigenze di tutela del mercato che rimane – ovviamente – l'oggetto della protezione offerta dall'art. 185 TUF: le dinamiche e i meccanismi necessari per assicurare un adeguato presidio al mercato (più analiticamente: alle funzioni che gli sono proprie in quanto funzionali alla tutela degli interessi di tutte le categorie dei soggetti che vi partecipano e non agli interessi del singolo partecipante) sono strutturalmente diverse e in nessun caso riducibili a quelli coerenti invece con la protezione di un bene squisitamente individuale come il patrimonio del singolo.

4.2. La molteplicità delle categorie di investitori e l'irriducibilità a una nozione unitaria.

L'universo dei partecipanti al mercato ha caratteristiche peculiari, che ne rendono ardua la rappresentazione per classificazioni rigide.

Sotto il profilo dimensionale ne spicca l'ampiezza: la categoria degli investitori è di per sé straordinariamente ampia, comprendendo tutti coloro che impiegano proprie

⁶⁴ S. SEMINARA, *La riforma*, cit., 813.

⁶⁵ Il riferimento è a Trib. Milano, Sez. II, sent. n. 10748/20 (ud. 15.10.2020 dep. 7.4.2021) peraltro integralmente riformata da Corte Appello Milano, Sez. II, sent. n. 914/23 (ud. 11.12.2023 dep. 7.6.2024).

disponibilità in strumenti finanziari, qualunque siano ragione e scopo dell'investimento stesso (per risparmio, per speculazione ovvero per dar corso a un'operazione straordinaria come un'OPA, ecc.), appartenendo a tale categoria tanto singole persone fisiche quanto enti dotati o meno di personalità giuridica (sicché sul piano tipologico si va dal privato piccolo risparmiatore al colosso economico con fatturati di entità rivaleggiante con quelle di manovre di politica economica di Stati sovrani).

Notato cursoriamente – il tema verrà ripreso nel prosieguo – che già la presente raffigurazione suggerisce la complessità e la molteplicità degli interessi e delle congruenti aspettative sul piano conoscitivo dei partecipanti al mercato compresi in una soltanto delle categorie tassonomicamente identificabili, ai soggetti fin qui enumerati debbono aggiungersi anche quelli 'potenziali', intesi come coloro che potrebbero determinarsi all'investimento.

Universo di soggetti, quest'ultimo degli investitori potenziali, di sicuro interesse (e meritevole pertanto di adeguata tutela) nella prospettiva di attrarre all'investimento mobiliare quote sempre maggiori di risparmiatori⁶⁶, così ampliando e irrobustendo il mercato per la funzione essenziale che gli viene riconosciuta nell'economia della società capitalista⁶⁷: declinazione d'interesse che trova puntuale riscontro di tutela nelle scelte

⁶⁶ In disparte la questione relativa alla accumulazione primaria (v. in questo senso G. LUNGHINI, *La cosiddetta accumulazione originaria*, in *RStoriaEc* 2009, 389; J. ROBINSON, *The Accumulation of Capital*, London 1956, *passim*), l'apporto di finanziamenti 'esterni' all'impresa diviene tratto distintivo della fase moderna dell'evoluzione capitalista. La dinamica dell'approvvigionamento di mezzi economici provenienti da fonti differenti da quelle del circuito 'bancario' trascorre anche della partecipazione al capitale dell'impresa costituita in forma societaria. L'aprirsi delle imprese, costituite in forma di società di capitali, alla raccolta di forme di finanziamento per il tramite dapprima della partecipazione al capitale sociale e successivamente a quelle ulteriori genericamente riconducibili agli strumenti finanziari alternativi al capitale, allarga le possibilità di approvvigionamento di mezzi economici necessari per sostenere l'attività (e dunque il rischio) delle imprese stesse. Rammentato che a Keynes si deve la più alta e profonda teorizzazione di tale prospettiva (in sintesi estrema: il risparmiatore che si fa investitore: v. in proposito J.M. KEYNES, *Teoria generale dell'occupazione, dell'interesse e della moneta*, Torino 1971, *passim*; in senso analogo, L. LOSS, *The Fiduciary Concept as Applied to Trading by Corporate «Insider» in the United States*, in *ModLawRev* 1970, 34), non deve sfuggire che il fenomeno acquisterà già a partire dai decenni successivi alla riflessione keynesiana aspetti molteplici e caratteri assai distanti da quelli prefigurabili a partire dall'idea del grande economista inglese, con effetti gravemente discutibili. Si vedano in proposito, G.A. AKERLOF, R.J. SHILLER, *Animal Spirits*, cit. 77; G.A. AKERLOF, R.E. KRANTON, *Economia dell'identità*, cit., *passim*; B.E. HARCOURT, *L'illusione del libero mercato. Il sistema penale e il mito dell'ordine naturale*, Vicenza 2021, 82 e *passim*; P. KRUGMAN, *Un paese non è un'azienda*, cit., *passim*; R.J. SHILLER, *Finanza e società giusta*, cit., 35 e *passim*; J.E. STIGLITZ, *Il ruolo economico dello Stato*, Bologna 1997, *passim*; J. E. STIGLITZ, *Popolo, potere e profitti. Il capitalismo progressista in un'epoca di malcontento*, Torino 2020, 67 e *passim*.

⁶⁷ In questo senso depongono in modo inequivoco i Considerando di MAD I, che, assumendo l'esigenza di tutelare il corretto funzionamento del mercato, preservandone integrità e trasparenza (v. considerando 2, 13, 15 e 43, primo alinea), al mercato stesso riconoscono la funzione di «assicurare/garantire» (considerando 43, primo alinea) ovvero «accrescere» (v. considerando 12) «la fiducia degli investitori nei mercati finanziari» (v. considerando 12 e 43, primo alinea), còlta, quest'ultima, come co-fattore (unitamente al corretto funzionamento del mercato) essenziale «di crescita e di benessere economico» (v. considerando 2), con la precisazione che agli stessi si richiama (fra l'altro) MAD II per fondare l'obbligo di criminalizzazione delle violazioni in materia di *market abuse*.

d'incriminazione contemplate in materia di abuso delle informazioni privilegiate e, in particolare, in quella che sanziona il *tipping*⁶⁸.

Fra i partecipanti al mercato vanno altresì annoverati anche coloro che vi intervengono a qualunque titolo non in proprio ma per conto di terzi, a cominciare dagli intermediari finanziari (bancari e non), soggetti essenziali per il funzionamento del mercato stesso, destinatari tutti delle informazioni veicolate e che di esse senz'altro si avvalgono per svolgere le loro attività, per certo potenzialmente incidenti sul prezzo degli strumenti finanziari.

La considerazione del profilo dimensionale dell'universo dei partecipanti al mercato restituisce dunque un quadro non soltanto estremamente affollato, ma anche morfologicamente assai variegato, con l'ulteriore particolare connotazione che all'interno di singole categorie, costitutive a loro volta di sottoinsiemi, convivono tipologie di destinatari fra loro nettamente differenziate (si pensi al caso del già ricordato sottoinsieme "investitori", all'interno del quale stanno – soltanto per esemplificare – il privato piccolo investitore, l'investitore istituzionale, il *market maker*, il fondo speculativo, quello attivista e quello di *private equity*, ecc.), tutti destinatari delle informazioni diffuse e tuttavia portatori di interessi tanto legittimi quanto differenti, cui accedono attese (almeno in parte) altrettanto differenti sul piano conoscitivo.

Ulteriore partizione riguarda poi il rapporto del partecipante rispetto al tipo di strumento finanziario (anche quest'ultimo considerato per categorie), posto che – quanto meno per alcuni di essi – vigono regole informative specifiche: vale in proposito il richiamo, a titolo d'esempio, ai titoli e agli strumenti finanziari emessi da società quotate (comprese quelle ad esse equiparate ai sensi dell'art. 2622 co. 4 c.c.) e, conseguentemente, ai soggetti che di tali titoli sono portatori (anche potenziali, come già aveva rilevato la più autorevole delle dottrine nella lucida individuazione dei destinatari tipici della comunicazione sociale per antonomasia⁶⁹). Appena il caso di notare che anche all'interno di quest'ulteriore frazione dell'ultimo sottoinsieme considerato si stagliano quei differenti interessi e quelle differenti aspettative colte dal risalente insegnamento poc'anzi rammentato.

L'esemplificazione riguardante i destinatari delle comunicazioni delle società quotate conferma quanto in precedenza notato in ordine alla circostanza che le differenze in termini di interessi e aspettative rispetto all'informazione trascorrono

⁶⁸ Suggestiva in questo senso la scelta d'incriminazione del *tipping*: la condotta tipica, consistente nella comunicazione senza ragione dell'informazione privilegiata, si colloca a notevole distanza dal fatto lesivo (il compimento di operazioni in posizione di privilegio informativo) e, in sostanza, ha di mira il contenimento nel massimo grado della semplice creazione di posizioni di vantaggio informativo, come tali soltanto potenzialmente pericolose in quanto accrescono il novero di soggetti in condizione di operare approfittando di una asimmetria informativa.

⁶⁹ Scriveva in proposito C. PEDRAZZI, *Società commerciali*, cit. 305, che fra i destinatari delle comunicazioni sociali stanno «in prima linea i soci, portatori di diritti sia patrimoniali che amministrativi (anche, quindi, in quanto componenti di organi deliberativi); in seconda linea i creditori sociali, garantiti dal patrimonio sociale; più in generale i soggetti legati alla società da rapporti contrattuali, fra i quali spiccano i lavoratori dipendenti e per essi le associazioni sociali che li rappresentano e tutelano; infine i terzi quali potenziali soci, creditori e contraenti (una cerchia che nelle società a base larga tende a coincidere con il 'pubblico')».

trasversalmente le categorie dei partecipanti al mercato, eventualmente sovrapponendosi in relazione al rapporto tra il partecipante al mercato e l'informazione e la fonte d'essa. Così, stando all'esempio in discorso, fra i destinatari della comunicazione sociale 'bilancio' si può trovare un investitore istituzionale che è, allo stesso tempo, socio e creditore dell'emittente, sicché i suoi interessi e le sue aspettative sul versante conoscitivo, pur convergendo su un medesimo soggetto, assommano le caratteristiche funzionali a quelle delle differenti categorie di destinatari (socio, creditore, investitore istituzionale). Detto secondo un'altra prospettiva, si è al cospetto di sottoinsiemi fra loro intersecantisi.

5. Le peculiarità del linguaggio nel mercato finanziario.

L'universo variegato delle categorie dei destinatari delle informazioni si presenta dunque come una serie di insiemi e sottoinsiemi, fra loro almeno parzialmente intersecantisi, che quelle distinte categorie costituiscono e alle quali, per quanto ora interessa rispetto alla considerazione della rilevanza/tipicità dell'informazione, corrispondono differenti interessi e differenti aspettative sul piano conoscitivo.

In tale contesto non deve sfuggire una notazione: l'apporto conoscitivo di un'informazione (*id est*: il suo significato e la sua portata) non sono un passaggio puramente passivo sul lato del destinatario: il breviluogo ricorrente, secondo il quale un'informazione veicolata (corretta o decettiva che sia, in questa prospettiva non importa) entra a far parte del patrimonio conoscitivo del destinatario, sottende in realtà un processo cognitivo del quale è parte (forse, protagonista) il destinatario stesso, processo senza il quale l'informazione resterebbe estranea alla conoscenza del medesimo, che in nessun modo potrebbe avvalersene.

Da questa notazione conviene ora muovere per affrontare, da un diverso punto di vista, il problema delle conoscenze di base del partecipante al mercato, questione che tuttora attraversa il dibattito circa la figura dell'investitore ragionevole e dei suoi caratteri identificativi.

Nel contesto di riferimento (quello del mercato finanziario dove le informazioni vengono veicolate e circolano, ma non solo in esso) un'informazione è – e comunque vale per – il contenuto conoscitivo che la costituisce e che viene trasmesso. Tale contenuto consiste e si esaurisce nell'enunciato linguistico intelleggibile che lo esprime. Con riguardo all'informazione finanziaria, si può più analiticamente osservare che essa consiste in un giudizio: tale è senz'altro quando il suo contenuto corrisponde a una valutazione o a un apprezzamento, ma è un giudizio anche quanto concerne un fatto o un complesso di fatti, posto che ad essere comunicato attraverso un enunciato linguistico non può essere un fatto o un complesso di fatti in sé, bensì la loro rappresentazione/traduzione nell'enunciato linguistico nel quale si risolve al fondo l'informazione.

Conviene qui notare che tale rappresentazione comporta necessariamente la traduzione del contenuto informativo nell'enunciato linguistico che lo esprime: attività, quella della traduzione, che a sua volta implica margini più o meno ampi di

interpretazione, dipendenti da una molteplicità di fattori⁷⁰. Di tale aspetto occorre tener conto quando, come si cercherà di mostrare fra breve, sarà necessario esaminare l'informazione veicolata dal lato del destinatario.

Procedendo nell'analisi, non è azzardato osservare che l'informazione ha una caratteristica tipologica (verrebbe da dire: una qualità identificativa) che precede le connotazioni di correttezza e tendenziale completezza (per canone inverso: non decettività), pur estremamente rilevanti nel contesto dell'informazione finanziaria. Tale caratteristica tipologica denota l'informazione come messaggio che trasmette contenuti conoscitivi attraverso un codice linguistico, codice linguistico che presenta a sua volta caratteristiche proprie a seconda del tipo di contenuto conoscitivo veicolato.

Nel caso dell'informazione finanziaria, il codice linguistico impiegato presenta peculiarità meritevoli di considerazione, collegate, almeno in parte, ai possibili oggetti delle informazioni veicolate.

Stanno così in primo luogo i contenuti di carattere squisitamente tecnico, che possono essere trasmessi in modo preciso soltanto facendo ricorso al correlato codice linguistico tecnico, mentre la loro traduzione in un linguaggio comune determina una approssimazione progressivamente crescente, direttamente proporzionale alla distanza dal linguaggio tecnico. In altro modo: tanto maggiore è la semplificazione per l'adattamento al linguaggio comune (che indubbiamente facilita la fruibilità per una più vasta platea di destinatari non professionali), tanto maggiore è la non accuratezza del messaggio e del contenuto informativo che esso veicola.

Vi sono poi contenuti informativi concernenti fatti, complessi di fatti e valutazioni/apprezzamenti che, per la loro natura o per il loro oggetto, non possono definirsi tecnici nel senso proprio del termine. Si tratta tuttavia di informazioni che hanno comunque attinenza (in misura ovviamente fra loro diversa) con uno o più strumenti finanziari o con uno o più emittenti o, in ipotesi, anche con l'intero mercato. Se in quest'ultima tipologia il codice linguistico, con il quale il messaggio è espresso, è sovente quello del linguaggio comune ancorché non ordinario (fermi i problemi della comprensione di testi caratterizzati comunque da un certo grado di complessità concettuale), proprio questa apparente ordinarità nasconde gli ulteriori problemi, da un lato, della riconoscibilità di quell'informazione come informazione finanziaria (più esattamente: che ha una connessione con l'informazione finanziaria), nonché, dall'altro, della attribuzione di un coerente significato tecnico a quell'informazione.

In sintesi: non sembra azzardato ritenere che l'informazione finanziaria complessivamente considerata (quella i cui messaggi hanno per oggetto fatti/valutazione direttamente connessi con gli strumenti finanziari e/o con i loro

⁷⁰ Soltanto per una esemplificazione sommaria della cennata complessità, si pensi, indipendentemente dalla ineliminabile componente soggettiva legata alle capacità/qualità espressive del locutore (che si assume comunque corretto e in buona fede), alla tipologia della comunicazione, alla sua morfologia, all'oggetto della stessa (rappresentazione di un fatto ovvero di una valutazione e alle diverse complessità che tali oggetti possono presentare). Né deve sfuggire che v'è poi un vasto ambito di notizia (anch'esse oggetto di comunicazione/veicolazione) che, pur non essendo qualificabili come finanziarie in senso stretto, sono (o comunque possono essere) destinate a incidere su quelle finanziarie e, quindi, sul patrimonio conoscitivo del destinatario.

emittenti così come quella che con tali 'oggetti' ha un collegamento, con varie gradazioni, più sfumato) è espressa tramite propri codici linguistici (in taluni casi di natura schiettamente specialistica, in altri di matrice comune, ma il cui significato va colto nel contesto comunque specialistico del mondo finanziario).

5.1. *La diversificazione delle conoscenze dei partecipanti al mercato.*

Si è in precedenza anticipato che il messaggio in cui consiste e che veicola l'informazione finanziaria è esso stesso la traduzione in un codice linguistico (quelli dei quali si è detto) del fatto/valutazione oggetto dell'informazione e che tale inevitabile attività implica che il fatto/valutazione comunicato sia altro dal fatto/valutazione in sé, con le altrettanto ineliminabili approssimazioni che ne conseguono⁷¹. Dal lato del destinatario, la presente notazione suggerisce un ulteriore profilo di complessità, che va ad aggiungersi a quelli concernenti la comprensione dei codici linguistici attraverso i quali vengono espresse le informazioni finanziarie (e dei quali si è poco sopra detto). Per la comprensione e la corretta fruizione del messaggio, quand'anche espresso in codici linguistici comuni, è in ogni caso necessario disporre di un patrimonio di conoscenze (in altri termini: di uno strumentario concettuale) adeguato e funzionale a cogliere il significato dei dati conoscitivi veicolati nel contesto tecnico (per quanto qui interessa: nel contesto economico-finanziario), posto che al di fuori di tale rapporto il dato conoscitivo rischia di rimanere muto, privo della sua funzione informativa. Senza tuttavia dimenticare che l'informazione finanziaria non è affatto composta soltanto da messaggi di tal genere, stante la presenza assolutamente rilevante di quelli squisitamente tecnici (dei quali pure si è già detto) e che comunque – oltre ai menzionati problemi connessi alla traduzione nel linguaggio comune – sta l'indispensabile esigenza della lettura integrata di tutti i messaggi, indipendentemente dal codice linguistico con il quale sono formati. Vale in proposito l'insegnamento di un'autorevole dottrina aziendalistica con riferimento alla comunicazione sociale per eccellenza, dove si faceva notare che «il bilancio di esercizio va sempre considerato insieme alle relazioni accompagnatorie costituendo, con esse, un sistema informativo»⁷²: conferma preziosa per la conclusione che, proseguendo sulla falsariga della fattispecie considerata, la sola lettura della nota integrativa (redatta con codici linguistici relativamente più accessibili per il non esperto) non è in grado di fornire una informazione esaustiva in ordine alle condizioni economiche, patrimoniali e finanziarie della società se non integrata dalla contestuale lettura del bilancio, esercizio, quest'ultimo, che richiede un adeguato bagaglio di conoscenze tecnico-giuridiche, ben superiore a quello di un soggetto di media cultura (in ipotesi: anche di cultura particolarmente elevata ma in settori diversi,

⁷¹ Sui problemi posti dalla traduzione, i riferimenti essenziali si trovano in W. BENJAMIN, *Il compito del traduttore* (1923), Mimesis, 2023 e in J. ORTEGA Y GASSET, *Miseria e splendore della traduzione* (1937), Il Melangolo, Genova, 2001.

⁷² M. CATTANEO, P. MANZONETTO, *Il bilancio di esercizio*, Milano, Giuffrè, 1992, Prefazione alla prima edizione, IX.

come, ad esempio, quella di un esperto cardiologo, di un riconosciuto studioso di sanscrito o di un celebrato direttore d'orchestra e via esemplificando).

Collocando il tema nel contesto dei problemi attinenti alla comunicazione (ambientazione che, sul piano generale, sembra quella più corretta), emerge in maniera evidente che il deficit di adeguate conoscenze basilari costituisce per il destinatario una oggettiva *barriera linguistica* insuperabile per conseguire l'informazione finanziaria nella completezza dei suoi contenuti e cioè in modo funzionale allo scopo cui è destinata l'informazione stessa (poter assumere razionali/consapevoli decisioni 'investimento). Non è infatti sufficiente la mera disponibilità dell'informazione nella sua semplice obiettività (il messaggio in quanto tale): occorre altresì che l'informazione (il messaggio) sia fruibile (e, quindi, necessariamente comprensibile nella sua pienezza) da parte del destinatario. Non deve però sfuggire che i codici linguistici che il locutore impiega sono in qualche misura vincolati dalla materia oggetto del discorso, sicché l'ascoltatore deve possedere un'abilità linguistica⁷³ coerente. Si badi altresì, sempre utilizzando alle categorie della linguistica, che il dislivello tra le competenze (causa della barriera linguistica) non dipende da una condizione riconducibile alla diafasia⁷⁴, mentre soltanto in parte è riportabile a differenze diastratiche. In particolare, in relazione a tale ultimo profilo, si è già, seppur incidentalmente, notato che la specificità del codice linguistico adottato dal locutore non è funzione dell'appartenenza di quest'ultimo a uno strato sociale omogeneo sul piano culturale caratterizzato da una superiore competenza linguistica. La settorialità del tecnicismo richiesto dall'oggetto della comunicazione (e, quindi, il codice linguistico attraverso il quale si esprime) non ne permette infatti l'attribuzione in modo uniforme neppure all'interno di un medesimo strato sociale⁷⁵.

Né, per altro riguardo, il codice linguistico dipende dal registro nel quale il locutore decide di comunicare in funzione del contesto: variazioni di registro sono certamente possibili (e in concreto avvengono costantemente) senza però che consegua

⁷³ Sul concetto di abilità linguistica, v. per tutti N. CHOMSKY, *Linguaggio e problemi della conoscenza*, Mulino, Bologna, 2016, passim.

⁷⁴ L'analisi diafasica coglie le variazioni linguistiche in rapporto alla funzione del messaggio e alla situazione in cui si colloca, secondo la notazione di Eugen Coseriu. Più in generale, secondo l'analisi dei sociolinguisti che muovono dalla idea saussuriana di diacronia, le cosiddette "variabili" sono alla base del fenomeno delle varietà linguistiche: l'analisi diacronica legge le variazioni linguistiche in rapporto al tempo; l'analisi diatopica legge le variazioni linguistiche in rapporto allo spazio; l'analisi diamesica legge le variazioni linguistiche in rapporto al mezzo di comunicazione; l'analisi diastratica legge le variazioni linguistiche in rapporto alla condizione e allo strato sociale dei parlanti; l'analisi diafasica legge le variazioni linguistiche in rapporto alla funzione del messaggio e alla situazione in cui si colloca. Diastratia e diatopia sono variabili sociolinguistiche introdotte dal linguista norvegese Leiv Flydal nel 1952 e poi assunti, ridefiniti e sistematizzati dal linguista rumeno [Eugen Coseriu](#), che li integrò con la diafasia.

⁷⁵ L'appartenenza al medesimo strato socio-culturale (pur con l'approssimazione di simili caratterizzazioni) non assicura affatto l'inesistenza di barriere linguistiche nelle ipotesi nelle quali si debba far ricorso a codici linguistici iper-specialistici. Banalizzando ed estremizzando: l'esperto contabile dispone di una abilità linguistica di settore sicuramente adeguata e la sua 'cultura' nel senso pieno del termine può essere di livello nettamente inferiore a quella del suo interlocutore (in ipotesi: un raffinato critico letterario), che però non possiede gli strumenti linguistici per comprendere il messaggio redatto nella lingua di settore (fermo restando che il grado culturale del critico letterario dovrebbe quantomeno consentirgli di essere consapevole dei suoi limiti).

un totale annullamento della componente specialistica del codice linguistico adoperato. Esemplificando il profilo della variazione diafasica: si pensi a un comunicato riguardante un'OPA e alle dichiarazioni a commento dello stesso rilasciate dall'amministratore delegato della società che ha 'lanciato' l'offerta. Indubitabile la differenza dei registri impiegati nelle due diverse tipologie di comunicazione, cui potrebbe aggiungersene una terza, ipotizzando che l'amministratore delegato sia chiamato, da un lato, a esporre i suoi commenti in un incontro con gli analisti finanziari e, dall'altro, a rispondere alle domande rivoltegli da un giornalista per conto di un quotidiano a larga tiratura, che lo intervista per redigere poi un articolo sulla 'pagina economica' del quotidiano stesso, inserendo magari nel testo qualche "virgolettato". Comunicazioni tutte concernenti lo stesso oggetto, espresse tuttavia con registri linguistici diversi che, anche nel caso di quello di grado tecnico inferiore, richiedono comunque una congruente abilità linguistica da parte del destinatario: né va dimenticato che al decrescere del livello di tecnicismo della comunicazione corrisponde un impoverimento del contenuto informativo trasmesso, sicché e per ciò solo il destinatario, che sia in grado di comprendere soltanto le comunicazioni meno sofisticate, si trova in una condizione deteriore rispetto a coloro che invece hanno strumenti di lettura appropriati per intendere quelle il cui contenuto informativo è maggiore. Dislivello che si riverbera sulla comprensione dell'informazione, cui fa da contrappunto una differenza nella portata dell'informazione medesima sui giudizi che presiedono alle decisioni operative e quindi sulla idoneità decettiva rispetto al destinatario.

Le considerazioni da ultimo svolte suggeriscono due ulteriori notazioni: da un lato, la conferma dell'esistenza di un limite oggettivo rappresentato dai codici linguistici attraverso i quali si esprime l'informazione finanziaria, dall'altro la non superabilità di tale limite neppure immaginando scenari evocativi di (improbabili) obblighi di traduzione in linguaggio 'comune' (*id est*: accessibile senza mediazioni tecniche). Di entrambe tali notazioni conviene tuttavia qualche breve approfondimento e sviluppo.

Sta dapprima la conferma del rilievo che, da un lato, la intelligibilità del messaggio (in cui consiste l'informazione finanziaria) e, dall'altro, la sua fruibilità (intesa come funzionalità a fornire indicazioni per assumere razionali in quanto consapevoli decisioni d'investimento) richiedono la disponibilità da parte del destinatario di una abilità linguistica adeguata. Adeguata che potrebbe essere individuata – azzardando una precisazione ulteriore – nel possesso di un patrimonio di conoscenze sufficiente a far riconoscere al destinatario che, rispetto al livello di complessità tecnica del messaggio, le sue competenze sono insufficienti, importando quindi l'esigenza di ricorrere a un esperto/consulente di fiducia per procedere oltre nell'analisi necessaria per assumere eventuali decisioni d'investimento.

È ben vero che un simile criterio è in concreto condizionato dalla attitudine soggettiva ad ammettere i propri limiti cognitivo-culturali, propensione che, al di là delle componenti psicologiche individuali, è inversamente proporzionale al grado di conoscenze (anche settoriali)⁷⁶, ma, inattuabile essendo – come si cercherà di mostrare

⁷⁶ Il fenomeno della sopravvalutazione delle proprie conoscenze e l'effetto di tale sopravvalutazione trova nel

– anche l’ipotesi di un obbligo di traduzione, il parametro della consapevolezza critica rimane forse quello meno aleatorio.

Detto che il fenomeno della sopravvalutazione delle proprie abilità cognitive è grandemente potenziato dai meccanismi di apprendimento di informazioni tramite la rete⁷⁷, il profilo critico da ultimo segnalato finisce – a vedere bene – con il coinvolgere un

lavoro di David Dunning e Justin Kruger una puntuale documentazione empirica (v. J. KRUGER e D. DUNNING, *Unskilled and unaware of it: how difficulties in recognizing one's own incompetence lead to inflated self-assessments*, in *Journal of Personality and Social Psychology*, vol. 77, n. 6, dicembre 1999, 1121: sinteticamente esso consiste in una distorsione cognitiva nella quale individui poco esperti e poco competenti in un campo tendono a sovrastimare la propria preparazione giudicandola, a torto, superiore alla media. Tale distorsione trae origine da una illusione interna delle persone con ridotte abilità e dalla loro inesatta percezione rispetto alle persone particolarmente abili, sicché l’errore di valutazione del soggetto scarsamente competente dipende da un giudizio errato sul proprio conto. Al di là e ben prima della formalizzazione empirica, il tema era stato colto con precisione: “Il saggio sa di essere stupido, è lo stupido invece che crede di essere saggio” (Shakespeare, *Come vi piace*), mentre alle origini del pensiero occidentale Platone fa dire a Socrate “Dovetti concludere meco stesso che veramente di cotest’uomo ero più sapiente io: [...] costui credeva di sapere e non sapeva, io invece, come non sapevo, neanche credevo di sapere” (Platone, *Apologia di Socrate*, in G. Giannantoni (a cura di), *Opere*, traduzione di M. Valgimigli, vol. 1, Bari, Laterza, 1966, 39, mentre riflessioni analoghe si leggono in Scoto Eriugena (*Ipsa itaque ignorantia summa ac vera est sapientia*) e Giovanni Cusano (che parla di “dotta ignoranza”), cui deve aggiungersi la notazione di Spinoza, per la quale “quanto più uno è ignorante, pensavo bonariamente tra me, tanto più è audace e pronto a scrivere” (Spinoza, *Epistolario*, a cura di A. Droetto, Torino, Einaudi, 1974, Epistola L (2 giugno 1674), 225-226). Successivamente allo studio del 1999, la questione è stata ulteriormente approfondita e confermata da altri lavori, fra i quali v. quelli di J. EHRLINGER, D. DUNNING, *How Chronic Self-Views Influence (and Potentially Mislead) Estimates of Performance*, in *Journal of Personality and Social Psychology*, vol. 84, n. 1, *American Psychological Association*, gennaio 2003, 5; di D. R. AMES, L. K. KAMMRATH, *Mind-Reading and Metacognition: Narcissism, not Actual Competence, Predicts Self-Estimated Ability*, in *Journal of Nonverbal Behavior*, vol. 28, n. 3, settembre 2004, 187; di K. BURSON, R. LARRICK e J. KLAYMAN, *Skilled or unskilled, but still unaware of it: how perceptions of difficulty drive miscalibration in relative comparisons*, in *Journal of Personality and Social Psychology*, vol. 90, n. 1, 2006, 60 e di J. EHRLINGER, K. JOHNSON, M. BANNER, D. DUNNING e J. KRUGER, *Why the unskilled are unaware: Further explorations of (absent) self-insight among the incompetent*, in *Organizational Behavior and Human Decision Processes*, vol. 105, n. 105, 2008, 98.

⁷⁷ La pervasività e i rischi collegati ai meccanismi di ‘apprendimento in rete’ erano già stati prefigurati (si vedano i richiami ai già citati lavori di M. BLOCH, *Réflexion*, cit.; V. PACKARD, *I persuasori*, cit.; V. M. MCLUHAN, *The Mechanical Bride*, cit.; V. M. MCLUHAN, *The Gutenberg*, cit.; V. M. MCLUHAN, *Understanding Media*, cit.; V. M. MCLUHAN, *The Medium is the Message*, cit.): il fenomeno diviene ora esponenzialmente ingigantito dalle capacità e dalla capillarità della rete informatica e dei social network: in proposito si vedano, in una bibliografia assai ampia, K.W. LAI, *Technopoly: the surrender of culture to technology*, New York, Springer US, 2008; L. MARX, *Technology: The Emergence of a Hazardous Concept*, in *Technology and Culture*, vol. 51, n. 3, 2010, 561. In riferimento al profilo specifico delle notizie false e dei loro effetti, rimane centrale l’esame e la categorizzazione avanzata da Wardle (v. C. WARDLE, *Fake news. It’s complicated*, in *First Draft News*, 16 Febbraio 2017). In argomento v. European Commission. Directorate-General for Communication Networks, Content and Technology, *A multi-dimensional approach to disinformation. Report of the Independent High level Group on fake news and online disinformation*, Publications Office of the European Union, 2018; R. KEYES, *The Post-Truth Era: Dishonesty and Deception, Contemporary Life*, New York, St. Martin’s Press, 2004; C. CROUCH, *Postdemocrazia*, Bari, Laterza, 2009; G. PITRUZZELLA, O. POLLICINO, S. QUINTARELLI, *Parole e potere: Libertà d’espressione, hate speech e fake news*, Milano, EGEA 2017. Per un riferimento storico sulla teorizzazione della comunicazione di massa strumentale al condizionamento del destinatario della comunicazione stessa, v. E. BERNAYS, *Propaganda*, New York, Liveright 1928 (trad. it. *Propaganda*, Fausto Lupetti Editore, Bologna 2009); E. BERNAYS, *Crystallizing Public Opinion*, New York, Liveright 1929. Con specifico riferimento al settore dei mercati finanziari, è stato esattamente rilevato che «non diversamente da quanto avviene sui social media, anche

aspetto della questione eccentrico rispetto al tema ora d'interesse, consistente nell'individuazione dei tratti fisiognomici dell'investitore ragionevole in funzione della definizione dell'informazione finanziaria decettiva rilevante/tipica.

Le conseguenze deteriori, in ipotesi derivanti dal mancato riconoscimento del limite in discorso, produttive di danni derivanti da decisioni d'investimento inappropriate perché assunte sulla base di una comprensione incompleta o non corretta dell'informazione finanziaria veicolata, ridondano a carico del singolo, ma non sembrano inficiare la funzione definitoria in ipotesi attribuibile al limite di cui s'è detto nella prospettiva di identificare l'investitore ragionevole come paradigma al quale legare la nozione di informazione rilevante/tipica.

Conviene qui un approfondimento sulla figura del partecipante al mercato non professionale, del soggetto cioè privo dell'abilità linguistica necessaria anche nella forma più elementare (il cliente-retail o potenziale cliente-retail cui allude l'art. 25 MIFID II). Una nota di sintesi può costituire la premessa: il sistema è all'evidenza conformato in modo da proteggere tale figura di risparmiatore-potenziale investitore, che può operare soltanto attraverso l'assistenza di intermediari finanziari professionalmente qualificati, secondo la disciplina dettata dalla direttiva 65/2014 (MIFID II), con la sola eccezione (essendo all'evidenza impossibile un divieto assoluto) regolata dall'art. 25 § 4 della citata direttiva per i servizi di *cd execution only* (come il *trading on line* tramite *home banking*).

L'impianto normativo di MIFID II suggerisce fortemente l'idea che l'operatività di soggetti non qualificati professionalmente possa avvenire attraverso l'assistenza/consulenza di soggetti qualificati allo scopo – a tacer d'altro – di non esporre i primi a rischi che non sarebbero in grado di apprezzare e fronteggiare e alle conseguenze negative sul piano economico-patrimoniale.

A vedere bene, l'eccezione contemplata nel menzionato art. 25 § 4 si colloca coerentemente in tale linea: essa prevede infatti che gli intermediari finanziari siano esonerati dalla valutazione di appropriatezza dell'investimento di cui al § 3 in presenza di alcune condizioni indicate dallo stesso § 4, sicché è possibile arguire dal già citato art. 25 § 4 un *rischio per assunzione* in capo al cliente o potenziale cliente-retail (*id est*: del soggetto professionalmente non qualificato) qualora costui decida di operare direttamente.

In questa prospettiva, rammentate fra le condizioni evocate dall'art. 25 § 4 quella attinente alla tipologia di strumenti finanziari rispetto ai quali è possibile operare in modalità *execution only* (strumenti non particolarmente complessi come azioni, obbligazioni, mercato monetario e altri tassativamente elencati) e quella per la quale l'impresa d'investimento è comunque tenuta al rispetto degli obblighi in tema di

nel campo dei mercati finanziati ci sono influencers economici che dettano le mode del momento con proprie operazioni in sé e per sé lecite, prendendo di mira alcuni emittenti o titoli o tempestando di pubblicità positiva o negativa una data trading venue»: così F. CONSULICH, *Manipolazione del mercato e declino*, cit., 18. Esempio paradigmatico è fornito dal già citato caso *GameStop*, su cui v. F. D'ALESSANDRO, *Il caso Gamestop*, cit. 1234. Più in generale si vedano A. AZZUTTI, W.G. RINGE, H.S. STIEHL, *Machine Learning*, cit., 79; A. AZZUTTI, W.G. RINGE, H.S. STIEHL, cit., 1; A. CANEPA, *Social media e fin-influencers*, cit. 307; P. CHARAUDEAU, *La manipolazione della verità*, cit.; F. CONSULICH, *Il nastro di Moebius*, cit., 195; F. CONSULICH, *Flash Offenders*, cit., 1015; F. CONSULICH, M. MAUGERI, C. MILIA, T.N. POLI, G. TROVATORE, *AI e abusi di mercato*, cit..

conflitto d'interessi (art. 23 direttiva 65/2014), spiccano la previsione per la quale l'attività di *execution only* può essere prestata esclusivamente su «iniziativa del cliente o potenziale cliente» e quella che prescrive che quest'ultimo deve essere «stato chiaramente informato che (...) l'impresa non è tenuta a valutare l'appropriatezza dello strumento finanziario o del servizio prestato o proposto e che pertanto egli non beneficia della corrispondente protezione offerta dalle pertinenti norme di comportamento delle imprese» (art. 25 § 4, lett. c).

Fermo questo, peraltro fondamentale, dovere informativo in capo all'intermediario, non è certo azzardato ritenere che il soggetto non professionalmente qualificato, che intenda comunque operare direttamente, assume su di sé i rischi conseguenti al suo deficit di conoscenze/competenze.

L' apparato di disciplina così sintetizzato autorizza una notazione ulteriore, collegata a quelle già svolte in ordine all'investitore sprovvisto, che permette di chiudere l'argomento. Assicurati adeguati meccanismi di protezione in via ordinaria, imposto un obbligo informativo circa le conseguenze dell'attività di *execution only* (limitata peraltro a strumenti finanziari non particolarmente complessi), viene meno qualunque esigenza di considerare il grado zero di conoscenze tecniche fra i parametri da contemplare nella valutazione della "comprensibilità" della lingua nella quale sono espresse le informazioni finanziarie. Si osservi, in questo senso in particolare, che l'obbligatoria avvertenza di cui alla citata lett. c) del § 4 dell'art. 25 (che esplicita, fra l'altro, il venir meno della valutazione di appropriatezza) finisce con il costituire un esplicito monito circa i limiti delle conoscenze/competenze del cliente-retail, monito espressamente ricordato al cliente o potenziale cliente (cioè ad un soggetto professionalmente non qualificato).

Ragionando in una diversa prospettiva, l'assetto normativo restituisce l'idea di un mercato nel quale operano soggetti dotati comunque di competenze e conoscenze sufficienti a garantire quantomeno la consapevolezza dei propri limiti, mentre ne sono "esclusi" coloro che non raggiungono tale livello minimo. "Esclusione" che vale sul versante delle valutazioni in ordine ai problemi esaminati con riguardo alla lingua delle comunicazioni, ma non alla possibilità che soggetti privi del grado minimo di conoscenze/competenze possano in concreto operare, assumendosi tuttavia gli inerenti rischi.

Siffatta "esclusione" autorizza a non comprendere fra le categorie che costituiscono l'universo dei partecipanti al mercato quella composta da coloro che comunque vi partecipano direttamente pur privi di conoscenze/competenze minimali accollandosi i conseguenti pericoli. In altri termini, il mercato inteso come ambito di riferimento per le valutazioni concernenti le nozioni di decettività e di idoneità alterativa con le loro componenti di natura relativa (si tratta, come argomentato, di giudizi di relazione) è così formato da categorie che, pur presentando ineliminabili differenze e articolazioni, sono accomunate da un coefficiente omogeneo di abilità linguistica (quello idoneo a permettere la consapevolezza dei propri limiti).

Se all'evidenza la ricordata disciplina di MIFID II è volta alla protezione dell'investitore non professionale dalle conseguenze dannose sul piano economico-patrimoniale che possono derivargli dallo svolgimento di un'attività rispetto alla quale

non dispone delle conoscenze/competenze necessaria, inquadrata nel contesto della normativa in materia di *market abuse* essa consente di attribuire alla figura dell'investitore privo di competenze una collocazione propria e autonoma, "esterna" al mercato nel senso appena sopra precisato, permettendo così di innalzare in modo coerente con la realtà lo standard del linguaggio delle informazioni finanziarie.

A vedere bene, però, lo spettro di tutela apprestato da MIFID II va oltre quello legato alla salvaguardia del singolo: osservandone la funzione da un punto di vista generale e diverso, non è difficile scorgerne la valenza strumentale rispetto alla già notata *appetibilità* del mercato. Cercando di rendere il mercato luogo tendenzialmente "sicuro" per gli operatori, anche per tale via viene perseguito lo scopo di attrarre risorse in coerenza con il ruolo cruciale del mercato stesso nell'economia capitalista, come ripetutamente rivendicato dai "considerando" delle direttive e del MAR.

Ferma la componente a tutela del patrimonio dell'investitore non professionale, che tuttavia si inserisce nel più ampio contesto di agevolare l'accesso al mercato secondo le notazioni qui sopra anticipate, il dato di fondo depono nel senso che la disciplina sanzionatoria a tutela del mercato ha di mira la protezione di quest'ultimo nella dimensione metaindividuale, posta la centralità delle sue funzioni nelle economie capitaliste di mercato e soltanto di riflesso e in via mediata il presidio degli interessi patrimoniali dei singoli partecipanti al mercato medesimo.

Le disposizioni di legge sono manifestamente conformate in tal senso, come mostrano all'evidenza i costrutti degli artt. 184 e 185 TUF, che non soltanto prescindono dal danno, ma contemplano condotte rispetto alle quali non è riconoscibile un'offesa a un soggetto determinato. Conseguentemente l'interpretazione e l'applicazione d'esse non possono che rimanere vincolate a tali parametri, che ne impediscono (dovrebbero impedirne) torsioni verso configurazioni ermeneutiche allusive a reati contro il patrimonio. Torsioni che, per altro verso, determinerebbero l'inammissibile prevalere della tutela dell'interesse patrimoniale del singolo rispetto al presidio di un ben più rilevante interesse di natura pubblicistica o, comunque, sovraindividuale quale è il mercato.

5.2. I limiti dell'opera di adattamento linguistico.

Si tratta ora di dar conto della seconda delle notazioni alle quali si è fatto cenno: in sintesi, quella riguardante l'impraticabilità di obblighi di *traduzione*.

In disparte il problema – di soluzione tutt'altro che agevole – della configurabilità stessa di un obbligo di traduzione in linguaggio accessibile dei messaggi che veicolano informazioni finanziarie e al di là delle criticità che in concreto emergerebbero (soltanto per esemplificare, si pensi al ritardo nella circolazione dell'informazione 'tradotta' rispetto a quella originaria espressa in linguaggio tecnico con tutte le conseguenze del caso, impossibile essendo imporre che quest'ultima venga tenuta in sospenso e messa in circolazione contestualmente a quella 'tradotta'), un ostacolo di natura strutturale esclude in radice siffatta prospettiva.

Senza entrare nel dibattito sulle teorie della traduzione, v'è al suo interno uno snodo cruciale che, al di là delle diverse connotazioni, presenta profili d'interesse per la questione in discorso: il testo tradotto deve essere funzionale al contesto d'uso, alle persone che ne fruiscono nello specifico senso che queste ultime danno al testo⁷⁸. Sicché compito del traduttore è far sì che il testo di arrivo si adatti alla cultura della lingua d'arrivo, poiché soltanto in questo modo i destinatari potranno comprenderlo e renderlo funzionale al contesto d'uso⁷⁹. Rammentato che un simile approccio supera una visione rigida della fedeltà al testo di partenza, introducendo una visione dinamica nella quale forma e livello della traduzione mutano a seconda della interpretazione del testo di partenza in funzione della cultura e del contesto d'uso della lingua del destinatario (del testo di arrivo), è facile avvedersi che nella prospettiva della traduzione di un'informazione finanziaria espressa in lingua tecnica (testo di partenza), il testo di arrivo dovrebbe essere modulato conoscendo la cultura della lingua del destinatario (cioè del soggetto privo delle specifiche competenze linguistiche: la conoscenza della lingua tecnica).

Evidenti le criticità: da un lato, la difficoltà estrema di individuare la lingua di arrivo, che non è una lingua nel senso proprio del termine, bensì un'assenza di competenze linguistiche in un determinato specifico settore (con destinatari che possono invece disporre di competenze linguistiche fra loro assai diversificate, in ipotesi appartenendo a classi culturali differenti); dall'altro, l'ampio margine di flessibilità/indeterminatezza che il testo di arrivo finirebbe con il presentare, con il consistente rischio di rendere l'informazione finanziaria per tal modo tradotta bensì fruibile per il destinatario inesperto, ma estremamente più povera (nel migliore dei casi) sul piano del contenuto conoscitivo rispetto a quella recata dal testo di partenza. Con l'ulteriore pernicioso conseguenza che il partecipante al mercato inesperto, a questo punto in una oggettiva condizione di svantaggio conoscitivo, potrebbe tuttavia plausibilmente convincersi di disporre di un patrimonio conoscitivo adeguato (nell'ipotesi congetturale la traduzione tiene luogo – ma s'è visto: soltanto formalmente – del messaggio-testo di partenza redatto in lingua tecnica), non avvertendo (addirittura, forse, non essendo nella condizione di avvertire) l'esigenza di interpellare un consulente esperto prima di assumere le proprie decisioni d'investimento.

A completare il quadro dell'impraticabilità sta un rilievo ulteriore: il messaggio tradotto, anche alla luce delle appena sopra rilevate criticità strutturali connesse alla traduzione stessa, esigerebbe comunque un controllo, necessario per assicurare il rispetto della (tendenziale) fedeltà contenutistica al testo di partenza. Controllo (da affidarsi all'evidenza a un'autorità indipendente: es. Consob) che non potrebbe che essere preventivo, posto che se successivo alla veicolazione del messaggio tradotto, gli effetti di una eventuale infedeltà si sarebbero già dispiegati in modo irrimediabile. Ma l'introduzione di un simile controllo preventivo, propedeutico alla diffusione del messaggio tradotto, la ritarderebbe ulteriormente, dilatando la distanza temporale

⁷⁸ Cfr. H. J. VERMEER, *Ein Rahmen für eine allgemeine Translationstheorie, Lebende Sprachen*, vol. 23, n. 3, 1978.

⁷⁹ Cfr. C. NORD, *Translating as a Purposal Activity*, Routledge, 2^a ed., 2018, *passim*.

rispetto alla diffusione del messaggio originario in lingua tecnica, incrementando lo svantaggio conoscitivo del partecipante al mercato non esperto, essendo noto che la tempestività della conoscenza delle informazioni finanziarie è un valore di grande momento.

Il tema della traduzione, fin qui considerato come congetturale e complementare obbligo informativo (*rectius*: vincolo da imporre nel caso di informazioni finanziarie espresse in lingua tecnica), suggerisce qualche notazione da altro punto di vista, per vero non direttamente incidente sulla questione d'interesse, legata alla ricerca di una soddisfacente definizione dell'investitore ragionevole strutturalmente connessa alla nozione di informazione finanziaria rilevante/tipica. Notazioni, tuttavia, che intendono evidenziare come la circolazione delle informazioni finanziarie (e, per vero, non soltanto d'esse) avviene attraverso mezzi, forme e con modalità che implicano atti traduttivi di grande portata e sostanzialmente incontrollati (e, forse, pressoché incontrollabili).

6. La classificazione su base linguistica delle informazioni finanziarie.

È possibile riconoscere un primo circuito di comunicazioni 'ufficiali', nel quale fluiscono le informazioni finanziarie 'originarie' intese come quelle che promanano direttamente da coloro che producono l'informazione stessa (*rectius*: che tengono la condotta di diffusione o realizzano il fatto oggetto dell'informazione nel caso dell'operazione che comunica sé stessa) redatte in genere in lingua tecnica: tale circuito, il cui accesso è formalmente libero, è frequentato e può essere proficuamente utilizzato come fonte conoscitiva da coloro che dispongono di adeguate competenze (linguistiche nel senso dianzi precisato). Si può in sintesi dire che questo primo canale vede come locutori (per riprendere la terminologia della linguistica) i *produttori* dell'informazione: insomma e in metafora, un circuito d'informazioni di prima mano per ascoltatori che conoscono la lingua di partenza (*id est*: la lingua tecnica in cui esso si esprime).

Altri circuiti sono ravvisabili nel mondo che gravita attorno ai mercati finanziari, che la progressiva invadente finanziarizzazione dell'economia e le sue ricadute a vasto raggio hanno contribuito a incrementare. Circuiti, quelli ora cennati, nei quali si registra un flusso di informazioni finanziarie non soltanto quantitativamente maggiore a quello presente nel primo cui s'è fatto riferimento, ma anche espresso in maniera tale da renderne più agevole la fruibilità da parte dei destinatari (rispetto ad alcuni dei quali il mutamento della lingua rende addirittura possibile la fruizione) secondo una progressione verso la semplificazione che permette di operare ulteriori distinzioni.

Si può così cominciare osservando l'esistenza di un circuito costituito da valutazioni o commenti (al di là e indipendentemente dalle forme editoriali (ad es. studi, *report*, analisi, *position paper*, ecc.) redatti e diffusi da analisti e/o istituzioni finanziarie, che contengono apprezzamenti e giudizi non soltanto su singoli strumenti finanziari o su emittenti, ma altresì sulle condizioni al contorno (ad es.: scenari politici, economici, ecc.) e che assai sovente esprimono altresì considerazioni prognostiche sulle evoluzioni attese, giungendo talvolta a formulare suggerimenti d'investimento.

Sebbene il linguaggio adoperato in questo circuito non abbia, nella generalità dei casi, una caratterizzazione tecnica di livello assimilabile a quella del circuito considerato per primo, si è pur sempre in presenza di comunicazioni redatte da soggetti professionali, l'apprezzamento delle quali da parte del destinatario richiede comunque un bagaglio di conoscenze caratterizzato da competenze di base nel settore economico-finanziario, necessarie per valutare appieno il significato delle valutazioni e dei giudizi espressi nonché dei suggerimenti formulati. Senza dimenticare un profilo che può sconfinare in una perniciosa patologia e che costituisce un elemento di grande delicatezza rispetto alle comunicazioni che circolano in questo circuito. Il riferimento è, ovviamente, al tema del conflitto d'interessi, nel quale può trovarsi il soggetto che redige la valutazione o che formula il giudizio o il suggerimento. Quand'anche dichiarata, la condizione di non indifferenza/non terzietà è aspetto che richiede una considerazione attenta da parte del destinatario, così come attenta deve essere quella concernente gli apprezzamenti prognostici. Attenzioni che per essere tali, cioè proficue e non meramente simboliche, richiedono conoscenze e cultura certamente diverse da quelle dell'ipotetico investitore sprovveduto. Se il cennato circuito di comunicazioni rappresenta un insostituibile canale informativo, in quanto costituisce uno strumento che assicura una circolazione maggiore di informazioni e, al tempo stesso, di interpretazioni e chiavi di lettura che arricchiscono il patrimonio conoscitivo dei partecipanti al mercato, tale circuito non ne esaurisce per certo il novero.

Avendo riguardo al rapporto delle informazioni veicolate nel circuito in discorso con quelle che promanano direttamente dal loro produttore, si può non avventatamente dire che si è qui in presenza di un'informazione finanziaria mediata (e quindi di un circuito di seconda mano). Anche quando l'informazione consiste nella semplice sintesi/presentazione di una di prima mano (ad es. l'illustrazione di un bilancio), tale mediazione comporta un'attività interpretativa, che necessariamente modifica il messaggio originario, situazione della quale il destinatario deve essere in grado di tener conto, ma che richiede, anch'essa, un'adeguata cultura.

Fornisce informazioni finanziarie di contenuto progressivamente meno preciso e sostanzialmente più povero un altro ambito di circuiti di comunicazione, nel quale possono essere comprese fonti (più esattamente, media) che, prendendo in genere a base le informazioni che fluiscono nei due precedenti circuiti (e, in specie, nel secondo), provvedono a una ulteriore diffusione. Si tratta di una variegata gamma di media, di livello qualitativo e di affidabilità sul piano deontologico fortemente differenziati, coesistendo in tale ambito tanto quotidiani/periodici dedicati al settore (la cd stampa specializzata) quanto pubblicazioni che popolano la rete, di matrice assai incerta e di fonte scarsamente controllabile. Il censimento, anche in forma approssimata, risulta impossibile e forse anche inutile, bastando qui rilevare che questo circuito presenta caratteristiche peculiari, che conviene segnalare.

Indipendentemente dal fenomeno delle *fake news*, specialmente pericoloso nel settore dell'informazione finanziaria e dell'operatività sul mercato, i cui tempi parossisticamente sincopati non permettono un controllo tempestivo della falsità (resa

sempre più insidiosa dall'intelligenza artificiale)⁸⁰ capace di ridurne o di limitarne gli effetti, le informazioni veicolate nei circuiti di comunicazione raggruppati in questo ambito sono, per rimanere in metafora, di terza mano. Si tratta quindi di informazioni caratterizzate da un processo interpretativo molteplice, assai raramente articolato in un solo passaggio (quando la base conoscitiva è costituita dall'informazione appresa dal primo circuito), altrimenti composta da due fasi (quando la base informativa è l'informazione che circola nel secondo circuito) ovvero ancora (e il fenomeno è prevalente – ma non soltanto – nel mondo della rete) da plurime fasi (quando l'informazione veicolata proviene da fonti già di terza mano: si pensi ai comunicatori della rete, che traggono le loro conoscenze dalla cd stampa specializzata).

Come ognuno vede, un circuito informativo la cui affidabilità in termini di completezza e correttezza suscita perplessità certo non marginali, ma che presenta però un aspetto che lo rende particolarmente attraente e insieme insidioso: la incontestabile accessibilità per chiunque, indipendentemente dalle abilità linguistiche di cui dispone. Accessibilità immediata a un canale informativo costituito da contenuti plurimediali è circostanza che suggerisce due distinte notazioni: da un lato, i destinatari delle informazioni per tal modo veicolate si trovano in una condizione peggiore rispetto a coloro che accedono (sono in grado per le loro abilità linguistiche di accedere) agli altri circuiti; dall'altro, è proprio l'ambito dei canali informativi da ultimo considerato quello che raggiunge la platea numericamente più vasta di partecipanti al mercato.

Se il primo profilo suscita interrogativi in ordine ai meccanismi di controllo che potrebbero/dovrebbero essere considerati per tutelare soggetti maggiormente esposti ai rischi di decisioni d'investimento adottate sulla base di un patrimonio conoscitivo inadeguato (e comunque inferiore a quello di altri partecipanti al mercato), nella prospettiva che qui maggiormente preme (la ricerca dei criteri identificativi dell'investitore ragionevole in funzione della caratterizzazione della nozione di informazione decettiva rilevante/tipica in quanto idonea a influenzare il prezzo dello strumento finanziario) è il secondo profilo a presentare gli elementi maggiormente significativi.

7. Il ruolo dell'informazione nelle dinamiche di investimento.

Come si è in precedenza ripetutamente notato, il prezzo dello strumento finanziario è, in concreto, determinato dalle operazioni che vengono effettuate, operazioni che conseguono alle decisioni d'investimento assunte dai partecipanti al mercato sulla base delle informazioni di cui sono destinatari (nel contesto del loro patrimonio conoscitivo e della situazione di cui si trovano): per conseguenza logica, la quota numericamente maggiore dei partecipanti al mercato/operatori è rappresentata dai destinatari delle informazioni relativamente meno affidabili (perché più mediate,

⁸⁰ Sul punto, v. per tutti le conclusive notazioni di F. CONSULICH, *Intelligenza artificiale e reati finanziari*, in AA. VV., *Reati in materia bancaria e finanziaria*, a cura di F. Consulich, Torino, Giappichelli, 2024, 236 e 253. Più in generale si vedano gli autori citati a nota 77.

condizionate dalla strutturale imprecisione del linguaggio meno tecnico nel quale sono espresse, più distanti dalla fonte originaria e perciò sottoposte a processi interpretativi plurimi, che ne modificano necessariamente il contenuto), destinatari che sono per la massima parte coloro che non dispongono di abilità linguistiche per permettano loro un accesso proficuo agli altri canali informativi.

Si osservi poi che fenomeno analogo, seppur di misura minore, si riscontra anche con riferimento ai partecipanti al mercato/operatori che assumono le proprie decisioni d'investimento facendo ricorso – perché dispongono dell'adeguata abilità linguistica – alle informazioni veicolate nel circuito di secondo grado (quello che elabora informazioni finanziarie avendo come fonte le informazioni 'originarie').

Sempre stando dal lato del destinatario/partecipante al mercato (che è, in ogni caso, l'ambito all'interno del quale si colloca la figura dell'investitore ragionevole) vi è poi una quota (numericamente la più ristretta) che è in grado di assumere le proprie decisioni d'investimento utilizzando le informazioni 'originarie' di cui è destinataria bensì come tutti i partecipanti al mercato, ma rispetto alle quali dispone – a differenza degli altri destinatari – delle abilità linguistiche che consentono la lettura diretta della lingua nella quale tali informazioni sono espresse.

Una constatazione agevole deriva da quanto osservato: gli insiemi nei quali possono essere, seppur grossolanamente, raggruppati i partecipanti al mercato secondo il parametro della qualità dell'informazione di cui dispongono, è ordinato per numerosità dei componenti dell'insieme in modo inversamente proporzionale alla qualità dell'informazione stessa. Detto con parole diverse: l'insieme meno popolato è quello i cui partecipi dispongono delle informazioni 'originarie' e dunque di miglior qualità, mentre sul lato opposto sta l'insieme più gremito, nel quale stanno però i partecipanti al mercato che hanno accesso limitato (a cagione della loro minore abilità linguistica) soltanto a informazioni plurimediate (di terza mano) e quindi di qualità più scadente, collocandosi al centro di questa metaforica piramide l'insieme costituito da coloro che possono fruire di informazioni di seconda mano (in ragione sempre della coerente abilità linguistica).

Ferme le interferenze tra gli insiemi così delineati (limitate tuttavia soltanto in senso per qualità decrescente: i partecipanti del primo insieme sono infatti in grado di accedere – hanno la competenza per accedere – alle informazioni degli altri due insiemi, così come i partecipanti del secondo insieme possono accedere a quelle del terzo, mentre non è possibile un'interferenza di segno crescente, posto il vincolo rappresentato dalla insufficienza dell'abilità linguistica), si può ancora osservare che i giudizi, sulla base dei quali vengono assunte le opzioni operative (quelle che in concreto determinano il prezzo dello strumento finanziario), se numericamente ordinati, vedono la prevalenza di quelli assunti sulla base del patrimonio informativo qualitativamente meno adeguato.

Nelle complesse dinamiche che presiedono alla formazioni di tali opzioni operative (*rectius*: dei giudizi in cui consistono le decisioni d'investimento, per usare le parole della legge) rivestono un ruolo essenziale anche le propensioni e gli interessi (sia quelli contingenti sia quelli generali) del partecipante al mercato: al di là della semplificazione, componenti soggettive e oggettive che, pur non avendo una diretta

inerenza con l'informazione finanziaria, sono frazioni costitutive del processo decisionale ora d'interesse.

Evidente la non inerenza con l'informazione finanziaria veicolata – ad esempio – della propensione/attitudine a investire in strumenti finanziari in una prospettiva (interesse) di profitto speculativo a breve termine, è altrettanto evidente che tale prospettiva/interesse interagisce con l'informazione finanziaria stessa. Interazione che si coglie dal lato del partecipante al mercato/destinatario dell'informazione medesima osservando che tale propensione (proseguendo nell'esempio: l'interesse speculativo a breve) orienterà, prima ancora che la lettura/interpretazione delle informazioni veicolate, addirittura la selezione di quelle delle quali è maggiormente proficua la lettura e il successivo approfondimento in funzione delle decisioni d'investimento da (eventualmente) assumere.

L'esemplificazione di cui ci si è avvalsi mostra un ulteriore profilo della natura relativa della nozione di informazione rilevante/tipica in quanto idonea a mutare la decisione operativa dell'investitore (e, per conseguenza, della idoneità a influenzare il prezzo dello strumento finanziario). Natura relativa in quanto il giudizio che la esprime (*id est*: predicare dell'informazione la sua idoneità alterativa) è funzione anche dell'interesse/attitudine/propensione dell'investitore.

Con una avvertenza: a venire in considerazione, nel discorso che si vien facendo, non è certo l'interesse o la propensione o l'attitudine del singolo investitore e, per vero, neppure quelli di una categoria d'essi (ad es. tutti quelli orientati alla speculazione a breve), ma la circostanza che tale connotazione (la relazione tra l'informazione finanziaria e l'interesse/attitudine/propensione dell'investitore, qualunque esse siano) è destinata a incidere sul giudizio che presiede alla decisione operativa (e conseguentemente, per tramite di quest'ultima, sul prezzo dello strumento finanziario).

Sempre in questo territorio di componenti che non ineriscono all'informazione finanziaria come tale ma che entrano però fortemente nella dinamica che conduce alla decisione operativa, si trova il composito insieme genericamente definibile come circostanze al contorno. Il sintagma intende designare situazioni/condizioni di fatto variamente caratterizzate che non possono essere considerate come notizie che, pur non essendo direttamente legate agli strumenti finanziari o ai loro emittenti, hanno tuttavia una valenza tale da esercitare, almeno potenzialmente, un'influenza anche sensibile sul prezzo (si pensi a notizie concernenti eventi bellici, pandemie, ecc.) e che, per la loro portata d'interesse generale, sono soggette alle stesse dinamiche comunicative esaminate per le informazioni finanziarie (fatte salve alcune peculiarità). Con condizioni al contorno si vogliono invece individuare quei fattori che hanno una portata (in ipotesi anche molto significativa) per ambiti ristretti di partecipanti al mercato, potendone condizionare le decisioni operative, rispetto alle quali l'informazione finanziaria può assumere un rilievo del tutto particolare.

Si pensi a una situazione di crisi di settore, nella quale sono coinvolti alcuni partecipanti al mercato, che hanno investito disponibilità in strumenti finanziari: data la loro situazione contingente, le informazioni relative a tali strumenti assumono un rilievo del tutto preminente, sicché il grado d'incidenza delle informazioni medesime sulle

decisioni d'investimento (ad es. la dismissione degli strumenti per disporre di liquidità) è molto maggiore rispetto a quella che sarebbe in una situazione fisiologica non critica⁸¹.

7.1. I riverberi sulla rilevanza dell'informazione.

Sebbene il dettato dell'art. 185 TUF prescriva in modo esplicito la valutazione *in concreto* dell'idoneità alterativa dell'informazione falsa/fuorviante (e quindi dovendosene apprezzare il potenziale effetto sulla decisione operativa del destinatario), evenienze del genere ora in esame non sembrano meritevoli di considerazione nella prospettiva di censire le componenti che concorrono a definire la nozione di informazione rilevante/tipica. Se è indubitabile che la peculiare contingenza qui congetturata (come altre di simile tipologia comunque immaginabili) importa un effetto sul giudizio di rilevanza/tipicità incrementandone la portata (in altri termini: ampliando l'ambito della "rilevanza"), è altrettanto indubitabile che proprio la peculiarità dell'evenienza sconsiglia di assumere tra i parametri identificativi della nozione in discorso un fattore singolare, derivante dalla speciale condizione nella quale versa l'investitore, che implica, a sua volta, un rapporto particolare fra l'investitore stesso e l'informazione.

Viene da ultimo in considerazione un ambito di informazioni eterogenee, già menzionato, del quale conviene dar conto per verificare se, con riguardo ad esso, la valutazione della idoneità alterativa rispetto al prezzo dello strumento finanziario importi modifiche strutturali del giudizio di rilevanza/tipicità dell'informazione. Il riferimento è al vasto settore di notizie di carattere non economico-finanziario, di per sé non direttamente collegate con uno strumento o più strumenti finanziari ovvero con uno o più emittenti, ma che possono comunque spiegare effetti (anche molto significativi) sul mercato e le sue dinamiche e, quindi, per riflesso sul prezzo dello strumento finanziario.

L'ampiezza della dizione dell'art. 185 TUF, con l'impiego del termine *notizie* non ulteriormente connotato, esclude in radice la congetturabilità di una cernita delle informazioni oggetto dell'incriminazione basata su tipologia, contenuto, forma e fonte delle stesse, posto che l'unico criterio selettivo è costituito dalla idoneità alterativa (in misura sensibile) della notizia falsa/fuorviante. Sicché qualunque notizia falsa/fuorviante, purché possieda l'idoneità richiesta dalla disposizione in discorso, vale a integrare la figura tipica. Conclusione tanto ovvia quanto coerente con il dato normativo che autorizza, per immediata conseguenza, a ritenere che i parametri per la valutazione dell'idoneità alterativa non siano strutturalmente diversi rispetto a quelli l'analoga valutazione con riferimento all'informazione finanziaria in senso stretto. Ferma tale analogia strutturale, la differente tipologia dell'oggetto delle informazioni richiede alcune precisazioni

⁸¹ Incidentalmente si osservi che la situazione ipotizzata nell'esempio mostra che anche le aspettative in termini di informazione sono maggiori per i destinatari in crisi.

La circostanza che le notizie appartenenti a questa tipologia definita in negativo (notizie non economico-finanziarie in senso stretto) siano espresse in linguaggio comune (*id est*: tramite codici linguistici non specializzati) induce a ritenere che in questo ambito non si presentino i profili critici considerati a proposito delle informazioni finanziarie a cagione della lingua nella quale sono espresse e veicolate.

Il problema della competenza linguistica e della sua adeguatezza si presenta però sotto altro punto di vista: oltre la questione della intellegibilità del messaggio per sé considerato, v'è quella diversa della riconoscibilità della sua inerenza con il prezzo dello strumento finanziario o, più esattamente, della sua connessione con le dinamiche del mercato. Si badi: non si intende qui la valutazione – ulteriormente complessa – della tipologia e dimensione degli effetti (potenziali) che una notizia di tal genere può spiegare sul mercato e, a seguire, sul prezzo degli strumenti finanziari, bensì quella valutazione necessaria a selezionare la notizia come informazione meritevole d'essere considerata in vista di un successivo apprezzamento nel merito. Detto che anche siffatto genere di apprezzamento è fortemente condizionato dalle abilità/capacità del destinatario, il profilo della riconoscibilità ne costituisce un antecedente e attiene propriamente alla mera individuazione di quella notizia come notizia della quale tener conto (meritevole di considerazione) in quanto uno degli elementi che un investitore ragionevole utilizzerebbe per le proprie decisioni d'investimento (parafrasando l'art. 7 co. 4 MAR).

Il tema della rilevabilità nel senso ora in discorso presenta poi una ulteriore connotazione quando l'informazione non trova espressione in un messaggio consistente in enunciati linguistici ma è rappresentato dall'operazione che comunica sé stessa. Sul piano concettuale il meccanismo di riconoscimento di quel fatto (l'operazione) come portatrice di una informazione di carattere finanziario che va oltre la mera descrizione dell'operazione stessa (definire l'operazione simulata/artificiosa per quello che appare: ad esempio, una vendita) non differisce dal processo di riconoscimento di un enunciato linguistico come portatore di un contenuto significativo di natura economico-finanziaria. La differenza – assai corposa nella prospettiva ora d'interesse – consiste nella difficoltà di attribuire a un fatto un significato ulteriore rispetto a quello che risulta dalla sua forma di manifestazione fenomenica. Attribuzione che richiede una capacità di lettura (indipendentemente dalle maggiori o minori abilità soggettive) che sconta il possesso di un patrimonio conoscitivo di natura senz'altro specialistica, in assenza della quale l'operazione (in ipotesi simulata o artificiosa) verrà intesa nella sua oggettività senza che sia possibile neppure classificarla come latrice di un messaggio che va oltre quello della sua forma.

Una volta riconosciuta la significatività in prospettiva economico-finanziaria dell'informazione (in modo meno disagiata se si tratta di un messaggio consistente in un enunciato linguistico, con le difficoltà accennate qualora si tratti di un'operazione simulata o artificiosa), si apre lo scenario relativo alla considerazione della portata propriamente decettiva dell'informazione e della sua idoneità a modificare i giudizi che conducono alle opzioni operative del destinatario. Dipendendo tale apprezzamento dalla falsità/fuorvia della informazione in rapporto al contesto, ancora una volta l'abilità linguistica del destinatario (funzione del suo patrimonio conoscitivo specialistico) finisce con l'essere parametro di consistente portata per la definizione di

rilevanza/tipicità dell'informazione, chiamata per legge a essere tale soltanto se almeno potenzialmente idonea ad alterare il giudizio sulla decisione operativa che, a sua volta, determina la (almeno) potenziale influenza sul prezzo dello strumento finanziario.

7.2. La decettività dell'informazione.

Di qualche notazione sono poi da ultimo meritevoli i profili della riconoscibilità del messaggio che reca l'informazione falsa/fuorviante (qualunque sia la forma del messaggio medesimo) tanto per l'aspetto della sua qualificazione come messaggio d'interesse finanziario quanto per quello della sua natura in relazione alle dinamiche di mercato.

Come in precedenza visto, l'effetto (potenziale, giacché si verte in materia di reati di pericolo) di influenzare (in misura sensibile) il prezzo dello strumento finanziario dipende dalla (è funzione della) effettuazione (sempre sul piano potenziale) di operazioni da parte di soggetti che le hanno decise sulla base di un patrimonio conoscitivo alterato dall'informazione decettiva di cui sono stati destinatari.

Oltre l'assunto grezzo e semplificato che precede sta una realtà multiforme ma riducibile ad alcuni tratti significativi in relazione alla *risposta* all'informazione decettiva veicolata.

Richiamando quanto già argomentato in proposito, l'informazione entra nel patrimonio conoscitivo del destinatario e contribuisce alla formazione dei giudizi che determinano le decisioni operative attraverso un processo cognitivo di carattere combinatorio che porta a una sintesi (la decisione operativa). Componenti emotive ed emozionali, ormai diffusamente e approfonditamente studiate⁸², condizionano in senso fortemente irrazionale tale processo o, forse più esattamente, vi si sovrappongono, determinandone per la gran parte l'esito (*id est*: la decisione operativa in concreto assunta).

Non si va certo oltre l'ovvio notando che tali componenti sono in ultima analisi una modalità di reazione a un'informazione (qualunque ne sia l'oggetto), reazione che segue meccanismi e dinamiche diverse rispetto a quelle catalogate come razionali perché fondate su paradigmi di riferimento di matrice logica e tecnico-scientifica, come tali riconoscibili, tracciabili e verificabili. Ma non diversamente dalle risposte razionali, anche quelle irrazionali traggono origine da un messaggio che reca un'informazione su un fatto o su un complesso di fatti, ovvero consiste in una valutazione o in un complesso di valutazioni. Sicché al cospetto della medesima informazione, la diversità dei mezzi interpretativi (da un lato quelli razionali, dall'altro quelli irrazionali), generando risposte corrispondentemente diverse, danno luogo – per quanto qui interessa – a giudizi che portano a decisioni d'investimento differenti.

⁸² In proposito si vedano G.A. AKERLOF, R.J. SHILLER, *Animal Spirits*, cit.; G.A. AKERLOF, R.E. KRANTON, *Economia dell'identità*, cit.; G.A. AKERLOF, R.J. SHILLER, *Phishing for Phools*, cit.; D. KAHNEMAN, *Pensieri lenti e veloci*, Milano, 2012; S.J. GROSSMANN, J.E. STIGLITZ, *On the Impossibility*, cit.; R.J. SHILLER, *Narrative Economics*, cit., *passim*; C. SUNSTEIN, *Semplice*, cit.; R.H. THALER, *Misbehaving*, cit..

In modo maggiormente analitico: il differente mezzo (criterio) di lettura (interpretazione) dello stesso messaggio, valorizzando in modo diverso gli stessi dati conoscitivi che lo compongono, ovvero valorizzando alcuni di tali dati conoscitivi rispetto ad altri ovvero ancora connettendo in modo diverso il messaggio con il contesto, determina la diversità delle risposte.

Nell'ottica qui d'interesse conviene notare che le cennate differenze si riflettono inevitabilmente in un diverso apprezzamento della rilevanza dell'informazione o di elementi d'essa: sicché anche da questo punto di vista ne risulta confermato che la portata alterativa dell'informazione decettiva, in quanto esito di un giudizio di relazione, è funzione (anche) della prospettiva del destinatario dell'informazione stessa, del suo patrimonio conoscitivo, delle sue abilità linguistiche e della componente emozionale.

Infine un cenno alla portata dimensionale delle informazioni decettive nell'ambito delle componenti irrazionali, particolarmente sensibili, per la loro particolare natura, agli effetti della incontrollata comunicazione in rete, nella quale la velocità e la diffusività delle notizie false/fuorvianti ha conseguenze perniciose tanto universalmente note quanto difficilmente controllabili. Conseguenze che possono raggiungere profondità ed estensione straordinariamente rilevanti (anche in settori e in ambiti affatto diversi dalla informazione finanziaria)⁸³.

Il tema del processo, attraverso il quale l'informazione decettiva entra nel patrimonio conoscitivo del destinatario condizionandone i giudizi che portano alle decisioni operative, suggerisce, a conclusione di questa breve disamina, a una notazione concernente la tempistica. Nota la peculiare, parossistica rapidità delle reazioni del mercato alle informazioni che vengono diffuse, è evidente che al progressivo ridursi dei tempi di risposta fa da contrappunto la corrispondente minore disponibilità del tempo necessario per una approfondita ponderazione dell'informazione, della sua qualità, del suo significato e dei suoi effetti potenziali.

Ciò implica, da un lato, una minore accuratezza della risposta in termini di razionale coerenza in quanto la valutazione della rilevanza dei contenuti conoscitivi è costretta in un ambito temporale sempre più angusto e, dall'altro, il consistente rischio che in una situazione che preme per ottenere/disporre di risposta/reazione operativa in tempi concitati finiscano con il prevalere (o, comunque, con l'essere difficilmente fronteggiabili) le componenti irrazionali.

Il fenomeno diviene poi ulteriormente evidente e pervasivo di fronte alle negoziazioni algoritmiche ad altissima frequenza, nelle quali la risposta avviene secondo programmi predefiniti (ancorché modellati in modo da garantire, all'interno di un sistema di variabili, una certa flessibilità) con una tempistica pressoché contestuale.

⁸³ Rinviano agli autori citati a nota 7 non si può qui non rammentare il noto e ormai storicamente paradigmatico effetto della trasmissione radiofonica andata in onda il 30 ottobre 1938, nella quale Orson Wells interpretò con tanta verosimiglianza brani di un romanzo di fantascienza di H.G. Wells da indurre un altissimo numero di ascoltatori a credere che fosse in atto un'invasione di alieni e ciò nonostante che prima dell'inizio del programma fosse stata trasmessa una presentazione che precisava che si sarebbe trattato di uno spettacolo radiofonico.

Conviene in proposito una notazione ulteriore, riguardante più in generale questo – ormai dominante – fenomeno delle negoziazioni algoritmiche ad altissima frequenza, che segna la differenza strutturale con l’attività dell’operatore professionale. Sintetizzando all’estremo, si può dire che quest’ultimo considera, analizza e valuta le informazioni disponibili allo scopo di stimare il valore dello strumento finanziario e le sue prospettive e, sulla base di tale giudizio sintetico, formula un ulteriore giudizio con una componente predittivo-prognostica (la decisione d’investimento ritenuto nel contesto più opportuna). I processi “valutativi” dei sistemi algoritmici (anche di ultima generazione) apprendono informazioni dalla situazione di mercato (*id est*: da altri operatori) e sono in grado di assimilare e “lavorare” masse anche ingentissime di dati, ma l’elaborazione successiva – a differenza di quella propria dell’operatore professionale – non va oltre l’effettuazione di riscontri di tipo meccanico-quantitativo a base statistica, relativi allo strumento finanziario, senza ulteriori fasi di approfondimento. Con la conseguenza che, come è stato acutamente osservato, «la grande capacità operativa di questi *traders* immateriali, unita alla sostanziale ingenuità che li caratterizza, li rende, da una parte, facili prede di speculatori che possono indurli a compiere colossali transazioni sulla base di informazioni errate, dall’altro lato essi stessi, se non adeguatamente sorvegliati, possono turbare il mercato, tenendo comportamenti fuorvianti per gli altri investitori (ad esempio, innescando acquisti incrociati, lo schiacciamento delle controparti nel campo dei derivati, ecc.)»⁸⁴.

Quando poi, come avviene in modo specialmente frequente nella operatività dei mercati, l’informazione è rappresentata dalla portata comunicazionale dell’operazione, letta e interpretata attraverso i sistemi che presiedono alle negoziazioni algoritmiche ad altissima frequenza con l’intervento dell’intelligenza artificiale, il processo di reazione ora in discorso si concentra in uno spazio temporale poco più che virtuale. Sicché l’apprezzamento dell’informazione e della sua rilevanza si esaurisce – metaforicamente – nella risposta stessa che genera l’opzione operativa. Ma, restando in metafora, anche questa risposta è un “giudizio” del destinatario.

8. Conclusioni.

Cercando una sintesi di quanto emerge dalla rassegna delle questioni e delle criticità fin qui osservate per tentare poi qualche considerazione in ordine ai tratti caratteristici dell’informazione finanziaria decettiva tipica *ex art.* 185 TUF, tenendo altresì conto della figura dell’investitore ragionevole, si può cominciare notando che il dato normativo consegna uno schema secondo il quale la tipicità dell’informazione finanziaria è marcata da due estremi denotativi: da un lato, l’informazione deve essere falsa o fuorviante, dall’altro occorre altresì che essa sia idonea ad alterare il prezzo dello strumento finanziario.

⁸⁴ Così F. CONSULICH, *Manipolazione del mercato e del sistema*, cit..

L'informazione falsa/fuorviante consiste in un messaggio che può presentarsi nelle forme di un enunciato espresso secondo codici linguistici tecnici o comunque implicanti riferimenti a nozioni tecniche ovvero in un messaggio che ha la forma di un'operazione simulata o artificiosa che comunica sé stessa senza palesare la sua natura simulata o artificiosa.

La comprensione dell'informazione finanziaria come tale (irrilevante qui che sia falsa/fuorviante o corretta) richiede una abilità linguistica coerente con il grado di tecnicismo del linguaggio nel quale l'informazione stessa è espressa.

Esclusa la congetturabilità di obblighi di traduzione in linguaggio comune dei messaggi recanti informazioni finanziarie, il grado minimo indispensabile per assumere in modo razionale e consapevole decisioni d'investimento corrisponde alla disponibilità da parte del destinatario di una abilità linguistica che gli permetta di riconoscere la propria incompetenza linguistica e, nel contempo, l'esigenza di ricorrere alla consulenza di un esperto. Ciò in coerenza con l'architettura di MIFID II che – come si è visto – sottopone l'eccezione relativa alle attività di *execution only* alla condizione (fra le altre) di una compiuta informativa in ordine al rischio derivante dalla mancata valutazione di appropriatezza. Sicché il grado zero di competenze linguistiche non può essere assunto fra i parametri per la valutazione dello standard comunicativo.

La formula linguistica, secondo la quale l'informazione decettiva implica, per la tipicità, l'idoneità ad alterare il prezzo dello strumento finanziario, è un breviloquio che sottende una più articolata sequenza: avendo la potenzialità di determinare una modifica del prezzo dello strumento finanziario soltanto il compimento di un'operazione, l'idoneità alterativa si esplica e va colta nel giudizio in forza del quale il destinatario dell'informazione decettiva assume le proprie decisioni d'investimento.

I partecipanti al mercato hanno aspettative/esigenze conoscitive molteplici e diverse in quanto funzionali ai molteplici e diversi interessi (anche contingenti) di cui sono portatori: la loro catalogazione per categorie tassonomiche, sebbene pressoché impossibile in forma rigida e in misura completa, mostra che gli insiemi e i sottoinsiemi nei quali è ordinata sono, in molti casi, almeno intersecantisi.

Il quadro così delineato suggerisce fortemente che la figura dell'investitore ragionevole non può essere definita contenutisticamente cercando di mediare le caratteristiche proprie delle varie categorie (e dei rispettivi sottoinsiemi), nelle quali i partecipanti al mercato possono essere raggruppati in ragione delle loro differenti abilità linguistiche nonché dei loro plurimi e differenti interessi e delle conseguentemente plurime e differenti aspettative ed esigenze sul piano informativo.

Oltre la difficoltà intrinseca della mediazione, nelle ipotesi nelle quali interessi, aspettative ed esigenze divergono fino a divenire confliggenti, divenendo impossibile la mediazione, l'opzione dovrebbe orientarsi nel senso di assumere come prevalenti quelli di una categoria rispetto a quelli delle altre. Indipendentemente dai profili di arbitrarietà cui la scelta andrebbe incontro, il risultato sarebbe comunque incoerente con le esigenze di tutela del mercato, la cui dimensione pubblicistica (o, comunque, metaindividuale) è incompatibile con una soluzione di disciplina che, privilegiando gli interessi di una categoria, comprometterebbe quelli delle altre, rappresentative di tutti gli altri partecipanti al mercato.

Per altro verso la figura dell'investitore ragionevole non può essere creata a partire da uno schema astratto, costruito sul piano teorico attraverso l'individuazione delle funzioni che si intendono assegnare all'archetipo. Tale approccio (una sorta di ipostatizzazione astratta) metodologicamente discutibile, conduce a risultati tutt'altro che soddisfacenti, come hanno mostrato le criticità della configurazione dell'investitore ragionevole sulla falsariga, da un lato, dell'agente modello e, dall'altro del partecipante al mercato rappresentato dal soggetto con il grado minimo di abilità linguistiche.

Sembra allora preferibile mutare radicalmente la prospettiva nella quale collocare la figura in questione, muovendo dal rilievo che la sua caratterizzazione è qui funzionale a individuare i tratti salienti dell'informazione decettiva in relazione all'altro requisito della stessa (l'idoneità alterativa) cui è subordinata la tipicità al cospetto della tutela del mercato apprestata dall'incriminazione contemplata dall'art. 185 TUF.

Nella dinamica della manipolazione del mercato, còlta nell'aspetto dell'alterazione (potenziale) del prezzo dello strumento finanziario (nell'ottica della tutela della funzione allocativa del prezzo degli strumenti finanziari), si è ripetutamente osservato che il pericolo per il bene protetto può essere generato unicamente dalla realizzazione (potenziale) di operazioni. Operazioni che, come tali, sono la conseguenza di un giudizio consistente nella decisione d'investimento.

Sicché, come pure si è in precedenza argomentato, a rilevare è l'effetto distorsivo che l'informazione decettiva produce sul giudizio in discorso. Per logica implicazione: il giudizio distorto, causalmente produttivo dell'operazione, è a sua volta eziologicamente determinato dalla alterazione che il patrimonio conoscitivo del partecipante al mercato ha subito in conseguenza dell'informazione decettiva veicolata. In questo estremo (la presenza nel patrimonio conoscitivo di ciascuno dell'informazione decettiva e della sua conseguente alterazione) è dunque riconoscibile un tratto comune a tutte le categorie dei partecipanti al mercato.

Si noti ancora che tale connotazione unificante rimane tale indipendentemente dalla tipologia dell'informazione e dalle modalità di veicolazione, così come la sua valenza comune è insensibile in quanto neutra rispetto al tipo qualitativo di decisione operativa che venga poi assunta (posto che a valere è unicamente che la circostanza che l'alterazione ha determinato un mutamento della scelta operativa). A rilevare nel senso qui d'interesse sono infatti caratteristiche modali còlte nella loro astrattezza, prescindendo dal loro contenuto concreto, volta a volta variabile: in sintesi estrema, l'alterazione del patrimonio conoscitivo indotta dalla informazione falsa/fuorviante veicolata e in esso presente.

Per quanto di sicura portata il tratto comune di cui s'è detto è di per sé solo insufficiente a concludere la ricerca del paradigma identificativo dell'informazione decettiva rilevante/tipica anche in ragione del suo necessario coordinamento con la figura dell'investitore ragionevole. Conviene spingere la riflessione un poco più a nord, sempre avendo riguardo alla prospettiva funzionale nella quale tali nozioni (investitore ragionevole e informazione decettiva rilevante/tipica) vanno intese.

Spostando l'attenzione dal sostantivo (*investitore*) e concentrandola piuttosto sull'aggettivo qualificativo (*ragionevole*) qualche ulteriore notazione sembra possibile e non inutile.

Dapprima una in negativo: invece che cercare attribuzioni di significato secondario del termine, sembra opportuno ragionare su quello primario. In altre parole: si è in precedenza osservato come le ipotesi di attribuire alla parola “ragionevole” valori senz’altro compatibili con il campo semantico della stessa (ad es. “avveduto”, “di medie competenze e di media prudenza”, ovvero ancora “dotato delle conoscenze necessarie per una comprensione parallela nella sfera laica”) abbiano portato a risultati per molti aspetti non soddisfacenti.

Si può invece muovere dalla considerazione del significato primario del termine e della sua funzione nel contesto del sintagma: è così agevole notare che si è in presenza di un aggettivo che predica una qualità del soggetto indicato dal sostantivo e che il sintagma nel suo complesso si riferisce a un comportamento umano. Sicché non sembra azzardato assumere che detto sintagma (e, più precisamente, l’aggettivo che lo compone) valga come investitore che compie scelte *razionali* e che perciò viene definito come investitore ragionevole.

Importa ora notare che il concetto di razionalità della decisione va qui colto non come valutazione attinente al *merito* (per così dire) della decisione stessa, attribuendo al termine denotativo (*razionalità*) una valenza (senz’altro compatibile con il campo semantico della parola) collegata all’esito della decisione per tal modo qualificata (*id est*: decisione razionale come equivalente di decisione migliore/portatrice del risultato migliore per il soggetto che la assume).

Al di là della difficoltà estrema di identificare, al cospetto della molteplicità degli interessi e delle condizioni delle categorie dei partecipanti al mercato, quale sarebbe per ciascuno d’essi la decisione migliore/più proficua, un simile approccio si rivela, da un lato, inappropriato e, dall’altro, disfunzionale. Inappropriato perché porterebbe a valorizzare un estremo (quello del risultato della decisione come riscontro dell’essere la migliore di quelle possibili) del tutto eccentrico rispetto al profilo che maggiormente rileva: la *razionalità* come criterio allude infatti al metodo della decisione (*rectius*: del processo decisorio). Disfunzionale perché, introducendo un parametro che inevitabilmente rimanda a una valutazione in concreto (la decisione “migliore” può essere stimata tale se apprezzata nello specifico contesto), esclude la possibilità stessa di individuare le caratteristiche astratte dell’estremo denotativo, impedendo di coglierne il profilo *metodologico*.

Si può allora azzardare una prima conclusione (intermedia): investitore ragionevole è qualunque investitore, qualunque sia la categoria di appartenenza o, più in generale, qualunque partecipante al mercato che assume le proprie decisioni in modo ragionevole, secondo un metodo razionale.

Condizione essenziale e costitutiva di una decisione razionale è la consapevolezza: consapevolezza nel senso di disponibilità di un patrimonio conoscitivo corretto (*id est*: non inquinato da informazioni decettive) e adeguato, coerente rispetto al tipo di decisioni da assumere, ciò che implica anche la considerazione dei limiti del patrimonio conoscitivo stesso e delle proprie abilità.

Il concetto di razionalità, cui qui si allude nella ricerca degli elementi caratterizzanti l’informazione decettiva rilevante/tipica riferibile a qualunque partecipante al mercato, non attiene a un’idea di razionalità in assoluto come categoria

rispetto alla quale misurare la “correttezza” della decisione rispetto alla proficuità dell’esito e neppure a una nozione relativa, modulata secondo le variegata e differenti tipologie degli interessi e delle condizioni dei partecipanti al mercato. Si tratta di un grado minimo eppur indispensabile di razionalità o, più esattamente, di un requisito indefettibile perché possa parlarsi di processo decisionale ragionevole, qualunque esso sia, indipendentemente dal percorso seguito nella formazione del giudizio che conduce alla decisione operativa.

La consapevolezza intesa nel senso sopra precisato (conoscenza di un patrimonio conoscitivo adeguato e coerente, dei limiti dello stesso e di quelli delle proprie abilità) costituisce elemento senza del quale non è possibile predicare la razionalità della decisione d’investimento, qualunque essa sia, qualunque il processo seguito, qualunque l’interesse divisato. Un patrimonio conoscitivo di tal genere, non alterato dalla presenza di informazioni decettive, rappresenta quindi il tratto unificante sul piano metodologico per tutte le categorie dei partecipanti al mercato, divenendo per tal modo il primo elemento distintivo della nozione di informazione decettiva rilevante e tipica ai sensi dell’art. 185 TUF.

A vedere bene, infatti, la tutela del mercato si reifica – come si è cercato di mostrare – nella tutela dell’insieme dei partecipanti al mercato stesso non tanto in relazione al loro interesse patrimoniale quanto piuttosto alla funzione del mercato nella dinamica dell’economia capitalista all’interno del sistema, funzione rispetto alla quale gli investitori sono componente essenziale, posta l’ovvia considerazione che un mercato senza investitori semplicemente non esiste.

Sicché presidio essenziale per assicurare la necessaria tutela al mercato è coerentemente munire di adeguata sanzione il divieto di diffondere informazioni decettive che alterano (possono alterare) i giudizi che conducono alle opzioni operative: riconoscere nella correttezza/completezza del patrimonio conoscitivo dei partecipanti al mercato (e nell’essere tale patrimonio esente dall’inquinamento di informazioni decettive) risulta quindi funzionale alle esigenze di tutela. In sintesi estrema: la tutela del mercato trascorre (anche) per la tutela delle condizioni per assumere decisioni d’investimento razionali.

Poc’anzi si è detto che l’estremo in discorso costituisce soltanto il primo elemento definitorio perché di per sé solo non è sufficiente a cogliere la pienezza della clausola normativa, che esige altresì la idoneità alterativa (in misura sensibile) del prezzo dello strumento finanziario.

Occorre quindi individuare un ulteriore estremo denotativo che, al pari di quello precedente, possa valere indifferentemente per l’intera platea dei partecipanti al mercato, rappresentando quindi un carattere che si inserisce, alterandolo, nel processo cognitivo (il giudizio) che conduce alla decisione d’investimento (che per tal modo ne risulta a sua volta alterata e, conseguentemente, idonea a influenzare il prezzo dello strumento finanziario). Tale ulteriore estremo denotativo deve essere inerente alla informazione decettiva, poiché è quest’ultima a determinare l’effetto inquinante del patrimonio conoscitivo, inquinamento che acquista rilievo penale non per sé stesso, ma in quanto dispieghi l’ulteriore effetto alterativo.

Quest'ultima notazione suggerisce che il carattere ulteriormente qualificante debba presentare una connessione forte con il processo decisionale (*id est*: con il giudizio) che porta all'opzione operativa, sicché non sembra azzardato ritenere che la rilevanza/tipicità dell'informazione decettiva debba essere riconosciuta quando quest'ultima sia in grado di alterare, mutandola, la decisione d'investimento del partecipante al mercato/destinatario dell'informazione stessa.

Rammentato che si verte nel territorio della potenzialità in coerenza con la struttura di reato di pericolo della fattispecie dell'art. 185 TUF (e, più in generale, dei delitti in materia di *market abuse*), l'idoneità alterativa sembra dover necessariamente corrispondere all'idoneità a far mutare la decisione d'investimento. Se l'informazione, pur falsa o fuorviante, non dispiegasse tale effetto (se, cioè, il destinatario dell'informazione stessa mantenesse ferma la propria decisione potenziale, qualunque essa fosse), è immediatamente evidente che non si potrebbe determinare – sempre sul piano potenziale – alcuna variazione del prezzo dello strumento finanziario, posto che, come più volte in precedenza notato, soltanto l'effettuazione di operazioni è in grado di generare modifiche del prezzo.

Circularmente, dunque, se l'informazione decettiva non ha la capacità (potenziale) di mutare la decisione d'investimento, restando quindi inalterato l'atteggiamento del partecipante al mercato, l'informazione decettiva non possiede l'idoneità alterativa richiesta dalla norma incriminatrice e, dunque, non è tipica.

Il predicato della capacità (potenziale) a mutare la decisione dell'investitore richiede una precisazione in ordine alla sua portata causale: in particolare, se essa può essere riconosciuta soltanto quando si possa affermare che l'informazione decettiva è stata l'unica condizione eziologicamente efficiente ovvero se sia bastevole che la stessa abbia svolto un ruolo concausale. Indipendentemente dal rilievo che la regola generale fissata dall'art. 41 co. 1 c.p. è bastevole a risolvere il dubbio nel senso della valenza concausale, v'è una notazione ulteriore, legata alla dinamica delle decisioni d'investimento (ma, forse, di ogni tipo di decisione) che depono univocamente nello stesso senso.

Come si è avuto spesso occasione di osservare, l'informazione decettiva entra nel patrimonio conoscitivo del destinatario attraverso un processo cognitivo venendo elaborata e connessa con tutte le altre informazioni presenti nel patrimonio conoscitivo stesso. Sicché la decisione che ne segue è sempre la risultante di siffatto processo, che vede l'informazione decettiva reagire dialetticamente con tutte le altre: ciò definitivamente convince che l'informazione decettiva, anche quando determina il mutamento della opzione operativa, si presenta come uno degli elementi (e dunque come concausa) che hanno determinato il giudizio che sfocia nella 'nuova e diversa' decisione.

A conferma della conclusione raggiunta si consideri un caso 'estremo': si immagini una notizia falsa (ad esempio il nascondimento nella comunicazione sociale di relevantissime perdite) che, per magnitudo della difformità dal vero, appaia di per sé sola sufficiente a modificare l'atteggiamento del destinatario dell'informazione stessa, qualunque sia la sua categoria di appartenenza. Pure in questa ipotesi un esame analitico mostra che anche siffatta informazione viene comunque processata e messa in relazione

con le altre che formano il patrimonio conoscitivo per giungere alla conclusione che nessuna di queste ultime è tale da superare la portata di quella decettiva che conduce quindi al potenziale mutamento della decisione operativa. Si immagini ora una diversa evenienza, nella quale nel patrimonio conoscitivo sia presente un'informazione relativa al contesto alla quale sia attribuibile una valenza di segno opposto rispetto a quello deducibile dall'informazione decettiva.

Proseguendo nell'esempio: con l'informazione decettiva (falso per reticenza nella comunicazione sociale in ordine alle ingenti perdite nascoste, con effetto depressivo sul titolo e conseguente orientamento delle opzioni operative a dismettere quel titolo e/o a non acquistarlo) è con-presente nel patrimonio conoscitivo l'informazione che sulla società emittente si stanno concentrando gli interessi di importanti investitori istituzionali in competizione fra loro per acquisire il controllo della società stessa, finanche con la prospettiva di un'OPA. Informazione quest'ultima che spiega un effetto di segno contrario sul prezzo dello strumento finanziario, cui consegue un atteggiamento opposto sul versante delle decisioni d'investimento orientandole verso la non-cessione del titolo per chi già lo possiede o l'acquisto, entrambe nella prospettiva di una futura (e lucrosa) cessione ai contendenti ovvero in OPA. Come ognuno vede, in quest'ultima eventualità, l'informazione decettiva, pur apparentemente rilevante, non è nel contesto (*id est*: nella dinamica del processo cognitivo che porta al giudizio sulla base del patrimonio conoscitivo) e in concreto (come richiede la norma) idonea a modificare la decisione d'investimento del destinatario.

Assumendo che il requisito ulteriore per la rilevanza/tipicità dell'informazione decettiva consista nella idoneità a mutare l'opzione operativa, conviene notare che tale estremo è indifferente alle categorie dei destinatari che operano sul mercato. La potenziale capacità modificativa della decisione prescinde dagli interessi e dalle aspettative conoscitive degli investitori in quanto è un giudizio che implica l'apprezzamento secondo una logica combinatoria dell'informazione decettiva e del contesto conoscitivo. Giudizio che assume le fattezze di una prognosi (nella realtà dell'esperienza delle Corti, chiamate come s'è visto a giudicare quando il pericolo si è consolidato in evento: di prognosi postuma) assimilabile a quello concernente la causalità ipotetica perché – come si è in precedenza argomentato – si tratta di valutare una potenzialità causale (in chiave modificativa).

Sicché non sembra avventato concludere che l'informazione falsa/fuorviante è rilevante/tipica *ex art. 185 TUF* quando, con alto grado di probabilità razionale, è idonea a modificare la decisione d'investimento di almeno una categoria di destinatari/partecipanti al mercato.

La figura dell'investitore ragionevole non è quindi un archetipo dal quale far discendere la nozione di informazione rilevante/tipica, ma un referente linguistico funzionale soltanto a denominare i soggetti che, come partecipanti al mercato, appartengono alle varie categorie e che riceve una qualche concretezza dalla nozione di informazione rilevante/tipica, che si ricava *aliunde*.

Si osservi infine che rimane altresì confermato che l'intero *iter* che porta alla individuazione di tale cruciale concetto (quello di informazione rilevante/tipica) così come il concetto medesimo, sono costituiti da giudizi, a principiare dal momento

genetico, nel quale l'informazione si forma ed è accolta e processata nel patrimonio conoscitivo del destinatario, fino a quello conclusivo, che consiste nella decisione operativa