

Saverio Angiulli

**LA TUTELA DEL RISPARMIO
E
LA DISCIPLINA DEI MERCATI FINANZIARI**

**BOOK
SPRINT**
EDIZIONI

www.booksprintedizioni.it

Copyright © 2013
Saverio Angiulli
Tutti i diritti riservati

*A te, che con un battito d'ali
sei entrata nella mia vita.*

Non puoi fare una buona economia con una cattiva etica.
(Ezra Weston Loomis Pound)

INDICE

INTRODUZIONE	pag.	9
CAPITOLO PRIMO		
LA TUTELA GIURIDICA DEL RISPARMIO	pag.	13
1. Definizione e tutela giuridica del risparmio	pag.	13
2. Il tentativo di introduzione del delitto di “nocumento al risparmio”	pag.	19
3. La novella legislativa della c.d. “Legge sulla tutela del risparmio”	pag.	22
4. Coordinamento tra la Legge 28 dicembre 2005, n. 262 e le altre norme vigenti in materia finanziaria.	pag.	35
CAPITOLO SECONDO		
LA NUOVE REGOLE DEL MERCATO FINANZIARIO	pag.	45
1. Premessa	pag.	45
2. Le innovazioni legislative riguardanti le società di capitali	pag.	46
2.1. Le modalità di elezione delle cariche sociali	pag.	47
2.2. Le regole sulla trasparenza delle società e sul conflitto di interessi	pag.	50
3. La circolazione dei prodotti finanziari	pag.	54
CAPITOLO TERZO		
LA RIFORMA DELLE AUTORITÀ DI VIGILANZA	pag.	61
1. I cambiamenti che hanno interessato la Banca d’Italia	pag.	61
1.1. Il procedimento di nomina del Governatore e la durata del mandato	pag.	66
2. Le novità riguardanti la Consob	pag.	70
2.1. Il riparto delle funzioni di vigilanza tra Consob e Banca d’Italia	pag.	71
2.2. Le nuove funzioni sugli abusi di mercato	pag.	73
2.3. Il ruolo assegnato alla Consob dalla Legge sulla tutela del mercato	pag.	75
2.4. Ulteriori funzioni della Consob	pag.	78
3. I rapporti tra le Autorità di vigilanza e le norme di coordinamento	pag.	80
CAPITOLO QUARTO		
LA TUTELA DEL MERCATO FINANZIARIO	pag.	87
1. Il ruolo del diritto penale finanziario	pag.	87
2. Forme di tutela alternative allo strumento penale	pag.	90
3. Le modifiche intervenute sull’apparato sanzionatorio della disciplina finanziaria	pag.	93
CAPITOLO QUINTO		
L’ <i>INSIDER TRADING</i>	pag.	97
1. Cenni introduttivi	pag.	97
2. Origine ed evoluzione della disciplina in materia di <i>insider trading</i>	pag.	99
2.1. La Legge n. 157 del 17 maggio 1991	pag.	103
2.2. La regolamentazione introdotta dal Testo unico della finanza	pag.	106
2.3. La direttiva europea sul “ <i>market abuse</i> ” e relative norme d’attuazione	pag.	109
3. L’interesse giuridicamente protetto	pag.	113
4. I soggetti attivi del reato	pag.	119
4.1. Gli <i>insiders</i> primari	pag.	121
4.2. Gli <i>insiders</i> secondari	pag.	123
4.3. I <i>criminal insiders</i> e l’attività di <i>scalping</i>	pag.	129
5. Alcune questioni interpretative	pag.	132
5.1. Sulla continuità dell’illecito tra vecchia e nuova normativa	pag.	132
5.2. Sull’utilizzo di informazione privilegiata prodotta dallo stesso agente	pag.	135

5.3. Sulla responsabilità della società emittente	pag.	138
6. Il concetto di informazione privilegiata	pag.	140
6.1. Il requisito della precisione	pag.	141
6.2. Il requisito della non pubblicità	pag.	146
6.3. Il requisito dell'attinenza agli strumenti finanziari e relativi emittenti	pag.	148
6.4. Il requisito della <i>price sensitivity</i>	pag.	150
6.5. L'informazione privilegiata nel <i>front running</i> e nel mercato dei derivati su merci	pag.	155
7. Il trattamento sanzionatorio	pag.	157
7.1. Il rapporto tra la sanzione penale e quella amministrativa	pag.	159

CAPITOLO SESTO

L'AGGIOTAGGIO	pag.	163
1. Cenni introduttivi	pag.	163
2. Gli interessi giuridici tutelati	pag.	166
3. L'aggiotaggio "comune"	pag.	170
4. Le manovre speculative su merci	pag.	176
5. L'aggiotaggio "societario"	pag.	181
6. La manipolazione del mercato: l'aggiotaggio "finanziario"	pag.	191
7. La fattispecie amministrativa dell'aggiotaggio "finanziario"	pag.	196
8. Rapporto tra le varie fattispecie di manipolazione del mercato	pag.	206

CONCLUSIONI	pag.	211
-------------------	------	-----

APPENDICE NORMATIVA

1. Legge 17 maggio 1991, n. 157 (in Gazz. Uff., 20 maggio, n. 116) - Norme relative all'uso di informazioni riservate nelle operazioni in valori mobiliari e alla Commissione nazionale per le società e la borsa	pag.	215
2. Legge 28 dicembre 2005, n. 262 (in Gazz. Uff., 28 dicembre, n. 301) - Disposizioni per la tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari.....	pag.	221
3. Artt. 180 e ss. del Testo Unico della Finanza (D.Lgs. 24 febbraio 1998 n. 58) come modificato dalle Leggi 18 aprile 2005 n. 62 e 28 dicembre 2005 n. 262	pag.	281

BIBLIOGRAFIA	pag.	291
--------------------	------	-----

INTRODUZIONE

A partire dalla metà degli anni '90, si sono verificati negli USA alcuni scandali finanziari, i cui casi più noti riguardano le società Enron, Worldcom e Xerox. In seguito, casi analoghi sono emersi anche in Europa, come quelli “Cirio”, “Parmalat” e “Monte dei Pachi di Siena” accaduti in Italia. In tutti questi casi, l'elemento comune denominatore è stata la *“sistematica disinformazione attuata dai vertici aziendali, a danno dei mercati finanziari. La vera situazione aziendale è stata spesso occultata per lungo tempo, fornendo al mercato una rappresentazione fuorviante dell'andamento economico e delle condizioni finanziarie delle aziende”*. Ciò ha portato - nei casi più gravi - al rapido dissesto delle società coinvolte, cogliendo di sorpresa la generalità dei risparmiatori, i quali si sono improvvisamente ritrovati a detenere azioni e obbligazioni pressoché prive di valore e con scarse possibilità di recuperare il capitale investito. In altri casi, pur senza coprire situazioni di dissesto, è stata comunque accertata una manipolazione degli utili aziendali, che ha comportato la successiva revisione dei bilanci e conseguenti danni ai risparmiatori che avevano investito nelle società interessate, basandosi su informazioni rivelatesi non veritiere¹.

Così, spesso rincorrendo gli eventi della cronaca, la produzione normativa degli ultimi vent'anni in materia finanziaria - ritenuta dai più abbastanza disorganica e stratificata - è stata caratterizzata dalla necessità di reagire di fronte al ripetersi di fenomeni di abuso del risparmio e dei risparmiatori, ma anche dall'esigenza di adeguarsi alla disciplina degli altri Stati e a quella comunitaria, sempre più ispirata ai principi della libera circolazione e di creazione del mercato unico.

¹ Così in www.assbb.it/contenuti/file/2006_02_01.pdf.

Un ruolo centrale nell'evoluzione normativa di cui trattasi è stato certamente assunto dal diritto penale *latu sensu*, che è stato oggetto di analisi nel presente lavoro al fine di evidenziare il contributo che tale materia ha offerto per realizzare un'efficiente ed effettiva tutela del risparmio.

Per la scienza economica, il risparmio è definibile come quella parte di reddito netto che non viene consumata. Se astrattamente tale definizione è utile a dare una descrizione del fenomeno, non aiuta però a comprendere con esattezza le dimensioni qualitative e quantitative che il fenomeno può assumere. Analizzando il risparmio sotto questi due profili, non è difficile osservare come si siano modificati, nel tempo, i mezzi di espressione giuridica ed economica che il risparmio ha conosciuto per effetto dei mutamenti sociali ed economici che si sono finora verificati.

L'adesione ad un modello economico di mercato ha contribuito a modificare la finanza nazionale, portando il legislatore a elaborare soluzioni giuridiche che coniugassero la stabilità del sistema finanziario con la sua efficienza e competitività. Così, la stessa concezione giuridica della tutela del risparmio - già presente nel primo comma dell'art. 47 della Costituzione - si è trasformata, nel tempo, per effetto dell'integrazione europea dei mercati finanziari, oltre che per adeguamento ai principi costituzionali introdotti nell'ordinamento dal quarto pilastro². A tale trasformazione ha partecipato anche il novellato art. 117 della Costituzione, non soltanto per aver introdotto la tutela del risparmio tra le materie di potestà legislativa esclusiva dello Stato, ma anche per aver creato un più stretto rapporto dell'ordinamento interno con il diritto comunitario e quello internazionale.

La tutela del risparmio - come emerge anche dalla lettura degli atti dell'Assemblea Costituente³ - è stata concepita, in quel contesto storico, economico ed istituzionale, non tanto in relazione alla necessità di prevedere forme giuridiche specifiche di protezione dei risparmiatori; quanto, in relazione all'obiettivo di garantire la stabilità

² AMOROSINO S., *Manuale di diritto dei mercati finanziari*, Milano, 2008, p. 10 e ss..

³ Si vedano, in particolare, gli interventi degli onorevoli Zerbi ed Einaudi.

della moneta e, per questa via, limitare l'impatto di processi inflattivi sul valore dei risparmi. Infatti, l'aumento dell'inflazione era considerato il rischio finanziario principale, al quale poteva facilmente conseguire - in un sistema economico chiuso - il rischio di cambio e quello del tasso di interesse.

Il graduale trasferimento dei rischi finanziari dall'intero sistema economico ai singoli risparmiatori⁴, ha portato a considerare l'art. 47 Cost. come una norma che esprime un vero e proprio "diritto alla protezione del risparmio senza necessità di una intermediazione legislativa per renderlo operante nei confronti di tutti"⁵.

Si può sostenere che, avendo inserito la materia della tutela del risparmio e dei mercati finanziari nell'ambito della potestà legislativa esclusiva dello Stato, il legislatore della riforma costituzionale del 2001 abbia sostanzialmente preso atto della trasformazione avviata dal sistema finanziario italiano a partire dagli anni novanta del secolo scorso, in particolare, con il recepimento, delle Direttive 93/6/Cee e 93/22/Cee.

Proprio in virtù della trasformazione del sistema finanziario per effetto, soprattutto, del diritto comunitario, il legislatore statale si è trovato nella necessità di predisporre un nuovo assetto normativo, maggiormente rispondente a quei principi stabiliti in sede comunitaria. Di conseguenza, la successiva legislazione in materia di mercati finanziari si è sviluppata su una concezione privatistica di tale tutela, cioè legata, non tanto al risparmio, ma ai risparmiatori. E naturalmente, in un sistema economico-finanziario che si fonda sulla libera circolazione dei capitali, tali risparmiatori - avendo accesso a tutte le varie tipologie di strumenti finanziari presenti sui mercati - si trasformano anche in investitori.

Tutelare il risparmio in un sistema economico così concepito significa, quindi, individuare le forme giuridiche idonee a proteggere gli investitori con la consapevolezza, però, che non tutti gli investitori

⁴ EATWELL J. - TAYLOR L., *Global Finance at Risk. The Case for International Regulation*, Cambridge, 2000, pp. 1-28.

⁵ DE MINICO G., *La Costituzione difende il risparmio. E il legislatore?*, in www.associazionedeicostituzionalisti.it.

sono risparmiatori e che non tutti i risparmiatori sono consumatori (o, per meglio dire, clienti dell'industria dei servizi finanziari).

Occorre poi considerare che la protezione garantita dall'ordinamento deve valere nei confronti di qualsiasi soggetto che viene ad operare, direttamente o indirettamente, nel sistema finanziario nazionale. Qualsiasi sistema economico aperto, basato sulla libertà di circolazione dei capitali, non può limitare l'accesso al proprio sistema finanziario. Anzi, in un sistema finanziario globale, lo sviluppo economico impone che si creino le condizioni giuridiche più idonee a garantire il risparmiatore-investitore da situazioni di nocimento derivanti, ad esempio, da frodi o cattiva gestione da parte degli operatori presenti nel mercato dei capitali.

Un'effettiva tutela del risparmio deve mettere - soprattutto i piccoli risparmiatori - nelle condizioni di accedere ad un sistema civilistico di protezioni, privo dei condizionamenti psicologici ed economici che sovente caratterizzano il rapporto tra l'intermediario (forte e strutturato) ed il risparmiatore (piccolo e debole). Una possibile soluzione, in tal senso, potrebbe essere quella di introdurre strumenti difensivi ulteriori rispetto a quelli strettamente risarcitori - adottabili dalle autorità di vigilanza, oltre che dai privati danneggiati - come le *class action*, di recente ammesse nel nostro ordinamento giuridico⁶.

Si può sostenere, dunque, che una tutela efficace dei risparmiatori-investitori dipenda inevitabilmente dall'introduzione nell'ordinamento, sia di rigorose regole di comportamento degli operatori, sia di adeguate garanzie per tutti gli utenti del mercato, tenuto conto che le crisi sistemiche sono quasi sempre imputabili ad eventi originariamente di natura microeconomica in cui la rete di protezione giuridica adottata non è stata in grado, né di prevenire l'evento dannoso, né di bloccarne la diffusione.

⁶ CHIARLONI S., *Per la chiarezza di idee in tema di tutele collettive dei consumatori*, in AA.VV., *La nuova legge di tutela del risparmio*, Centro nazionale di prevenzione e difesa sociale, Convegni di studio "Enrico De Nicola". Problemi attuali di diritto e procedura penale, Milano, 2007, p. 121 e ss..