

COMMENTI & ANALISI

Il market abuse nelle mani del Principe

L'applauso inconscio si è affievolito di fronte a una realtà che ora divide fautori e critici. E che si chiude in una domanda: siamo certi che la legge sul market abuse sappia distinguere fra uso e abuso, fra normalità e anomalia, più banalmente fra ciò che è permesso e ciò che è vietato? Siamo certi di poter distinguere con esattezza un mercato lecitamente agitato da un mercato illecitamente manipolato?

Il dubbio è più che legittimo e niente affatto capzioso, anche perché è alimentato dai contorni particolarmente sfumati di un insieme di norme concepite con l'ambizione di creare un ferreo reticolato a prova di elusione. Ambizione in sé apprezzabile, ma tutt'altro che agevole da realizzare. Freudianamente conscia di questo limite, la mano legislativa si è mossa nel senso di ridurre l'area di punibilità penale del vecchio delitto di aggio-taggio e di ampliare il corrispondente illecito amministrativo. Tale scelta (che la stessa Cassazione ha reputato discutibile, come emerge dalla sentenza 15199/06) si deve presumibilmente alla maggior probabilità punitiva insita nell'illecito amministrativo piuttosto che in quello penale: il primo, a differenza del secondo, non presuppone la prova del dolo, sconta un regime processuale meno garantista ma più snello e viene contestato dalla stessa autorità legittimata a infliggere la sanzione. Ma l'obiettivo può dirsi raggiunto con questo stratagemma? Esaminando la norma (articolo 187/ter del Tuf), ci si avvede che previsioni di intuitiva illiceità (diffusione di voci o no-

tizie false o acquisti di concerto che conducano alla fissazione di prezzi anomali o artificiali) coesistono - ricevendo identico trattamento punitivo - con ipotesi di illecito assai meno evidenti e talora per niente intuibili, quali, ad esempio, ordini o operazioni «idonei a fornire indicazioni fuorvianti» su domanda o offerta, ovvero operazioni che utilizzino «espedienti». Locuzioni così ampie abbisognano di essere concretizzate, ma le traduzioni e le esemplificazioni sin qui declinate dalla Consob e dal Cesr conducono a risultati che non possono non lasciar perplessi. Secondo tali letture, solo per citare alcuni fra i casi più eclatanti, potrebbero teoricamente costituire abuso di mercato anche un'operatività particolarmente intensa in fase di chiusura del mercato ovvero un ritenuto abuso di strategie bid/ask.

Già, ma come porre una nitida linea di confine fra l'operatività di uno scalper, aduso a compiere anche tre o quattrocento operazioni al giorno attraverso una frequente (talora frenetica) inversione di posizione, da un'operatività abusiva egualmente basata su un eccesso di inversioni denaro/lettera? Come riconoscere una legittima fase di scambio in chiusura alimentata da una concitata, e più che lecita, corsa al titolo da un'illegitima operatività in closing idonea a produrre inganno? E di quale inganno può parlarsi ove l'operatività si basi su scambi effettivi e intensi e non già su operazioni simulate? I paladini del nuovo regime liquidano (o tentano di liquidare) agevolmente il problema, osservando che, in definitiva, l'illiceità ben può dedur-

si in funzione del fine che l'operazione si propone, accertabile a bocce ferme, cioè con il senno del poi. Se, ad esempio, scambi intensi si registrano in prossimità di successive operazioni rispetto alle quali potrebbe tornare utile far levitare o deprimere il corso di un titolo, la finalità illecita basterebbe a rendere illecita un'operatività altrimenti giudicabile normale. È molto agevole obiettare che, se così fosse, il problema potrebbe ritenersi esaurito. Peccato che così non sia, dato che il requisito di un fine illecito non è contemplato dalla legge. Si tratta di un ottimo suggerimento per il legislatore ma, allo stato attuale, la stragrande maggioranza degli operatori e degli investitori (mi riferisco alla parte sana del mercato) deve misurarsi con un pacchetto di regole spesso non chiaro e deve votarsi alla saggezza e all'avvedutezza del Principe.

Ma si pone anche il problema inverso: se fatica a incriminare, una norma sfumata può anche divenire un eccellente strumento per sottrarsi alla sua applicazione, grazie a un abile slalom dialettico fra i suoi lati oscuri. Se il Principe vorrà essere saggio, non potrà non tenerne conto. Ma allora il fine ultimo sarà raggiunto? Nell'ansia di prevenire, non avremo partorito una legge altamente eludibile o applicabile a discrezione? E quanto può dirsi legale ed efficiente un sistema la cui attuazione è rimessa nelle mani del Principe, per quanto saggio e avveduto questi possa essere o si ritenga che sia?

Emilio Girino

Partner dello Studio Ghidini, Girino & Associati (Milano)