

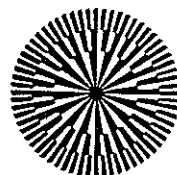
anno 51° / 2006

Poste Italiane s.p.a. - Spedizione in a.p. - D.L. 353/2003 (conv. in L. 27/02/2004 n° 46) art. 1,
comma 1, DCB (VARESE)

Ascarelli

RIVISTA DELLE SOCIETÀ

fondata da Tullio Ascarelli



direttori:

Alberto Crespi - Guido Ferrarini
Berardino Libonati - Piergaetano Marchetti
Giuseppe B. Portale - Guido Rossi



dott. A. Giuffrè editore - Milano

GIOVANNI PAOLO ACCINNI

Opa obbligatoria e condotta « artificiosa » nel reato di aggioaggio c.d. « manipolativo »

SOMMARIO: 1. La riforma del delitto di « aggioaggio » operata con Legge Comunitaria 2004. — 2. Aggioaggio « manipolativo » ed oggetto di tutela giuridica. — 3. I patti parasociali. — 4. (Segue): finalità della disciplina ed interferenze con la normativa in tema di Opa. — 5. Offerta pubblica di acquisto obbligatoria. — 6. Gli « altri artifici » quali modalità della condotta manipolativa. — 7. Manipolazione del mercato e violazione delle norme del T.U.F.

1. Le recenti vicende giudiziarie, ormai comunemente qualificate sotto l'etichetta di « bancopoli », hanno definitivamente confermato il ruolo che nel nostro ordinamento è venuta via via assumendo la fattispecie di aggioaggio o, per usare la più recente denominazione, di manipolazione del mercato. Un ruolo centrale che certamente meraviglia se rapportato ad un delitto che solo fino a qualche anno fa era pressoché sconosciuto alle Procure ed ai Tribunali della Penisola, come conferma l'assenza di precedenti giurisprudenziali di più rilevante significato.

All'indomani della riforma del falso in bilancio del 2002, le contestazioni di aggioaggio sono state quindi il tratto caratteristico delle indagini (prima) e dei processi (poi) per i grandi *crack* finanziari « Bipop » e « Parmalat ». E così le vicende connesse alle scalate bancarie dell'estate scorsa hanno nuovamente richiamato l'attenzione (non solo dei giuristi) sulle potenzialità della fattispecie: inesplorate rispetto all'approfondimento giurisprudenziale e scientifico ad oggi maturato.

Alle più « tradizionali » (e meno difficili) ipotesi di aggioaggio c.d. « informativo », sostanzialmente connesse alla diffusione di comunicati stampa tesi a rassicurare il mercato sulle reali condizioni di società invece in crisi, si sono venute ad affiancare ipotesi di aggioaggio c.d. « manipolativo », con le quali la stabilità del prezzo di strumenti finanziari è stata

oggetto di complesse operazioni conosciute solo dai protagonisti certamente preoccupati di poterle mantenere occulte nei loro contenuti di accordi. In questo contesto non sembra pertanto inutile tentare qualche riflessione intesa ad un contributo per la comprensione di una fattispecie destinata probabilmente ad interessare ancora a lungo rilevanti vicende giudiziarie.

D'altra parte, l'acquisito rilievo dell'ipotesi di delitto di aggioaggio appare confermato dall'interesse dimostrato nei suoi confronti dallo stesso legislatore che, solo negli ultimi tre anni, ne ha riformulato il contenuto per ben due volte. La legge 18 aprile 2005, n. 62, recante « disposizioni per l'adempimento di obblighi derivanti dall'appartenenza dell'Italia alle Comunità europee. Legge comunitaria 2004 » (di seguito anche solo « Legge Comunitaria 2004 ») ha infatti « novellato » la fattispecie di cui all'art. 2637 c.c. già fatta oggetto di riforma per effetto del d.lgs. 61/2002.

La disposizione di cui all'art. 2637 c.c. (così come riformulata nel 2002) configurava un reato di pericolo, la cui condotta tipica consisteva nella diffusione di notizie false ovvero nella realizzazione di operazioni simulate od altri artifici. Siffatta condotta era penalmente rilevante solo in quanto idonea a produrre uno dei due eventi *i*) sensibile alterazione del prezzo di strumenti finanziari quotati o non quotati (c.d. aggioaggio su strumenti finanziari); *ii*) incidere in modo significativo sull'affidamento nella stabilità di banche o gruppi bancari (c.d. aggioaggio bancario).

Il legislatore del 2002 aveva dunque « riunito » in un'unica fattispecie i diversi reati dell'aggioaggio finanziario e dell'aggioaggio bancario, prima tipizzati e sanzionati da distinte fattispecie previste, rispettivamente, nel T.U.F. e nel T.U.B ed abrogate dallo stesso d.lgs. 61/2002⁽¹⁾.

Per effetto della c.d. Legge Comunitaria 2004, la disposizione di cui all'art. 2637 c.c. continuerà invece a trovare applicazione solo rispetto alle condotte di aggioaggio idonee a provocare una sensibile alterazione del prezzo di strumenti finanziari non quotati, ferma inoltre restando la parte della disposizione inerente all'aggioaggio c.d. bancario.

L'art. 2637 c.c., per espressa dizione legislativa, non potrà invece più trovare applicazione con riguardo all'aggioaggio su strumenti finanziari quotati, per i quali la Legge Comunitaria 2004 ha introdotto un'apposita

(1) In argomento cfr. S. SEMINARA, *L'aggioaggio (art. 2637)*, in A. GIARDA-S. SEMINARA (a cura di), *I nuovi reati societari: diritto e processo*, Padova, 2002, 544 ss.; E. MUSCO, *I nuovi reati societari*, Milano, 2002, 175 ss.; F. MUCCIARELLI, *Aggioaggio*, in A. ALESSANDRI (a cura di), *Il nuovo diritto penale delle società*, Milano, 2002, 433 ss.; C. SANTORIELLO, *Il nuovo diritto penale delle società*, Torino, 2003, 317 ss.

fattispecie, e segnatamente quella di cui al novellato art. 185 T.U.F., rubricata «manipolazione del mercato»⁽²⁾. Siffatta ipotesi criminosa è destinata a trovare applicazione soltanto con specifico riguardo agli strumenti finanziari «ammessi alla negoziazione o per i quali è stata presentata una richiesta di ammissione alla negoziazione in un mercato regolamentato italiano o di altri Paesi dell'Unione europea» e, sotto questo aspetto, appare perfettamente speculare alla pure «novellata» fattispecie di agiotaggio di cui all'art. 2637 c.c. che ha appunto ad oggetto «strumenti finanziari non quotati o per i quali non è stata presentata una richiesta di ammissione alle negoziazioni in un mercato regolamentato».

La presentazione della richiesta di ammissione alla negoziazione in un mercato regolamentato (italiano o comunitario) costituisce dunque l'elemento distintivo di due fattispecie che, sotto ogni altro aspetto, si presentano perfettamente identiche l'una all'altra. Identico è infatti il soggetto attivo («chiunque»); identica la condotta tipica: descritta in termini di diffusione di notizie false oppure di realizzazione di operazioni simulate o di altri artifici. Identica anche la necessaria connotazione di siffatta condotta in termini di «idoneità» (si tratta dunque di reati di pericolo concreto) rispetto alla produzione di un evento anch'esso identico in entrambe le fattispecie: la «sensibile alterazione del prezzo di strumenti finanziari».

L'elemento discriminante è dunque la sola natura degli strumenti finanziari interessati: non quotati quanto all'ipotesi prevista dalla disposizione di cui all'art. 2637 c.c.; ammessi alla negoziazione (o non ancora ammessi se è comunque già stata presentata la relativa richiesta) quanto a quella di cui all'art. 185 T.U.F.⁽³⁾.

Una prima conclusione è dunque nel senso di ritenere che la Legge Comunitaria 2004 abbia determinato una mera ipotesi di successione di leggi penali nel tempo: il medesimo fatto tipico, già punibile *ex art.* 2637 c.c., continuerà perciò ad esserlo anche dopo l'entrata in vigore della Legge Comunitaria 2004. L'ambito delle condotte già penalmente rilevanti ai sensi dell'art. 2637 c.c. non è stato invero in alcun modo modificato (né in senso riduttivo, né in senso estensivo): l'unica differenza consiste solo nel fatto

(2) C.E. PALIERO, «Market abuse» e legislazione penale: un connubio tormentato, in *Corr. Merito*, 2005, 809 ss.; G. LUNGHINI, *La manipolazione del mercato*, in *Dir. pen. proc.*, 2005, 1474 ss.; G.G. SANDRELLI, *I reati di market abuse*, in *Resp. amm. soc. enti*, 2006, 63 ss.

(3) Si osserva per completezza che la fattispecie di agiotaggio c.d. bancario non è stata in alcun modo interessata dalla riforma operata con la Legge Comunitaria 2004 e continua a trovare la propria previsione nella fattispecie di cui all'art. 2637 c.c. Siffatta norma punisce dunque, con identica pena, l'agiotaggio su strumenti finanziari non quotati e l'agiotaggio bancario.

che ad una disposizione incriminatrice più generica ed omnicomprensiva se ne sono venute a sostituire due identiche e perfettamente complementari.

Indubbia dunque la successione tra norme incriminatrici di identico contenuto, e limitando il campo d'esame alla sola manipolazione del mercato su strumenti finanziari quotati, il sensibile aggravio del trattamento sanzionatorio apportato dalla Legge Comunitaria determina l'applicazione della disciplina di cui all'art. 2, comma 3, c.p.⁽⁴⁾. La legge più favorevole al reo deve essere infatti ravvisata nella previgente disposizione di cui all'art. 2637 c.c., che continuerà pertanto a trovare applicazione rispetto a tutte le condotte manipolative poste in essere prima del 12 maggio 2005, data di entrata in vigore della «nuova» fattispecie.

2. Le vicende delle scalate bancarie offrono più di uno spunto per meglio poter analizzare il possibile contenuto normativo della modalità di condotta descritta quale forma residuale come «altri artifici» che, in alternativa (o in aggiunta) alla diffusione di notizie false o realizzazione di operazioni simulate, vale a poter qualificare il fatto tipico della fattispecie di manipolazione del mercato.

Si intende qui far riferimento alla possibilità di interpretare la condotta artificiosa con specifico riferimento a disposizioni di legge *extra-penali* che dettano norme volte a garantire il corretto funzionamento del mercato degli strumenti finanziari, quali (appunto) le disposizioni del Testo Unico degli Intermediari Finanziari in tema di patti parasociali, acquisti di concerto ed offerte pubbliche di acquisto o di scambio (rispettivamente artt. 122, 109 e 106 T.U.F.). Si tratta cioè di comprendere se (ed in che termini) il mancato rispetto di quelle norme, ove suscettibile di impattare sul prezzo di strumenti finanziari, sia o meno suscettibile di poter determinare anche la violazione delle disposizioni di cui agli artt. 2637 c.c. - 185 T.U.F., secondo il paradigma normativo in considerazione.

Al fine di siffatta verifica paiono quindi occorrere due ordini di accertamenti: il primo inteso a verificare quali siano le finalità e l'oggetto di tutela delle disposizioni considerate; il secondo, inteso appunto a poter verificare la sussistenza o meno di una condotta tipica, ossia espressamente prevista tra quelle descritte dalle fattispecie di cui artt. 2637 cc. - 185 T.U.F. Ed infatti l'identità di oggetto di tutela tra le fattispecie di cui agli artt. 106 e/o 122 T.U.F. e quelle di cui agli artt. 2637 c.c. - 185 T.U.F. non sarebbe ancora di per sé sufficiente a poter giudicare sussistente il

(4) A. ROSSI, *Market abuse e insider trading: l'apparato sanzionatorio*, in *Resp. amm. soc. enti*, 2006, 83 ss.

reato di agiotaggio o di manipolazione del mercato se di siffatte ipotesi delittuose non fosse pure ravvisabile concretamente la realizzazione di una delle condotte tipiche, ossia la sussistenza di una modalità di condotta espressamente prevista ad integrare gli elementi oggettivo e soggettivo delle fattispecie di cui agli artt. 2637 c.c. - 185 T.U.F.

Sembra perciò preliminarmente necessario ricordare quali siano le finalità delle disposizioni di cui agli artt. 106 - 122 T.U.F. e quale l'oggetto di tutela della fattispecie di cui all'art. 185 T.U.F. (e previgente art. 2637 c.c.) e verificare quindi se i comportamenti posti in essere in violazione delle prime siano suscettibili di integrare l'elemento oggettivo e quello soggettivo della fattispecie di agiotaggio o di manipolazione del mercato.

Pare invero indubbio che l'oggetto di tutela di tutte le disposizioni considerate sia identico ed individuabile nella trasparenza e regolarità del mercato. Un oggetto di tutela di natura pubblica e per siffatta stessa ragione sottoposto all'attività di vigilanza della Commissione Nazionale per le Società e la Borsa.

Nella vigenza dell'art. 2637 c.c. la relazione a quel testo di legge espressamente riconosceva che il bene giuridico tutelato è di natura pubblica, espressamente specificando che la fattispecie «*mira a tutelare l'economia pubblica ed in particolare il regolare funzionamento del mercato*»⁽⁵⁾. La vigente disposizione di cui all'art. 185 T.U.F., avente ad oggetto strumenti finanziari quotati, si ripropone (a sua volta) come a presidio di un bene giuridico di carattere pubblico, identificabile nella trasparenza e nella correttezza del mercato, come pure reso immediatamente manifesto dalla stessa mutazione del *nomen juris*: «*manipolazione del mercato*» (appunto). Ciò che pure non sorprende posto che mentre la fattispecie posta a tutela degli strumenti finanziari non quotati (art. 2637 c.c.) resta nel *corpus* del codice civile, la fattispecie posta a tutela del mercato (art. 185 T.U.F.) è stata «*traslata*» nel Testo Unico degli intermediari finanziari⁽⁶⁾.

D'altra parte, finalità di tutela non diverse sono riconoscibili anche nelle disposizioni di cui agli artt. 122 e 106 T.U.F.. In particolare, vi è da ricordare che il diritto del mercato mobiliare è sempre stato caratterizzato da scelte di politica legislativa orientate verso un rafforzamento della tutela del mercato e del pubblico dei risparmiatori e che «*siffatta tutela ha trovato*

⁽⁵⁾ *Relazione ministeriale* al d.lgs. 61/2002, in *Guida dir.*, 2002, 16, 33.

⁽⁶⁾ Né queste considerazioni devono indurre a propendere per la tesi della discontinuità tra norme incriminatrici succedutesi nel tempo, perché il «*vecchio*» art. 2637 c.c. assommava in sé entrambi gli aspetti, patrimoniale e pubblico, ora scissi.

il suo più fermo ancoraggio in una molteplicità di norme volte ad assicurare la completezza, chiarezza e veridicità delle informazioni concernenti le società quotate»⁽⁷⁾.

Una siffatta opzione di politica del diritto muove dal presupposto secondo il quale per avere un mercato mobiliare efficiente, che protegge i risparmiatori e li invoglia ad investire, è indispensabile offrire al pubblico una «*messe di informazioni, concernenti le società quotate, che sia esaustiva, adeguata, chiara e veritiera*»⁽⁸⁾.

Prima dell'entrata in vigore del Testo Unico degli Intermediari Finanziari, le norme dirette a fornire al pubblico notizie circa le partecipazioni sociali erano numerose ed il quadro che ne risultava era caratterizzato dall'obiettivo di far acquisire alle autorità di controllo ed al mercato le informazioni circa l'assetto proprietario o, detto altrimenti, circa la struttura del potere economico sulle società quotate⁽⁹⁾.

Precisamente in siffatto contesto si sono collocati gli interventi in tema di patti di sindacato: in un primo momento è stata la stessa Consob a richiedere notizia dell'esistenza di sindacati di voto e di blocco. Il legislatore è intervenuto successivamente e con specifico riguardo solo ad alcuni settori dell'ordinamento (tra gli altri, ordinamento bancario, *insider trading*, intermediazione mobiliare, partecipazioni rilevanti, opa), perseguendo pur sempre l'obiettivo della pubblicità e della trasparenza dei patti⁽¹⁰⁾. La direttrice seguita è stata quindi quella di creare norme volte ad assicurare piena trasparenza dei patti quale elemento irrinunciabile per realizzare un corretto ed adeguato sistema di informazione societaria e del mercato.

⁽⁷⁾ A. PICCIAU, *Patti parasociali*, in P. MARCHETTI-L.A. BIANCHI (a cura di), *La disciplina delle società quotate nel Testo Unico della Finanza*, I, Milano, 1999, 822.

⁽⁸⁾ A. PICCIAU (nt. 7), 823.

⁽⁹⁾ L'art. 3, legge 216/1974 consentiva alla Consob il potere di richiedere alle società comunicazioni di dati e notizie nonché la pubblicazione di quelle necessarie per l'informazione del pubblico. Inoltre, ai sensi della disposizione di cui all'art. 17 della stessa legge, gli amministratori, i sindaci ed i direttori generali delle società per azioni quotate erano tenuti a dichiarare a Consob ed alla società le partecipazioni nella stessa o in controllate entro un breve termine dall'accettazione della nomina o dall'acquisto delle stesse. Infine gli artt. 5 e 5-bis della menzionata legge prescrivevano un obbligo di comunicazione delle partecipazioni rilevanti e delle successive variazioni delle medesime. In dottrina si è osservato che «*tale disciplina aveva lo scopo di fare conoscere chi fossero i principali soci delle società cui si riferiva la normativa; quale fosse l'effettiva consistenza delle partecipazioni di cui ciascuno di essi poteva disporre direttamente o indirettamente e quali fossero i mutamenti rilevanti nella composizione della compagine sociale*». Così A. PICCIAU (nt. 7) 824, nt. 3 e 4.

⁽¹⁰⁾ G.A. RESCIO, *I sindacati di voto*, in G.E. COLOMBO-G.B. PORTALE (a cura di), *Trattato delle società per azioni*, III, 1, Torino, 1994, 719.

La complessità della realtà economico-imprenditoriale e l'importanza che il mercato di borsa è venuto acquisendo negli ultimi anni hanno poi indotto il legislatore alla formulazione dell'attuale disciplina dei patti parasociali di cui al disposto dell'art. 122 Testo Unico della Finanza, che mira a «realizzare un ragionevole equilibrio tra l'esigenza di assicurare il necessario grado di contendibilità della proprietà e del potere e nello stesso tempo di non mortificare eccessivamente l'autonomia privata dei soci nel momento in cui permette di rendere più stabili sia le coalizioni di governo sia quelle di monitoraggio sulla conduzione delle imprese quotate attraverso la stipulazione di convenzioni parasociali»⁽¹¹⁾.

Il legislatore del 1998 ha così dimostrato di ritenere necessaria sia per il funzionamento del mercato regolamentato nel quale sono quotate le azioni, sia per un corretto esercizio del potere che quelle coalizioni attribuiscono nell'ambito della società, l'assoluta trasparenza delle stesse nei confronti sia del mercato sia dei soci. La disposizione di cui all'art. 122 T.U.F. ha quindi raccolto in sé tutti siffatti principi e la disciplina dei patti parasociali ha in tal modo posto in primo piano l'interesse del mercato ad un'informazione adeguata sui fatti di rilievo nella vita di una società quotata ed in particolare sugli assetti proprietari della stessa, e ne ha fatto oggetto principale di tutela⁽¹²⁾.

3. Ai sensi della disposizione di cui all'art. 122 T.U.F., i patti parasociali devono essere comunicati, pubblicati e resi accessibili al pubblico con adempimenti da effettuare entro un periodo di tempo normativamente predeterminato a decorrere dalla loro stipulazione. La stipulazione è infatti l'evento «al quale si ricollega l'osservanza dell'obbligo legale dell'informativa e che, al contempo, costituisce momento a partire dal quale decorrono i termini fissati [...] per l'adempimento degli obblighi medesimi»⁽¹³⁾.

Viene quindi data piena attuazione al principio della *trasparenza* sui patti parasociali quali strumenti idonei ad incidere sugli assetti proprietari delle società quotate, e si individuano diverse categorie di patti raggruppandoli in forza di due parametri: gli obblighi nascenti dal patto (vincolo di

(11) R. COSTI, *I patti parasociali*, in F. BONELLI-V. BUONOCORE-F. CORSI-R. COSTI-P. FERRO LUZZI-A. GAMBINO-G. JAEGER-A. PATRONI GRIFFI (a cura di), *La riforma delle società quotate*, Milano, 1998, 128.

(12) A. PICCIAU (nt. 7), 832.

(13) M. PINNARÒ, *I patti parasociali*, in A. PATRONI GRIFFI-M. SANDULLI-V. SANTORO (a cura di), *Intermediari finanziari mercati e società quotate*, Torino, 1999, 783.

voto, preventiva consultazione, limitazione al diritto di trasferimento degli strumenti finanziari) o gli effetti del patto (esercizio anche congiunto di un'influenza dominante).

La norma, peraltro, non definisce il concetto di patto parasociale in relazione al quale vi è l'obbligo di pubblicità: si tratta in ogni caso di tutti quegli accordi rilevanti in ordine alla trasparenza degli assetti proprietari della società quotata. «In altre parole, [...] i patti previsti dalla norma hanno importanza non in quanto rilevano genericamente sulla società, ma in quanto sono tassello essenziale per disvelare la struttura e le modalità della proprietà dell'ente sociale ed in generale del comando di esso»⁽¹⁴⁾.

Il Testo Unico prescrive quindi che la generalità sia edotta (nei modi, nelle forme e nei tempi stabiliti dall'art. 122, commi 1 e 2) della nascita, delle modifiche o della cessazione di un vincolo parasociale. Ed i fatti al ricorrere dei quali è riferito il sorgere di tali obblighi di informazione, pubblicazione e deposito (come precisato) sono la stipulazione di un patto parasociale, la modifica e/o il recesso dal medesimo. «La finalità precipua della disposizione è dunque quella di fare conoscere, di far sapere che il parasociale che abbia influenza o che interessi [...] una società con azioni quotate, non rimanga occulto e segreto tra le parti senza possibilità di eccezioni o di distinguo, salvo l'espresso caso di (eventuale) inapplicabilità sancito all'art. 124»⁽¹⁵⁾.

L'inderogabilità di tale obiettivo, che soddisfa le esigenze di tutela del risparmio, induce a ritenere che non sia giuridicamente appropriato scandire termini differenti ai fini dell'adempimento degli obblighi di pubblicità a seconda che si tratti di patti parasociali efficaci sin dal momento della stipulazione, o piuttosto di patti la cui efficacia risulti sospesa o differita, ad esempio in attesa di un'autorizzazione.

Il termine per l'effettuazione della comunicazione, pubblicazione e deposito decorre pertanto invariabilmente dalla stipulazione e non dal diverso momento in cui il rapporto acquisisca un'efficacia definitiva. Quand'anche il patto parasociale sia originariamente nullo, o comunque inidoneo a produrre gli effetti che gli sono propri, il momento della stipulazione resta determinante ai fini degli adempimenti pubblicitari di cui all'art. 122 T.U.F., anche per quanto attiene la produzione delle conseguenze sanzionatorie in caso di mancato adempimento. Diversamente la finalità della norma non verrebbe rispettata, lì ove l'organizzazione della disciplina è invece volta

(14) A. PICCIAU (nt. 7), 834.

(15) M. PINNARÒ (nt. 13), 783.

a rendere edotti del fatto della stipulazione attraverso adempimenti da eseguire in tempi perentoriamente fissati (16).

Quanto poi all'individuazione dei soggetti sui quali gravitano gli obblighi di pubblicità, si deve ritenere che ognuno degli stipulanti sia tenuto, in via solidale, all'adempimento, di talché l'adempimento dell'uno, realizzando l'interesse che la legge vuole soddisfare, libera anche gli altri (17).

Bene da ultimo rammentare che i patti parasociali sono soggetti a comunicazione, pubblicazione e deposito «in qualunque forma» essi siano stipulati. L'espressa dizione normativa sembra dunque consentire di ritenere che, ai fini dell'applicazione della speciale disciplina di cui all'art. 122 T.U.F., la forma con la quale viene manifestato il consenso dei paciscenti resta giuridicamente indifferente (18). Se ne inferisce che anche il patto parasociale stipulato oralmente o per fatti concludenti dovrà, comunque, essere reso pubblico nei modi, nelle forme e nei tempi predeterminati per legge. Del resto la normativa dettata dall'art. 122 T.U.F. «non ha la finalità di disegnare la fattispecie del patto parasociale legittimamente e validamente stipulabile, bensì quella di far rendere note le intese parasociali, in qualsiasi forma, appunto stipulate» (19).

L'interesse prevalente dell'ordinamento resta insomma quello che sia noto ed accessibile il contenuto degli accordi, sociali o parasociali, indipendentemente dalla forma che assumono, a tutela del mercato dei risparmiatori. Con l'inevitabile conseguenza, già esplicitata, che i patti che incidono sull'assetto societario, pur potendo essere stipulati in qualunque forma, ed anche conclusi oralmente o per fatti concludenti, sono soggetti agli adempimenti pubblicitari previsti dall'art. 122 T.U.F., posto proprio che «la forma con la quale viene manifestato il consenso è, (almeno) ai fini e per gli effetti della sottomissione alla speciale disciplina [...] sulla pubblicità, affatto indifferente» (20).

(16) Così M. PINNARÒ (nt. 13), 784 e nt. 29, secondo il quale «un argomento potrebbe rintracciarsi nel contenuto della lettera a) art. 109, comma 1 ("gli aderenti a un patto, anche nullo, previsto dall'art. 122"); nulla autorizza infatti a ritenere che il legislatore, quando ha voluto affermare la "indifferenza" ai fini della normativa del testo unico in materia di OPA, dell'invalidità dell'accordo parasociale, abbia voluto riferirsi solo alla nullità di cui all'art. 122, comma 3, e non abbia invece fatto più generale riferimento a qualsiasi patto parasociale, anche nullo in sé, ossia nullo per diritto comune. L'art. 115 assoggetta a doveri di comunicazione alla Consob, *inter alia*, coloro che partecipano a un patto previsto dall'art. 122. Anche in tal caso, non dovrebbe rilevare la eventuale invalidità del patto».

(17) M. PINNARÒ (nt. 13), 792.

(18) G. SANTONI, *Patti parasociali*, in G.F. CAMPOBASSO (a cura di), *Testo Unico della Finanza*, II, Torino, 2002, 1001.

(19) M. PINNARÒ (nt. 13), 787.

(20) M. PINNARÒ (nt. 13), 785.

4. Le considerazioni sin qui svolte consentono allora due ulteriori riflessioni. La prima attiene alla *ratio* sottesa alla disposizione di cui all'art. 122 T.U.F., che mira alla tutela del corretto funzionamento e della trasparenza del mercato. La dottrina ha infatti unanimemente osservato che «la disciplina della trasparenza dei patti parasociali non è funzionale alla tutela di specifici diritti soggettivi dei soci aderenti o di quelli estranei ai patti, e dunque alla tutela dei singoli investitori, quanto piuttosto è coerente con il più generale disegno di assicurare efficienza e trasparenza del mercato del controllo societario e del mercato dei capitali».

Detto in altri termini «non è dato individuare una particolare categoria di soggetti, e specificatamente i c.d. soci di minoranza, che si avvantaggerebbero della disciplina in esame, la quale ha invece come proprio effettivo obiettivo la tutela del mercato» (21).

La seconda riflessione attiene invece ai rapporti tra la disciplina dei patti parasociali e quella in tema di opa obbligatoria. La stipulazione del patto potrebbe infatti determinare l'insorgere (solidale) degli obblighi di offerta in capo agli aderenti al patto, ove siano al contempo soddisfatte le condizioni di cui all'art. 106 T.U.F. per il lancio dell'opa. Più in dettaglio, l'obbligo di opa, qualora si raggiunga una partecipazione pari ad almeno il 30% del capitale sociale, scaturisce comunque ed a prescindere dall'esplicita stipulazione del patto tra i soci che si sono accordati, in perfetto ossequio all'esposto principio della irrilevanza della forma di stipula. In questo senso, infatti, è stato scritto che «non si può [...] ritenere che l'acquisto "di concerto" non generi gli obblighi in discorso se non accompagnato dalla (espressa) stipulazione di uno di questi patti». Ed allora il problema diviene «quello della rilevanza di un comportamento che corrisponderebbe all'esecuzione di un patto ma senza stipulazione del patto medesimo»; problema che si sostanzia nella rilevanza di un patto o accordo "implicito".

Ebbene, la citata dottrina non manifesta alcun dubbio nell'attribuire rilievo anche al patto "implicito", poiché siffatta soluzione risulta «imposta dal rispetto delle finalità della legge». Ma «ci si può chiedere di più. E cioè se [...] si possa prescindere dalla formale "stipulazione" di un qualsiasi patto. Anche qui la risposta deve essere affermativa quando si sia in presenza di un concludente comportamento attuativo giacché è giustificato ipotizzare un accordo tacito e comunque non si può lasciare aperta una così facile via all'elusione. Anche qui la finalità legislativa deve prevalere, come

(21) G. SANTONI (nt. 18), 1003. Conf. A. PICCIAU (nt. 7), 832.

che si intenda l'espressione "in qualunque forma stipulati", usata nella definizione dei patti dai commi 1 e 5 dell'art. 122»⁽²²⁾.

In conclusione, si riconferma che l'obiettivo perseguito dal legislatore con la norma in oggetto è quello di assicurare «la trasparenza degli assetti proprietari e di fornire di essi una chiara e completa informazione al mercato»⁽²³⁾ ma ben si comprende che, essendo coloro che stipulano il patto parasociale sovente interessati a mantenerlo segreto, l'obiettivo perseguito dalla norma rimarrebbe lettera morta allorché il suo raggiungimento non fosse sostenuto da disposizioni a carattere sanzionatorio destinate a trovare applicazione per l'ipotesi di inadempimento degli obblighi pubblicitari del patto.

Il Testo Unico prevede pertanto la nullità del patto qualora non vengano adempiuti gli obblighi pubblicitari nei termini e modi previsti. È poi anche noto che, nell'ipotesi di omessa pubblicità dei patti parasociali la sanzione che colpisce il contratto sociale in quel suo particolare momento che è rappresentato dalla delibera assembleare, è la sospensione del diritto di voto inerente alle azioni quotate per le quali non sono stati adempiuti i menzionati obblighi.

In linea con le finalità e la *ratio* della norma, per escludere che nel lasso di tempo consentito per l'adempimento degli obblighi pubblicitari il voto possa essere esercitato, si è quindi prospettata la necessità di un'autonoma e specifica previsione di legge che sterilizzasse l'esercizio di quel voto altrimenti legittimamente esercitato (art. 122, comma 4, T.U.F.)⁽²⁴⁾.

5. La disposizione di cui all'art. 106 T.U.F., come già si è accennato, impone di promuovere un'offerta pubblica di acquisto sulla totalità delle azioni ordinarie di una società a «chiunque, a seguito di acquisti a titolo oneroso, venga a detenere una partecipazione superiore alla soglia del trenta per cento». La norma indica dunque una soglia fissa, in percentuale sul numero di azioni ordinarie emesse, fino alla quale gli acquisti sono liberi per gli investitori, ma il cui superamento fa sorgere un obbligo legale di proporre l'acquisto di tutte le azioni ordinarie appartenenti ad altri soci.

È opportuno sin da ora ricordare che l'offerta è obbligatoria per legge solo per le azioni quotate su un mercato regolamentato, non per quelle di

(22) G. OPO, *Patti parasociali*, in G. ALPA-F. CAPRIGLIONE (a cura di), *Commentario al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, II, Padova, 1998, 1140 e dottrina ivi citata.

(23) A. PICCIAU (nt. 7), 880.

(24) M. PINNARÒ (nt. 13), 823.

emittenti non quotati. «Ciò induce a trovare la giustificazione dell'offerta coattiva nel meccanismo del mercato, cioè nell'esigenza che esso sia trasparente e non scoraggi l'afflusso di ulteriore risparmio»⁽²⁵⁾. Il secondo comma della disposizione di cui all'art. 106 T.U.F. provvede altresì a pre-stabilire il criterio in forza del quale deve essere fissato il prezzo di acquisto delle azioni, che viene ad essere così predeterminato *ex lege* e che dunque non corrisponde al prezzo di mercato. Si tratta infatti di operare una media tra il prezzo medio di mercato degli ultimi dodici mesi ed il valore massimo che l'acquirente abbia pagato per l'acquisto di quei titoli⁽²⁶⁾.

Tanto premesso, sembra allora doveroso interrogarsi in ordine alle finalità proprie della disciplina dell'opa obbligatoria.

È frequente in dottrina poter leggere che le finalità proprie di siffatta disciplina sono sostanzialmente due: «la prima si rifà al principio di parità di trattamento in base al quale si dovrebbe assicurare a tutti gli azionisti il premio pagato da chi acquista il controllo; la seconda si fonda sull'esigenza di consentire a tutti gli azionisti di uscire dalla compagine sociale in caso di mutamento del controllo al prezzo di mercato precedente al trasferimento del controllo stesso»⁽²⁷⁾. Rispetto a siffatta affermazione si precisa poi che, se da un lato la disciplina dell'opa obbligatoria vale ad «assicurare le medesime condizioni a tutti i destinatari dell'offerta»; dall'altro, «quale strumento che garantisce l'uscita agli azionisti dissenzienti, si giustifica con l'esigenza di tutelare gli azionisti di minoranza da comportamenti del nuovo controllante mirati a depauperare il valore della società o a penalizzare i

(25) R. WEIGMANN, *Offerta pubblica di acquisto totalitaria*, in G.F. CAMPOBASSO (nt. 18), 914, il quale pure osserva che «il disegno di politica economica e legislativa sottostante ad una simile regola si comprende in uno scenario di mercato in cui dominano le c.d. *public companies*, ossia le società con un capitale di rischio frammentato tra un elevato numero di azionisti, fra i quali primeggiano gli investitori istituzionali, poco disposti ad intervenire sul merito della gestione delle imprese. Mancando in tali emittenti un socio di controllo, o di riferimento, che sorvegli dappresso la condotta degli amministratori in carica, questi ultimi potrebbero emanciparsi dalle direttive degli azionisti, finendo così per essere sostanzialmente liberi di intraprendere strategie aziendali meno redditizie, senza timore né di una revoca né di una mancata conferma. Quando la divaricazione fra gli obiettivi concretamente perseguiti dagli amministratori e quelli sperati dagli azionisti diventa eccessiva, calano in borsa le quotazioni, mentre cresce la tentazione, per qualche gruppo imprenditoriale rivale, di sostituirsi alla guida della società emittente per renderla più profittevole. L'offerta pubblica di acquisto costituisce dunque lo strumento più idoneo per ribaltare le posizioni di potere».

(26) Cfr. F. CANNELLA, *Offerta pubblica di acquisto totalitaria*, in P. MARCHETTI-L.A. BIANCHI (nt. 7), 324.

(27) G. CANNIZZARO, *Offerta pubblica di acquisto totalitaria*, in G. ALPA-F. CAPRIGLIONE (nt. 22), 982. Conf. L. LACAITA-V. NAPOLEONI, *Il testo unico dei mercati finanziari*, Milano, 1998, 107.

loro interessi ovvero, più semplicemente, con le mutate strategie gestionali del nuovo *management* che non incontrano il consenso di tutta la compagine sociale» (28).

Si comprende allora come la disciplina in esame abbia un'indubbia finalità di carattere informativo; rivolta cioè a rendere noto al mercato che è in atto un mutamento nell'assetto societario e a consentire a ciascun interessato l'adozione delle scelte ritenute più opportune: vendere le azioni ove in disaccordo con i nuovi acquirenti, conservarle in caso contrario. Ed infatti «il cambio dell'azionista di controllo può mutare la condizione dei consoci, che hanno effettuato un investimento sul mercato azionario fondando le loro aspettative economiche su un certo assetto proprietario e manageriale» (29).

Si profila così un'evidente intersezione tra le finalità dell'opa e la necessità di una corretta informazione del mercato, pure messa chiaramente in rilievo da parte della dottrina. Non si è infatti mancato di osservare che «il principio dell'obbligatorietà dell'opa è fondato sull'esigenza di tutelare gli investitori in titoli quotati sia per motivazioni giuridiche di equità del trattamento, sia per finalità economiche di sviluppo dei mercati. La disciplina dell'opa obbligatoria è, insomma, esplicitamente, una disciplina del mercato, come è comprovato dalla circostanza che essa riguarda ovunque le sole società quotate e che la sua introduzione sembra essere collegata [...] allo sviluppo del mercato mobiliare» (30).

Parimenti è stato posto in evidenza che la disciplina dell'opa è «tesa a privilegiarne le qualità in chiave di efficiente allocazione della proprietà e, in parallelo, di efficiente funzionamento del mercato. I due aspetti sono interagenti e costituiscono l'uno la premessa dell'altro. Sono questi gli obiettivi cui tendenzialmente aspira la disciplina delle offerte pubbliche [...]; obiettivi che, a loro volta, presuppongono in rapporto di mezzo a fine (come meta strumentale e intermedia) la parità di trattamento degli azionisti» (31).

Più precisamente, «la parità di trattamento richiede una procedura pubblica che assicuri a tutti gli azionisti, anche ai più "dispersi" e di-

(28) G. CANNIZZARO (nt. 27), 983.

(29) R. WEIGMANN (nt. 25), 913.

(30) F. CANNELLA (nt. 26), 326, che pure osserva (nt. 13) che «nella letteratura economica è frequente un'interpretazione della disciplina dell'offerta obbligatoria secondo la quale la protezione delle minoranze azionarie è solo l'obiettivo intermedio per conseguire il fine ultimo dello sviluppo del mercato borsistico».

(31) P.A. SPITALERI, *La disciplina delle offerte pubbliche*, in A. PATRONI GRIFFI-M. SANDULLI-V. SANTORO (nt. 13), 655.

stratti, un'attenta e qualificata informazione, per consentire loro di ponderare la reale portata dell'offerta e di valutare liberamente se aderirvi o meno, in base agli obiettivi di investimento di ciascuno». E allora «la parità di trattamento può essere letta principalmente, se non esclusivamente, come distribuzione anche alle minoranze del premio di controllo percepito dall'azionista di maggioranza. In realtà, tale distribuzione alimenta [...] la fiducia del pubblico dei risparmiatori verso un corretto funzionamento del mercato borsistico, corretto e tale da permettere pari opportunità per tutti i potenziali investitori» (32).

Né può negarsi che la fissazione di un prezzo *ex lege* per le azioni oggetto di opa, così come la stessa esistenza di un invito «generale» alla vendita di titoli, sono circostanze che determinano inevitabilmente un impatto non trascurabile sul mercato dei valori mobiliari.

D'altro canto, nemmeno può essere trascurato da un lato che (come pure già osservato) la disciplina dell'opa ha ad oggetto solamente titoli quotati (ossia immessi sul mercato); dall'altro (e soprattutto) che la Consob è chiamata ad esercitare una rilevante attività di controllo e regolamentazione. In altri termini, l'attuazione dell'opa è soggetta all'Autorità pubblica che, per definizione, vigila sul buon andamento e sulla trasparenza del mercato.

Ai sensi poi della disposizione di cui all'art. 109 T.U.F. sono solidalmente tenuti all'obbligo di lancio dell'opa, quando vengano a detenere, a seguito di acquisti a titolo oneroso effettuati anche da uno solo di essi, una partecipazione complessiva superiore al 30%: a) gli aderenti a un patto, anche nullo, previsto dall'art. 122; b) un soggetto e le società da esso controllate; c) le società sottoposte a comune controllo; d) una società e i suoi amministratori o direttori generali. Viene inoltre precisato al secondo comma che «l'obbligo di offerta pubblica sussiste in capo ai soggetti indicati nel comma 1, lettera a), anche quando gli acquisti sono stati effettuati nei dodici mesi precedenti la stipulazione del patto ovvero contestualmente alla stessa».

Il legislatore ha dunque indicato quattro ipotesi tipiche di azioni di concerto e per chi rientra in una di esse scatta l'obbligazione solidale di presentare un'offerta: obbligazione che, in forza degli accordi interni alla coalizione, ben può essere adempiuta da uno solo o da alcuni dei partecipanti

(32) P.A. SPITALERI (nt. 31), 656, che pure osserva (659) come «le discipline in essere nei vari paesi fanno perno precipuamente sui profili di trasparenza e di qualità dell'informazione, per agevolare un ricorso alle acquisizioni che non contrasti con il funzionamento del mercato e non costituisca un danno per la società "bersaglio"».

al concerto. E poiché «nel redigere la nuova normativa sulle offerte pubbliche d'acquisto obbligatorie, ci si è preoccupati che le regole fondate sul superamento delle soglie del 30% [...] non venissero eluse, frammentando le acquisizioni delle partecipazioni fra una molteplicità di soggetti, giuridicamente distinti ma economicamente coordinati in un disegno unitario»⁽³⁵⁾, è evidente che la finalità della disposizione è dunque quella di garantire il rispetto dell'obbligo di lancio dell'opa, evitando che lo stesso possa essere aggirato.

Di particolare interesse perciò la previsione di concerto prevista *sub a)* che sancisce l'obbligo di lancio dell'opa anche per gli aderenti ad un patto parasociale, anche se nullo (ove naturalmente detengano almeno il 30% del capitale sociale)⁽³⁴⁾.

6. L'esame sin qui condotto consente pertanto di riconfermare che l'oggetto di tutela delle disposizioni di cui agli artt. 122 e 106 T.U.F. è sostanzialmente identico a quello delle disposizioni di cui all'art. 2637 c.c. previgente e di cui all'attuale art. 185 T.U.F.: il regolare funzionamento del mercato, ravvisabile nella trasparenza e nella correttezza del mercato stesso, nella sua dimensione di tutela di natura pubblica.

Ribadita quindi l'identità di oggetto e di finalità di tutela, si deve procedere al secondo ordine di accertamenti, ossia a quello inteso a verificare la sussistenza di una condotta tipica di un'ipotesi di agiotaggio o di manipolazione del mercato nel caso di violazione delle norme del T.U.F.. Tanto la previgente disposizione di cui all'art. 2637 c.c. quanto quella attuale di cui all'art. 185 T.U.F. espressamente prevedono un'ipotesi di agiotaggio

⁽³⁵⁾ R. WEIGMANN, *Acquisti di concerto*, in G.F. CAMPOBASSO (nt. 18), 932.

⁽³⁴⁾ In proposito deve puntualizzarsi che «i patti nulli, ma rilevanti ai fini del concerto, possono essere certamente i patti scritti e non comunicati e/o non pubblicati e/o non depositati presso il registro delle imprese, come anche [...] i patti stipulati *verbis* e non assoggettati agli obblighi pubblicitari di cui all'art. 122, comma 1 [...] ove non si dovesse escludere che il patto parasociale [...] può sorgere anche attraverso comportamenti concludenti, si dovrebbe allora ritenere che un accordo così stipulato e, ovviamente, non assoggettato agli obblighi pubblicitari sia nullo ma rilevante *sub specie* di concerto» (P. MONTALENTI, *Opa: la nuova disciplina*, in *Banca borsa*, 1999, I, 155). La norma è dunque esplicita nel considerare rilevante il superamento della soglia quando gli aderenti al patto vengano a detenere «a seguito di acquisti a titolo oneroso effettuati anche da uno solo di essi» una partecipazione superiore al 30% delle azioni ordinarie di una società quotata. «Si tiene conto anche di eventuali azioni possedute ma non sindacate». Inoltre, per meglio definire i contorni di questa fattispecie, il secondo comma considera rilevanti anche gli acquisti effettuati in vista dell'accordo «presumendo che tali si debbano valutare tutti quelli eseguiti nei dodici mesi precedenti la stipulazione del patto ovvero contestualmente ad essa». Così R. WEIGMANN (nt. 33), 933.

c.d. manipolativo per la sussistenza di «altri artifici concretamente idonei a provocare una sensibile alterazione del prezzo di strumenti finanziari».

Nella vigenza della disposizione di cui all'art. 2637 c.c. (sotto questo profilo in nulla modificata) si era già osservato che con il termine «altri artifici» il legislatore aveva inteso individuare una condotta a valenza residuale, rispetto alle altre previste dalla norma, ed avendo con siffatto termine inteso indicare gli «atti o comportamenti dotati di capacità fraudolenta o di connotazione ingannatoria», desumibili come tali dalle modalità di realizzazione e dal contesto in cui vengano a collocarsi⁽³⁵⁾.

In particolare quanto dunque connota gli artifici è la loro potenzialità decettiva e, più in generale, come pure osservato, quanto qualifica la condotta del delitto di agiotaggio è «la dimensione ingannatoria»⁽³⁶⁾. Ciò che dunque vale a connotare il più generico ed indefinito concetto di «altro artificio» è l'idoneità decettiva ed ingannatoria, tesa ad influenzare l'altrui comportamento sul mercato.

Il concetto di artificio peraltro non postula la realizzazione di condotte oggettivamente ed intrinsecamente fraudolente, con ciò intendendosi precisare che ben può essere riferito anche a condotte di per sé lecite, ma che traggono il proprio carattere ingannatorio dal contesto nel quale si collocano o dalle modalità con le quali sono state realizzate. A buon diritto si è perciò avuto cura di precisare che «l'accostamento delle operazioni simulate agli "altri artifici" rende definitivamente chiaro che la connotazione fraudolenta può inerire alla condotta in sé ma può anche desumersi dal contesto in cui essa si è svolta o dalle sue modalità oggettive»⁽³⁷⁾.

Vero che la diffusione della notizia falsa, così come la realizzazione di operazioni simulate, deve essere concretamente idonea a provocare una sensibile alterazione del prezzo di strumenti finanziari. E vero che la qualifica «sensibile» è intesa proprio a meglio connotare il fatto in termini di offensività, poiché esclude «la rilevanza dei fatti di incerta qualificazione (ad esempio, semplici interventi sul mercato di stabilizzazione e sostegno

⁽³⁵⁾ E. MUSCO (nt. 1), 179; Id., *Diritto penale societario*, Milano, 1999, 332. In proposito, S. SEMINARA, *Agiotaggio su strumenti finanziari*, in G.F. CAMPOBASSO (a cura di), *Testo unico della finanza*, III, Torino, 2002, 1463.

⁽³⁶⁾ Cfr. nota precedente.

⁽³⁷⁾ S. SEMINARA (nt. 35), 1466, che pure osserva che «operazioni simulate sono infatti le compravendite di titoli con mutamento solo apparente di proprietario economico, mentre tra gli altri artifici rientrano senza difficoltà anche le operazioni contestuali contrapposte tese a creare la parvenza di un mercato attivo». Conf. L. DONATO-A. PORTOLANO, *Agiotaggio su strumenti finanziari*, in G. ALPA-F. CAPRIGLIONE, *Commentario al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, III, Padova, 1998, 1670.

delle quotazioni) » e contribuisce anche « ad arricchire il dolo dell'agente in ordine alle potenzialità lesive della condotta »⁽³⁸⁾.

Vero poi pure che l'idoneità dev'essere valutata analizzando la condotta nell'ambito delle concrete circostanze di tempo e di luogo entro le quali viene realizzata e vero altresì che la dottrina ha riconosciuto che, al fine di apprezzare la concreta idoneità della notizia a cagionare gli eventi appena descritti, deve essere altresì valutata anche la posizione, l'autorevolezza e l'attendibilità della fonte dalla quale la notizia proviene⁽³⁹⁾.

D'altra parte, non meno vero è che il requisito di idoneità consente di ravvisare nell'ipotesi criminosa in esame un reato di pericolo concreto; ciò che significa che ai fini della possibilità di riconoscimento di sussistenza dell'ipotesi di reato non è richiesto che la diffusione della notizia falsa o la realizzazione dell'operazione simulata abbiano effettivamente provocato un'alterazione del prezzo di strumenti finanziari od un affidamento del pubblico: è necessaria e sufficiente la loro potenziale capacità a provocare siffatto evento al momento di realizzazione della condotta costituita dagli « altri artifici ».

L'ipotesi di reato (proprio perché reato di pericolo) si realizza quindi nel momento in cui avviene la commissione degli altri artifici, se a quel momento è possibile valutare la loro idoneità a provocare una sensibile alterazione del prezzo di strumenti finanziari; e per l'integrazione dell'elemento soggettivo sono sufficienti la coscienza e volontà di porre in essere artifici, unitamente alla consapevolezza della loro idoneità a provocare una sensibile alterazione del prezzo degli strumenti finanziari.

7. Tanto premesso, ci si domanda allora se la violazione delle menzionate norme del Testo Unico, oltre ad importare l'applicazione delle sanzioni civili previste da quel testo normativo, sia altresì suscettibile di integrare quegli « altri artifici » che, ove concretamente idonei a provocare un'alterazione sensibile del prezzo di strumenti finanziari, costituiscono il fatto tipico del delitto di aggio.

(38) S. SEMINARA (nt. 35), 1466. È peraltro interessante osservare che i divieti previsti dalla direttiva comunitaria non si applicano alle negoziazioni su azioni proprie effettuati nell'ambito di programmi di « riacquisto di azioni proprie » e (per quanto qui di maggior interesse) alle operazioni di « stabilizzazione » di uno strumento finanziario, ma ciò alla condizione (e soltanto alla condizione) che siffatte negoziazioni si svolgano in conformità delle disposizioni di attuazione adottate per siffatto scopo (Direttiva 2003/6/CE, art. 8).

(39) E. MUSCO, *La società per azioni nella disciplina penalistica*, in G.E. COLOMBO-G. PORTALE (a cura di), *Trattato delle società per azioni*, Milano, IX, 1, 1994, 350; *Id.*, *Diritto penale societario* (nt. 35), 334; L. DONATO-A. PORTOLANO (nt. 37), 1672.

Si tratta cioè di comprendere se il mancato lancio di un'opa, pur a fronte del superamento della soglia del 30% del capitale sociale ordinario di una società *target*, da parte di uno o più soggetti uniti tra di loro da patti parasociali (ancorché non dichiarati), possa essere qualificato in termini di aggio o manipolazione del mercato.

Giova allora ricordare che il mendacio ed il silenzio hanno cittadinanza nell'area penale, come pure ha ben chiarito la giurisprudenza di legittimità consolidatasi in materia di truffa negoziale, allorché il soggetto che mente o tace ha l'obbligo giuridico di manifestare certe cose e di esporle tempestivamente in forma veritiera e completa. La giurisprudenza di legittimità ha infatti ben chiarito che l'artificio ed il raggio richiesti per la sussistenza del reato di truffa possono consistere anche nel silenzio maliziosamente serbato su alcune circostanze da parte di chi abbia il dovere di farle conoscere, e che la fonte del dovere di informazione può ben risiedere anche in una norma extrapenale⁽⁴⁰⁾, come appunto (nel caso di specie) l'art. 122 T.U.F. (o lo stesso combinato disposto di cui agli artt. 122-106 T.U.F.).

Il principio di natura più squisitamente penalistica è quello in forza del quale l'informazione debba rispondere a parametri, non solo di veridicità, ma anche di completezza. Censurabili, perciò, le omissioni di informazioni la cui comunicazione è imposta dalla legge e che si caratterizzano per il fatto di essere esercitate con modi idonei ad indurre in errore i destinatari in ordine alle situazioni la cui pubblicizzazione resti omessa. E qui l'inganno è al mercato: l'elusione della normativa realizzata con comportamenti tesi a dissimulare l'esistenza di un accordo che avrebbe dovuto essere reso pubblico, si sostanzia invero in un inganno dello stesso mercato. Le comunicazioni, dal canto loro, devono essere previste dalla legge (come per il caso dell'art. 122 T.U.F.) e, sempre ai fini della punibilità in sede penale, devono essere rilevanti, ossia concretamente idonee a provocare una sensibile alterazione del prezzo di strumenti finanziari.

In ragione di siffatta struttura normativa l'omissione informativa penalmente rilevante viene perciò ad essere quella che faccia riferimento ai contenuti prescritti dalla legge (il T.U.F.) e che dunque, con riferimento agli obblighi di comunicazione da questa previsti, consenta di evidenziare una forma di nascondimento rispetto alla quale il falso che ne conseguirebbe ricada su un contenuto informativo di qualche rilevanza, quali il vero assetto della proprietà; la necessità o meno di un'opa coattiva nella regolarità di meccanismo del mercato e nell'esigenza che esso sia trasparente. Quanto rileva è quindi (e nuovamente) l'attitudine ingannatoria e

(40) Cass. pen., Sez. II, 13 novembre 1997, n. 870, in *Cass. pen.*, 1999, 1140.

tale potendo essere riconosciuta anche quella che si annida nell'insidia di un'informazione che sia presentata come conforme agli *standards* di legge dal punto di vista qualitativo e quantitativo, ma che, nella realtà, non lo sia per l'aspetto di reticenza che concorre a qualificarla.

D'altra parte, anche sotto il secondo profilo e che pure concorre alla possibilità di riconoscere sussistente la condotta espressa dagli «altri artifici», ossia quello della capacità fraudolenta, va rilevato quanto segue.

Si pensi al caso delle offerte concorrenti, e dunque all'ipotesi che le azioni di una società *target* siano state fatte oggetto di un'offerta pubblica di acquisto (o di scambio) già lanciata ed autorizzata dall'Organo di Vigilanza. A fronte di un soggetto che dunque agisce nel rispetto della legge nonché dei limiti e delle condizioni autorizzative eventualmente imposte dall'Organo di Vigilanza, il mancato «disvelamento» di un'azione di «concerto» e l'inadempimento delle disposizioni di cui agli artt. 106-109 T.U.F. (ove la partecipazione complessiva raggruppata fosse superiore al 30% del capitale) da parte di altri soggetti pure interessati al controllo della medesima società bersaglio, determinerebbe la conseguenza che ad soggetto «virtuoso» si verrebbero a contrapporre soggetti «liberi» da obblighi in ragione proprio di una condotta (di elusione delle disposizioni di cui al combinato disposto di cui agli artt. 106 e 109 T.U.F.) e che perciò stesso si caratterizza per la sua connotazione di fraudolenza.

Né pare invero revocabile in dubbio che l'elusione delle disposizioni del T.U.F. sarebbe anche idonea a poter concretamente (e nuovamente) incidere sui prezzi e quindi a falsare la regolarità del mercato. Si intende infatti che se fosse aggirato il criterio che la disposizione di cui all'art. 106 T.U.F. prestabilisce al fine della fissazione del prezzo di acquisto delle azioni, lo stesso prezzo verrebbe determinato al di fuori e nel mancato rispetto di siffatto criterio normativamente stabilito.

D'altra parte, la stessa violazione della disposizione dell'art. 122 T.U.F. potrebbe essere posta in essere proprio per la finalità espressa dall'esigenza di eludere gli obblighi di cui al combinato disposto degli artt. 106-109 T.U.F. (a consentire cioè di potersi rendere inadempienti rispetto all'adempimento di quegli obblighi). La normativa indica invero una soglia fissa fino alla quale gli acquisti sono liberi per gli investitori, ma il cui superamento fa sorgere un obbligo legale di proporre l'acquisto di tutte le azioni ordinarie appartenenti ad altri soci, secondo i criteri ed i parametri di cui alla stessa normativa.

L'«intersezione» tra le finalità dell'opa e la necessità di una corretta informazione del mercato concorrerebbe perciò a disvelare e manifestare quella capacità fraudolenta pure idonea a concretizzare la condotta degli

«altri artifici», riconoscibile poi anche come concretamente idonea a provocare una sensibile alterazione del prezzo su strumenti finanziari, apparendo difficilmente negabile che la fissazione di un prezzo *ex lege* delle azioni oggetto di opa, così come la necessità di rispettare l'obbligo di lancio dell'opa allorquando si sia realizzata una partecipazione complessiva superiore al 30%, siano circostanze che inevitabilmente determinano un impatto non trascurabile sul mercato dei valori mobiliari.

La sussistenza di una connotazione ingannatoria e di una capacità fraudolenta sarebbero perciò anche suscettibili di prevenire l'obiezione di assenza dell'elemento soggettivo del reato che fosse espressa dall'affermazione in forza della quale argomentare che l'eventuale «concerto» non sarebbe inteso ad incidere sui prezzi delle azioni (magari, anzi, sperati bassi), ma alla possibilità del «rastrellamento» delle azioni stesse.

Un'azione di «concerto» già di per sé non può che postulare un accordo volontario e gli stessi concetti di «artifici», «inganni», «diffusione», «ordini di compravendita», sono tutte espressioni ed elementi che già di per sé si connotano per un obiettivo intenzionale.

Si riconferma così salvaguardata l'esigenza che un uso troppo spinto di forme di libertà negoziale possa comunque venire a costituire un ostacolo alla «sana» contendibilità del controllo societario e così riconfermandosi anche che il principio dell'obbligatorietà dell'opa è fondato sull'esigenza di tutelare gli investitori in titoli quotati sia per motivazioni giuridiche di equità del trattamento, sia per finalità economiche di «sviluppo» dei mercati. Una tutela «pubblica» intesa a preservare la regolarità dei meccanismi di mercato (determinazione dei prezzi e prevenzione di possibili fenomeni distorsivi) e la sua trasparenza.



UNIVERSITÀ
CATTOLICA
DEL SACRO CUORE



Sistema bibliotecario e documentale

my Libr@ry

→ BiblioCHAT → HOME → AIUTO → NUOVA RICERCA

Nuova ricerca
 Richiedi / Prenota
 Esporta
 Ritorna all'elenco
 Modifica la ricerca
 Records simili per soggetto
 Altra ricerca

Parole chiave di base: rivista delle società

Limita la ricerca alle copie disponibili

Forse cercavi rivista delle società? [Altro](#)

342 risultati trovati. Ordinati per rilevanza | data | titolo.

Visualizza Record:

Titolo Rivista delle società.

Pubblicazione Milano : Giuffrè, 1956-

Periodicità del seriale Bimestrale
corr.

Numerazione del seriale Anno 1, fasc. 1 (gen.-feb. 1956)-

Nota Affiancata dalla banca dati su CD-ROM con il titolo: **Rivista delle società**, che riproduce fedelmente i contenuti dell'edizione cartacea.

Soggetto Società (Diritto e economia) -- Periodici.
Economia -- Diritto -- Periodici.

Disponibile in altra forma: Rivista delle società (Online)

ISSN 0035-6018

More info

Per eventuali informazioni addizionali utilizza le seguenti risorse (oppure fai click sul bottone **MORE INFO**):
Cerca riferimenti per Rivista delle società. in Google Scholar

Ubicazione	Bibl. Scienze Giuridiche 4 p.- Milano
Posseduto	Vol. 1(1956)-, INDICI: v. 1/25(1956/1980).
Ultima annata in:	Sala riviste
Casella	MSP-U-1565
Collocazione	PER-MI-003620
Nota	Fino al 2008 posseduta anche copia in CD-ROM
Ultimi ricevimenti:	Novembre- Dicembre 2016 a.61 fasc.6
Ubicazione	Sala Giurisprudenza - Piacenza
Posseduto	Vol.1(1956)-vol.15(1970); vol.18(1973)-
Collocazione	PER-PC-2386
Nota	Alcune annate donate dal Prof. Luigi Mengoni.
Ultimi ricevimenti:	Gennaio- Febbraio 2016 v.61 no.1
Ubicazione	Deposito, Piano seminterrato - Cremona
Posseduto	Vol.25(1980)-vol.39(1994); vol.40,nn.1-5/6(1995); vol.41(1996); vol.42,nn.1-3,5/6(1997); vol.43(1998)-vol.44(1999); vol.45,nn.1-5(2000); indice dal 1992 al 1999.
Collocazione	PER-CR-DI.362.01
Nota	I fascicoli dal 1980 al 2000 sono stati donati dal centro studi della Cassa di Risparmio di Parma e Piacenza

Ubicazione	Collocazione	Stato	Note
Milano	PER-MI-003620 1973 a. 18	-	A RILEGARE
Milano	PER-MI-003620 1970 a. 15 [TOMO 2]	-	A RILEGARE
Milano	PER-MI-003620 1963 a. 8	-	A RILEGARE
Milano	PER-MI-003620 1962 a. 7 [TOMO 1]	-	A RILEGARE
Milano	PER-MI-003620 1956 a. 1 [TOMO 1]	-	A RILEGARE
Bibl. Scienze Giuridiche 4 p.- Milano	PER-MI-003620 2015 a. 60 [TOMO 2]	-	SCAFFALE APERTO - Consultazione in Loco
Bibl. Scienze Giuridiche 4 p.- Milano	PER-MI-003620 2015 a. 60 [TOMO 1]	-	SCAFFALE APERTO - Consultazione in Loco