

# LUISS



Dipartimento di Giurisprudenza

Cattedra di Diritto pubblico dell'economia

## *Il ne bis in idem* nella disciplina degli abusi di mercato

Prof. Carmine Di Noia

RELATORE

Prof. ssa Marcella Panucci

CORRELATORE

Federico Bruno – Matr. 138003

CANDIDATO

Anno Accademico 2019/2020

*A nonna Marta*

# Indice

Introduzione .....	1
Capitolo I: Gli abusi di mercato e la relativa regolamentazione.....	3
1. Asimmetrie informative e abusi di mercato.....	3
1.1 Le asimmetrie informative: un terreno fertile per gli abusi di mercato.....	3
1.2 Il quadro regolamentare: il doppio binario sanzionatorio.....	6
2. La regolamentazione degli abusi di mercato.....	11
2.1 È opportuna una regolamentazione dell' <i>insider trading</i> ? <i>Agency theories</i> e <i>market theories</i> .....	11
2.2 L'evoluzione della disciplina: dagli Stati Uniti all'Unione europea .....	16
Capitolo II: La disciplina comunitaria .....	22
1. Le prime Direttive in materia di abusi di mercato.....	22
1.1 La Direttiva 89/592/CEE .....	22
1.2 La Direttiva (UE) 6/2003 (MAD I) .....	24
2. La riforma del 2014.....	30
2.1 Considerazioni preliminari .....	30
2.2 Il Regolamento (UE) 596/2014 (MAR).....	32
2.3 La Direttiva (UE) 57/2014 (MAD II) .....	41
3. La disciplina dell'informazione privilegiata .....	49
3.1 La nozione di informazione privilegiata.....	49
3.2 L'obbligo di comunicazione e la disciplina del ritardo .....	52
Capitolo III: La disciplina nazionale.....	56
1. Il recepimento della disciplina comunitaria .....	56
2. Abuso di informazioni privilegiate .....	65
2.1 La fattispecie penale .....	65
2.2 La fattispecie amministrativa.....	72
3. La manipolazione del mercato .....	75
3.1 La fattispecie penale .....	75
3.2 La fattispecie amministrativa.....	81

4. Responsabilità degli enti .....	82
5. <i>Enforcement</i> .....	86
5.1 L'accertamento della CONSOB .....	86
5.2 Il procedimento sanzionatorio .....	90
5.3 Il rapporto tra procedimenti .....	96
Capitolo IV: Il <i>ne bis in idem</i> e le sue implicazioni .....	100
1. La nozione di <i>ne bis in idem</i> .....	100
1.1 Nel diritto interno .....	100
1.2 Nel diritto convenzionale.....	105
1.3 Nel diritto comunitario .....	108
2. Il <i>ne bis in idem</i> sostanziale e il <i>ne bis in idem</i> processuale .....	113
3. La giurisprudenza in materia di doppio binario sanzionatorio .....	119
3.1 I <i>criteria</i> della sentenza <i>Engel contro Paesi Bassi</i> .....	119
3.2 La sentenza <i>Grande Stevens e altri contro Italia</i> .....	124
3.3 La sentenza <i>A e B contro Norvegia</i> .....	131
3.4 Le sentenze della Corte di Giustizia C-524/15, C-537/16, C-596/16 e C-597/16.....	139
4. Possibili rimedi.....	153
4.1 <i>De lege lata</i> .....	153
4.2 <i>De lege ferenda</i> .....	156
Conclusioni .....	163
Bibliografia .....	167

## Introduzione

Il presente elaborato mette a fuoco la complessa questione della compatibilità tra il sistema italiano a doppio binario sanzionatorio in materia di abusi di mercato e la garanzia contenuta nel principio del *ne bis in idem*; un principio che, sebbene trovi riconoscimento a livello sovranazionale e internazionale, nel nostro ordinamento non gode di rilevanza costituzionale. La *vexata quaestio* oggetto di questo elaborato risulta essere di grande interesse poiché evidenzia profili di interferenza tra due branche del diritto che apparentemente possono sembrare molto distanti fra loro: da un lato, gli abusi di mercato che sono tra i più noti esempi di *white-collar crimes*; dall'altro, i diritti umani che, come dimostra la questione che ci si appresta ad esaminare, hanno un raggio di applicazione che non si limita a scenari drammatici in cui è in gioco la dignità umana ma che si estende fino a toccare materie, come il diritto dei mercati finanziari, che hanno poco da condividere con i suddetti drammatici scenari. Il comune denominatore, tuttavia, esiste e consiste nella violazione di principi giuridici dalla storia centenaria da parte dell'autorità che detiene il potere ai danni del singolo. Nel caso di specie, la presunta violazione del divieto di *double jeopardy* è da ricondurre alla predisposizione di due diverse sanzioni per la medesima condotta la quale, quindi, sarà anche oggetto di due distinti procedimenti.

L'elaborato è suddiviso in quattro capitoli. Il primo mira ad introdurre gli abusi di mercato sottolineandone il legame con il fenomeno delle asimmetrie informative, vero e proprio ostacolo all'efficiente allocazione del risparmio ma anche, in un certo senso, causa ed evento delle condotte illecite cui è rivolta l'attenzione; in seguito, ci si soffermerà sull'accesso dibattito scatenatosi intorno all'opportunità di una regolamentazione dell'*insider trading* e su come la regolamentazione, degli abusi di mercato in generale, si sia evoluta durante il secolo scorso. Il secondo capitolo ha ad oggetto la disciplina comunitaria degli abusi di mercato e dell'informazione privilegiata: lo scopo, in tal caso, è rintracciare i confini normativi disegnati dal MAR e dalla MAD II entro i quali i singoli Stati membri dispongono di spazio di manovra. Il terzo capitolo affronta il tema della disciplina nazionale, a partire dalla questione del tormentato recepimento dei provvedimenti comunitari, fino ad arrivare ad un esame delle norme che il nostro ordinamento ha formulato per disciplinare il rapporto tra i due binari sanzionatori, passando per un'analisi delle fattispecie, penali e amministrative, degli

abusi di mercato. Il quarto capitolo, infine, verte sul principio che molti ritengono leso dalla disciplina in materia di abusi di mercato: il *ne bis in idem*. La trattazione illustra le varianti esegetiche sviluppatesi intorno a detto principio e le loro potenziali implicazioni in materia di abusi di mercato; viene delineata, inoltre, una panoramica sullo stato del “diritto vivente” in materia di *ne bis in idem* per comprendere quale sia stato l’approccio della giurisprudenza ad una questione tanto spinosa.

L’obiettivo del presente elaborato, pertanto, è comprendere in che misura la disciplina degli abusi di mercato leda il principio del *ne bis in idem* attraverso un esame delle diverse fonti normative e della giurisprudenza in materia e, infine, pervenire ad una soluzione che possa contemperare sia le esigenze individuali di tutela, compromesse da sistemi sanzionatori eccessivamente onerosi, sia l’interesse degli ordinamenti nazionali e sovranazionali ad una repressione dissuasiva di condotte, quali gli abusi di mercato, nocive non solo per il corretto funzionamento del mercato e per la fiducia degli investitori, ma anche per quel bene tutelato dall’art. 47 della nostra Costituzione, il risparmio.

# Capitolo I: Gli abusi di mercato e la relativa regolamentazione

**Sommario:** 1. *Asimmetrie informative e abusi di mercato* - 1.1 *Le asimmetrie informative: un terreno fertile per gli abusi di mercato* - 1.2 *Il quadro regolamentare: il doppio binario sanzionatorio* - 2. *La regolamentazione degli abusi di mercato* - 2.1 *È opportuna una regolamentazione dell'insider trading? Agency theories e market theories* - 2.2 *L'evoluzione della disciplina: dagli Stati Uniti all'Unione europea*

## 1. Asimmetrie informative e abusi di mercato

### 1.1 Le asimmetrie informative: un terreno fertile per gli abusi di mercato

Il mercato di capitali è il luogo ove si realizza l'incontro tra domanda e offerta di investimenti finanziari e, di fatto, l'incontro tra emittenti alla ricerca di finanziamenti per lo svolgimento dell'attività d'impresa e investitori.

La storia dei mercati ha origini remote che risalgono al XVI secolo<sup>1</sup>. Ciò che non è cambiato è lo scopo: permettere l'incontro tra unità in *surplus* e unità in *deficit*. Le prime sono quei soggetti che hanno risorse finanziarie da offrire (per esempio, i nuclei familiari, i quali spendono sempre meno di quanto possiedono), le seconde sono invece quei soggetti che ne hanno necessità (come le imprese). All'interno del mercato finanziario, questo binomio si risolve nell'interazione tra società (anche) quotate e investitori: le prime soggetti in *deficit* alla ricerca di finanziamenti, i secondi soggetti in *surplus* che, in quanto tali, possono permettersi di rischiare le loro risorse sul mercato. Questo trasferimento di risorse da una parte all'altra permette di conseguire l'efficiente allocazione del risparmio, il quale si traduce in una crescita e in uno sviluppo dell'economia. Ciò perché il mercato di capitali è il presupposto di un'economia competitiva dove le imprese dispongono di ingenti capitali e contribuiscono a garantire un livello occupazionale alto e un equilibrio finanziario sistemico stabile. Tuttavia, il perseguimento dell'efficiente allocazione del risparmio è ostacolato da alcuni fenomeni che l'ordinamento ha tentato in diversi modi di contrastare: i costi di transazione, le diversità nelle preferenze e le asimmetrie informative<sup>2</sup>.

---

<sup>1</sup> Già nel XVI secolo, infatti, ad Anversa venne istituita quella che è considerata la prima Borsa valori al mondo: era un luogo di incontro per mercanti e banchieri che miravano a concludere i loro affari ma ben presto ben presto si iniziò a negoziare anche titoli di debito pubblico e quote di società per azioni.

<sup>2</sup> In tal senso, Andrea Perrone, *Il diritto del mercato di capitali*, Giuffrè, Milano, 2018, p. 7, afferma che “*nel mondo reale, tuttavia, il sistema finanziario si deve misurare con alcuni ostacoli che ne possono compromettere, anche in modo grave, il funzionamento. Tradizionalmente la scienza economica sintetizza tali ostacoli nei concetti di costi di transazione, asimmetrie informative e diversità nelle preferenze*”.

Queste ultime sono il fenomeno che più interessa da vicino l'argomento dell'elaborato, poiché è nella spaccatura creata dalle asimmetrie informative che si insinuano le condotte che più avanti verranno esaminate e che prendono il nome di abusi di mercato, ovvero l'abuso di informazioni privilegiate (*insider trading*) e la manipolazione del mercato.

L'asimmetria informativa si sostanzia in una distribuzione non uniforme, tra gli operatori economici, delle informazioni che circolano sul mercato: le unità in *deficit*, solitamente, godono di una superiorità informativa rispetto alle unità in *surplus*. Questo perché è chi riceve il finanziamento, ovvero l'unità in *deficit*, che gestisce le risorse economiche e monitora l'andamento dell'attività d'impresa: ciò gli consente di avere una posizione privilegiata nel momento della contrattazione. Il fenomeno delle asimmetrie informative non è senza conseguenze: c'è la possibilità che le unità in *surplus*, per difendersi, facciano ricorso ad un aumento del corrispettivo richiesto per chiudere l'operazione, favorendo inconsapevolmente le unità in *deficit* dotate di un vantaggio informativo. Un aumento del corrispettivo richiesto, infatti, darebbe solo un falso senso di sicurezza e renderebbe appetibile l'operazione solo a quelle unità in *deficit* che, godendo di una superiorità informativa, saranno le uniche disposte a concluderla (c.d. selezione avversa).

Altra conseguenza del fenomeno in esame sono le condotte di *moral hazard*, ovvero condotte opportunistiche che mirano a sfruttare quella disparità informativa che sussiste tra le due parti di un'operazione: in questo modo un'unità in *deficit* potrà ottenere risorse finanziarie che probabilmente non avrebbe mai ottenuto. Si pensi all'amministratore di una società sull'orlo del fallimento che convince un gruppo di risparmiatori a finanziare un progetto senza dichiarare l'effettiva situazione della stessa società: oltre a mettere in atto una condotta riprovevole dal punto di vista morale, l'amministratore determina anche una inefficiente allocazione del risparmio che, in questo caso, poteva essere destinato in maniera sicuramente più produttiva.

L'ordinamento ha predisposto diversi strumenti per mitigare le criticità derivanti dalle asimmetrie informative, tra cui gli obblighi informativi continui e periodici posti a carico degli emittenti. Per alcuni teorici, però, le asimmetrie informative sono ineliminabili<sup>3</sup>; per altri, addirittura, sono il vero motore del mercato in quanto proprio

---

<sup>3</sup> In proposito, Sergio Gillotta, *Trasparenza e riservatezza nella società quotata*, Giuffrè, Milano, 2012, p. 4, il quale dichiara che "il primo di questi elementi di vulnerabilità è quello dell'asimmetrica distribuzione dell'informazione rilevante per l'adozione di decisioni di investimento. Va subito sottolineato che l'esistenza di soggetti in possesso di un

la distribuzione non uniforme delle informazioni e la conseguente incapacità di alcuni operatori economici in *deficit* informativo di prevedere le fluttuazioni dei prezzi degli strumenti finanziari rappresenterebbero i fattori che alimentano la propensione all'investimento e incrementano la quantità delle transazioni<sup>4</sup>.

L'informazione, dunque, ricopre un ruolo cruciale all'interno del mercato in quanto i flussi informativi dettano la curva della domanda e dell'offerta dei prodotti finanziari e, in questo modo, ne influenzano anche il prezzo: in breve, il *pricing* di un prodotto è il risultato delle informazioni circolanti sul mercato<sup>5</sup>. Se un'informazione di carattere politico o economico o anche riguardante l'emittente e i suoi prodotti genera negli investitori una fiducia e un'aspettativa di rendimento nei confronti di quell'emittente o dei suoi prodotti, allora la domanda per gli stessi aumenterà e, di conseguenza, aumenterà anche il loro prezzo.

Ora immaginiamo un mercato privo di asimmetrie informative dove tutti gli operatori economici dispongono delle stesse informazioni: in un'ipotesi del genere, le transazioni probabilmente diminuirebbero drasticamente fino ad azzerarsi poiché la parità informativa indirizza tutti i soggetti verso un'unica direzione - comprare o vendere - mentre la conclusione di un'operazione presuppone due ordini di senso opposto. Ci si troverebbe in una situazione di stallo, in un'*impasse*, poiché la simmetria informativa riduce la propensione al rischio, elemento ineliminabile in ogni tipo di investimento. Con un argomento *a contrario* viene, quindi, dimostrata la validità della teoria che vede nelle asimmetrie informative un fenomeno che incoraggia e stimola gli scambi di mercato.

Le due visioni opposte del fenomeno delle asimmetrie informative potrebbero essere conciliate attraverso una sottile distinzione: a parere di chi scrive, infatti, vanno distinte le asimmetrie informative "lecite" da quelle "illecite". Le prime sono quelle asimmetrie

---

*patrimonio conoscitivo superiore rispetto a quello degli altri operatori – che attribuisca loro maggiore capacità predittiva e quindi un vantaggio competitivo – è un dato comune a ogni mercato”.*

<sup>4</sup> Eric Engle, *Insider trading in U.S. and E.U. law: a comparison*, European Business Law Review, 2010, p. 5, in proposito, afferma che sarebbe un'utopia aspettarsi che l'informazione sul mercato sia "simmetrica": "*Inside information is just one more example of the type of information asymmetry that is endemic to market transactions and in fact the very reason that market transactions occur at all*".

<sup>5</sup> L'ipotesi dell'efficienza informativa del mercato di capitali secondo la quale un mercato è efficiente in senso informativo quando i prezzi riflettono le informazioni che circolano. Eugene Fama, premio Nobel per l'economia nel 2013, ha ipotizzato tre tipi di efficienza informativa: 1) un'efficienza informativa in forma debole: quando i prezzi degli strumenti finanziari riflettono tutta l'informazione contenuta nella serie storica dei prezzi stessi; 2) un'efficienza informativa in forma semi-forte: quando i prezzi degli strumenti finanziari riflettono tutta l'informazione contenuta nella serie storica dei prezzi stessi più qualunque altra informazione di dominio pubblico; 3) un'efficienza informativa in forma forte: quando i prezzi degli strumenti finanziari riflettono tutta l'informazione della loro serie storica, le informazioni di dominio pubblico nonché quelle di natura privata o privilegiata.

generate da una diversa capacità di analisi delle informazioni da parte dei soggetti di un'operazione: chi ha una capacità di analisi delle informazioni circolanti superiore alla sua controparte, avrà una superiorità informativa al momento della contrattazione che lo porrà in una posizione di vantaggio del tutto lecita. Le seconde invece, sono asimmetrie generate da una superiorità informativa di una delle due parti, dovuta non ad una superiore capacità di analisi e valutazione delle informazioni ma al ruolo ricoperto all'interno di un emittente – nel caso dell'abuso di informazioni privilegiate – o alla realizzazione di una condotta manipolativa che ha fuorviato la controparte – nel caso della manipolazione del mercato. La differenza tra le due tipologie di asimmetria risiede nel fatto che, nel primo caso, l'informazione è disponibile a tutti, è necessario solo saperla scovare e valutare; nella seconda ipotesi, invece, l'informazione non è di dominio pubblico o, peggio, è falsa e ciò consente a chi conosce l'informazione o la sua reale natura di ottenere un vantaggio informativo che nessun altro operatore può avere nei confronti della propria controparte<sup>6</sup>. In breve, l'asimmetria informativa “lecita” muove il mercato, quella “illecita” lo danneggia perché provoca negli investitori un sentimento di sfiducia. È proprio nella disparità creata dalle asimmetrie informative “illecite” che si insinuano gli abusi di mercato che, in un caso, sfruttano la non-conoscenza altrui, nell'altro, inoculano false informazioni inquinando il patrimonio informativo del pubblico.

## 1.2 Il quadro regolamentare: il doppio binario sanzionatorio

Un illuminante paragone tra il funzionamento dei mercati e quello delle corse tra cavalli associa l'abuso di informazioni privilegiate alla “soffiata” sul cavallo vincente e la manipolazione del mercato alla corsa truccata<sup>7</sup>. In entrambi i casi è messa a rischio l'integrità della gara: allo stesso modo, gli abusi di mercato mettono a rischio l'integrità del mercato. Per questo motivo le due fattispecie sono disciplinate in ambito nazionale dal decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58<sup>8</sup> (d'ora in avanti TUF) e in ambito comunitario dal Regolamento (UE) 596/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 16 aprile 2014, relativo agli abusi di mercato e che abroga la Direttiva 2003/6/CE del Parlamento europeo e del Consiglio e le Direttive 2003/124/CE, 2003/125/CE e

---

<sup>6</sup> La superiorità informativa è, quindi, sfruttabile a patto che sia ottenuta lecitamente: a dover fare la differenza deve essere la capacità di analisi delle informazioni circolanti sul mercato e non, invece, il ruolo ricoperto dal singolo *trader* che concluderà operazioni abusando della non-conoscenza altrui.

<sup>7</sup> Dalla pagina web della CONSOB: <http://www.consob.it/web/investor-education/mercati-finanziari>.

<sup>8</sup> Pubblicato in G.U. del 26 marzo 1998.

2004/72/CE della Commissione (d'ora in avanti MAR) e dalla Direttiva (UE) 57/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 16 aprile 2014, relativa alle sanzioni penali in caso di abusi di mercato (d'ora in avanti MAD II), recepiti nel nostro ordinamento solo parzialmente in quanto il decreto legislativo 10 agosto 2018, n. 107<sup>9</sup> ha adeguato la normativa nazionale solo alle disposizioni del Regolamento lasciando inattuata, invece, la Direttiva<sup>10</sup>. I suddetti provvedimenti evidenziano, nei rispettivi *considerando*, quali sono i beni giuridici meritevoli di tutela e per i quali gli abusi di mercato rappresentano una minaccia: il *considerando* 2 del MAR e il *considerando* 1 della MAD II dichiarano che “*il regolare funzionamento dei mercati e la fiducia del pubblico nei mercati costituiscono fattori essenziali di crescita e di benessere economico. Gli abusi di mercato ledono l'integrità dei mercati finanziari e compromettono la fiducia del pubblico nei valori mobiliari e negli strumenti derivati*”<sup>11</sup>.

Da un lato, infatti, le condotte di *insider trading* e manipolazione del mercato riducono la fiducia degli investitori, i quali, lesi nel loro interesse ad avere un'informazione corretta e completa, contribuiscono ad aumentare i costi di transazione, ovvero i costi che le parti devono sopportare per realizzare lo scambio, compromettendo la liquidità del mercato stesso. Dall'altro, condizionano anche il corretto funzionamento del mercato e, quindi, la sua integrità: in particolare, la manipolazione del mercato, alterando il prezzo degli strumenti finanziari, fuorvia gli investitori e ostacola la realizzazione della c.d. efficienza informativa del mercato; mentre l'abuso di informazioni privilegiate, oltre a ledere il principio di parità informativa<sup>12</sup>, si sostanzia in uno sfruttamento di informazioni non-pubbliche che provoca una distorsione tra formazione dei prezzi e informazioni disponibili.

Il regolare funzionamento del mercato ovvero l'integrità dello stesso e la fiducia degli investitori sono, quindi, i beni giuridici che hanno meritato una tutela su due piani: uno penale e uno amministrativo. Il TUF, infatti, nella Parte V, Titolo I-*bis*, punisce gli abusi di mercato con un apparato sanzionatorio bifronte introdotto per conformarsi alle

---

<sup>9</sup> Pubblicato in G.U. n. 214 del 14 settembre 2018.

<sup>10</sup> Motivo per il quale la Commissione ha avviato una procedura di infrazione nei confronti dell'Italia, la n. 2130 del 2019.

<sup>11</sup> *Considerando* 1 della Direttiva (UE) 57/2014 e *considerando* 2 del Regolamento (UE) 596/2014.

<sup>12</sup> Il *considerando* 23, Regolamento (UE) 596/2014, infatti, recita: “*Quando una persona fisica o giuridica che detiene informazioni privilegiate acquisisce o cede, o tenta di acquisire o cedere, per conto proprio o per conto di terzi, direttamente o indirettamente, strumenti finanziari cui le informazioni si riferiscono, dovrebbe essere implicito che tale persona abbia utilizzato tali informazioni. Tale presunzione non pregiudica i diritti della difesa. La questione di sapere se una persona abbia violato il divieto di abuso di informazioni privilegiate o tentato di abusare di informazioni privilegiate dovrebbe essere analizzata alla luce della finalità del presente regolamento, che è quella di tutelare l'integrità del mercato finanziario e rafforzare la fiducia degli investitori, la quale si fonda, a sua volta, sulla garanzia che gli investitori siano posti su un piano di parità e tutelati dall'abuso di informazioni privilegiate*”.

indicazioni comunitarie. Se, in un primo momento, la Direttiva (UE) 6/2003 del Parlamento europeo e del Consiglio del 28 gennaio 2003 relativa all'abuso di informazioni privilegiate e alla manipolazione del mercato (d'ora in avanti MAD I) aveva ritenuto sufficienti misure di carattere amministrativo “*fatto salvo il diritto degli Stati membri di imporre sanzioni penali*”<sup>13</sup> e aveva incaricato ogni Stato membro di designare un'autorità amministrativa competente a vigilare “*fatte salve le competenze delle autorità giudiziarie*”<sup>14</sup>, in seguito alla crisi del 2007/2008 e al progetto di riforma de Larosière, che sottolineava la necessità di sanzioni omogenee, severe e dissuasive, si è ritenuto opportuno modificare il quadro normativo<sup>15</sup>. La MAD I manifestava la volontà delle istituzioni europee di avvalersi di un modello repressivo di tipo amministrativo, soprattutto per ragioni pratiche in quanto “*così facendo era possibile concentrare in unico soggetto – le Autorità amministrative di vigilanza sul mercato – i compiti di vigilanza e repressione*”<sup>16</sup>; tuttavia il provvedimento lasciava ampia discrezionalità agli Stati membri nel sanzionare condotte nocive per l'intero sistema finanziario e il risultato è stato un insieme di normative interne eterogenee e scarsamente deterrenti. Come recita il *considerando* 4 della MAD II, infatti, con riferimento alla previgente disciplina, “*è emerso che non tutte le autorità nazionali competenti disponevano dei poteri necessari per rispondere agli abusi di mercato con le sanzioni appropriate*”.

Consiglio e Parlamento europeo, considerati i non performanti risultati della MAD I, hanno optato per l'adozione di due distinti provvedimenti: un Regolamento, per sua natura direttamente applicabile in tutti gli Stati membri e, per questo, ideale per armonizzare la disciplina amministrativa e per imporre sanzioni amministrative

---

<sup>13</sup> Art. 14, co. 1, Direttiva (UE) 6/2003: “*Fatto salvo il diritto degli Stati membri di imporre sanzioni penali, gli Stati membri sono tenuti a garantire, conformemente al loro ordinamento nazionale, che possano essere adottate le opportune misure o irrogate le opportune sanzioni amministrative a carico delle persone responsabili del mancato rispetto delle disposizioni adottate in attuazione della presente direttiva. Gli stati membri sono tenuti a garantire che tali misure siano efficaci, proporzionate e dissuasive*”.

<sup>14</sup> Art. 11, co. 1, Direttiva (UE) 6/2003: “*Fatte salve le competenze delle autorità giudiziarie, ogni Stato membro designa un'unica autorità amministrativa competente a vigilare sull'applicazione delle disposizioni adottate ai sensi della presente direttiva*”.

<sup>15</sup> Come recita il *considerando* 3, Regolamento (UE) 596/2014: “*La direttiva (UE) 6/2003 del Parlamento europeo e del Consiglio ha completato e aggiornato il quadro giuridico dell'Unione a tutela dell'integrità del mercato. Tuttavia, in considerazione degli sviluppi legislativi, tecnologici e di mercato intervenuti dall'entrata in vigore di tale direttiva, che hanno comportato cambiamenti notevoli nel panorama finanziario, è ormai necessario sostituire la direttiva in questione. Occorre pertanto un nuovo strumento legislativo per garantire regole uniformi e chiarezza dei concetti di base nonché un testo normativo unico in linea con le conclusioni della relazione del 25 febbraio 2009 del gruppo di esperti ad alto livello sulla vigilanza finanziaria dell'Unione europea, presieduto da Jacques de Larosière (<<gruppo de Larosière>>)*”.

<sup>16</sup> Carlotta Brusegan, *Nuove frontiere in materia di insider trading: verso una regolamentazione europea omogenea?*, per Archivio Penale, 2015, p. 2.

omogenee ed effettive; e una Direttiva che, deputata ad assolvere la funzione deterrente, ha imposto agli Stati membri l'adozione di sanzioni penali minime: il *considerando* 6 della MAD II, infatti, ritiene “*essenziale rafforzare il rispetto delle norme sugli abusi di mercato istituendo sanzioni penali, che dimostrino una forma più forte di disapprovazione sociale rispetto alle sanzioni amministrative*”.

Il MAR e la MAD II, quindi, hanno obbligato a ridisegnare il doppio binario sanzionatorio in materia di abusi di mercato, introdotto precedentemente dalla legge 18 aprile 2005, n. 62<sup>17</sup> (legge comunitaria 2004) che aveva recepito la MAD I e che ha inserito nel TUF gli illeciti amministrativi di cui agli artt. 187-*bis* e 187-*ter* accanto alle preesistenti fattispecie penali. Il MAR e la MAD II hanno tentato, pertanto, di coordinare i due binari sanzionatori, in modo da garantire sia la funzione deterrente, assolta dalle sanzioni penali, sia quella general-preventiva, tipica delle sanzioni amministrative, caratterizzate, inoltre, dalla celerità con cui vengono irrogate.

Molti, tuttavia, si interrogano sulla liceità di un simile sistema sanzionatorio e su un ipotetico conflitto con alcune garanzie processuali tra le quali quella del divieto di un doppio giudizio garantita dal principio del *ne bis in idem* che le fonti normative europee si raccomandano di non violare (*considerando* 23<sup>18</sup> e 27<sup>19</sup> della MAD II), soprattutto in considerazione della sentenza resa dalla Corte Europea dei Diritti dell'Uomo sul caso *Grande Stevens e altri contro Italia*<sup>20</sup>: la richiamata sentenza ha qualificato le sanzioni amministrative a carico dei responsabili di manipolazione del mercato come “*sostanzialmente penali*” e ne ha ravvisato la piena sovrapponibilità alle sanzioni penali sia sul piano della tipicità - nel senso che i due tipi di sanzione sono previsti per la medesima condotta - sia sul piano del bene giuridico tutelato - ovvero il corretto funzionamento del mercato – sia, infine, sul piano dell'obiettivo perseguito, che è la repressione degli abusi di mercato. Tale orientamento ha, poi, ricevuto una battuta d'arresto e la giurisprudenza è tornata in parte sui suoi passi aprendo alla possibilità di un *bis in idem*, ovvero di una doppia risposta sanzionatoria per lo stesso fatto storico, a

---

<sup>17</sup> Pubblicata in G.U. n. 96 del 27 aprile 2005.

<sup>18</sup> *Considerando* 23, Direttiva (UE) 57/2014: “*Nell'applicare la normativa nazionale di recepimento della presente direttiva, gli Stati membri dovrebbero garantire che l'irrogazione di sanzioni penali per i reati ai sensi della presente direttiva e di sanzioni amministrative ai sensi del regolamento (UE) 596/2014 non violi il principio del ne bis in idem*”.

<sup>19</sup> *Considerando* 27, Direttiva (UE) 57/2014: “*La presente direttiva rispetta i diritti fondamentali e osserva i principi sanciti nella Carta dei diritti fondamentali dell'Unione europea (la Carta), quali riconosciuti nel TUE. In particolare, dovrebbe essere applicata con il dovuto rispetto del diritto alla protezione dei dati personali (articolo 8), della libertà di espressione e di informazione (articolo 11), della libertà d'impresa (articolo 16), del diritto a un ricorso effettivo e a un giudice imparziale (articolo 47), della presunzione di innocenza e dei diritti della difesa (articolo 48), dei principi della legalità e della proporzionalità dei reati e delle pene (articolo 49), e del diritto di non essere giudicato o punito due volte in procedimenti penali e per lo stesso reato (articolo 50)*”.

<sup>20</sup> Corte EDU, sez. II, 4 marzo 2014, ricorso n. 18640/10.

determinate condizioni tra le quali la proporzionalità della complessiva risposta sanzionatoria<sup>21</sup>. Il quadro giurisprudenziale risulta, per certi versi, contraddittorio.

È certo, però, che siamo di fronte ad una normativa che sfrutta le sanzioni amministrative in modo atipico: l'eccessiva severità delle disposizioni sanzionatorie amministrative si presta bene ad assolvere quella finalità deterrente che i legislatori europei hanno voluto conferire alla disciplina e che solitamente viene assolta esclusivamente dalle sanzioni penali. Ecco perché anche la garanzia processuale della proporzionalità del trattamento sanzionatorio manifesta profili di conflitto con la disciplina in esame: il cumulo di sanzioni, infatti, non rispettando il *ne bis in idem*, sembra violare anche quel principio di proporzionalità della pena la quale deve essere commisurata alla gravità dell'offesa giuridica perpetrata. Il rischio di violare un principio di rango costituzionale<sup>22</sup> ha spinto il legislatore ad introdurre nel TUF l'art 187-terdecies con lo scopo di temperare il doppio binario sanzionatorio in materia di abusi di mercato. Tuttavia, la disposizione stenta ad ottenere la tanto ambita proporzionalità in quanto, come si vedrà, una vera e propria compensazione tra le due sanzioni, quella penale e quella amministrativa, vi è solo qualora entrambe siano di natura pecuniaria; nel caso dell'irrogazione di una sanzione detentiva, è prescritto all'autorità chiamata a decidere per seconda semplicemente di “*tenere conto*” delle sanzioni già irrogate, lasciando, di fatto, ai giudici una valutazione discrezionale sul complessivo *quantum* sanzionatorio e sulla sua proporzionalità alla condotta illecita. Ci si interroga, quindi, sulla compatibilità di un simile apparato sanzionatorio con i principi giuridici del *ne bis in idem* e della proporzionalità della pena, le cui garanzie sono un obbligo sottoscritto dal nostro ordinamento sia a livello nazionale, sia a livello comunitario e convenzionale. Le fonti comunitarie, oltre a raccomandarsi di non violare

---

<sup>21</sup> Emblematico, in tal senso, è il caso *A e B contro Norvegia* (Corte EDU, Grande camera, 15 novembre 2016, ricorsi nn. 24130/11 e 29758/11).

<sup>22</sup> “Secondo la costante giurisprudenza di questa Corte, la determinazione del trattamento sanzionatorio per i fatti previsti come reato è riservato alla discrezionalità del legislatore, in conformità a quanto stabilito dall'art. 25, secondo comma, Cost.; tuttavia, tale discrezionalità incontra il proprio limite nella manifesta irragionevolezza delle scelte legislative, limite che – in subiecta materia – è superato allorché le pene comminate appaiano manifestamente sproporzionate rispetto alla gravità del fatto previsto quale reato. In tal caso, si profila infatti una violazione congiunta degli artt. 3 e 27 Cost., giacché una pena non proporzionata alla gravità del fatto (e non percepita come tale dal condannato) si risolve in un ostacolo alla sua funzione rieducativa (ex multis, sentenze n. 236 del 2016, n. 68 del 2012 e n. 341 del 1994)” (Corte Cost., 5 dicembre 2018, n. 22).

il *ne bis in idem*, nei considerando 10<sup>23</sup>, 11<sup>24</sup> e 12<sup>25</sup> della MAD II sembrano suggerire come evitare una simile violazione; tuttavia, le disposizioni ivi contenute sono di difficile esecuzione in quanto i criteri sui quali si consiglia di fare affidamento per distinguere la fattispecie penale da quella amministrativa e, quindi, evitare la doppia sanzione per la stessa condotta, risultano essere vaghi e poco concreti.

In molti sostengono che l'integrità del mercato e la fiducia degli investitori siano beni giuridici meritevoli di una tutela così elevata tale da giustificare il doppio binario sanzionatorio; altri invece, soprattutto agli albori della regolamentazione del fenomeno, hanno messo in discussione la necessità di una regolamentazione degli abusi di mercato, in particolare dell'*insider trading*.

## 2. La regolamentazione degli abusi di mercato

### 2.1 È opportuna una regolamentazione dell'*insider trading*? *Agency theories* e *market theories*

Con l'espressione "abusi di mercato" si intendono le fattispecie di abuso di informazioni privilegiate e di manipolazione del mercato, che nell'ordinamento statunitense vengono punite dalla stessa norma, la *rule 10b-5* del *Securities Exchange act* del 1934. La *ratio* della scelta di punire le due condotte con la stessa norma è comprensibile: infatti, sebbene con modalità diverse, le condotte in questione impediscono che il mercato fluisca in modo naturale e faccia il suo corso senza condizionamenti esterni; in breve, minano l'integrità del mercato. L'ordinamento statunitense ha, quindi, raggruppato le due fattispecie sotto un'unica norma configurando una fattispecie aperta: non c'è differenza tra le modalità con le quali viene commesso l'illecito, ciò che rileva è l'idoneità della condotta a provocare una determinata conseguenza che, in tal caso, consiste nell'ostacolare il corretto funzionamento del mercato.

---

<sup>23</sup> Considerando 10, Direttiva (UE) 57/2014: "Agli Stati membri dovrebbe essere imposto di considerare come reati almeno i casi gravi di abuso di informazioni privilegiate, di manipolazione del mercato e di comunicazione illecita di informazioni privilegiate, quando sono commessi dolosamente".

<sup>24</sup> Considerando 11, Direttiva (UE) 57/2014: "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".

<sup>25</sup> Considerando 12, Direttiva (UE) 57/2014: "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, ovvero l'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 l'autorità di vigilanza o di regolamentazione".

In Europa, invece, si è preferito configurare due illeciti diversi. Questo perché, sebbene in entrambi i casi i beni giuridici meritevoli di tutela siano il corretto funzionamento del mercato e la fiducia degli investitori, il disvalore della manipolazione del mercato non è il medesimo di quello dell'abuso di informazioni privilegiate: il primo consiste nell'ostacolare la regolare formazione dei prezzi, mentre il secondo determina la compromissione del principio di parità informativa al quale deve essere improntato il mercato. La manipolazione del mercato è una condotta che evidentemente danneggia il mercato e ne ostacola il funzionamento; l'abuso di informazioni privilegiate, invece, è separato dalla "legalità" da un confine molto sottile: infatti, chiunque operi sul mercato lo fa sulla base delle informazioni che riesce a raccogliere. Nel caso dell'*insider trading*, però, l'informazione alla base dell'operazione è privilegiata e, pertanto, non-pubblica. Il sottile confine che separa l'abuso di informazioni privilegiate dalla relativa condotta lecita è, quindi, proprio la natura privilegiata dell'informazione che conferisce all'*insider* un indebito vantaggio.

Proprio questo confine sottile ha suscitato l'interesse di parte della dottrina, per lo più statunitense, e l'ha spinta ad elaborare teorie a favore di una deregolamentazione dell'illecito sostenendo che la condotta in questione possa avere dei risvolti positivi. Possiamo suddividere le teorie a favore della deregolamentazione dell'illecito in *agency theories* e *market theories*<sup>26</sup>: le prime esaminano gli effetti di una deregolamentazione nei rapporti tra *insider* e azionista, le seconde considerano gli effetti che il fenomeno, qualora deregolamentato, potrebbe avere sul mercato.

Le *agency theories* si occupano di verificare gli effetti di un'eventuale deregolamentazione dell'*insider trading* sugli *agency problems* che caratterizzano il rapporto tra manager e azionista. La disomogenea distribuzione delle informazioni a favore del manager, più vicino al *core* societario, impone all'azionista dei costi per controllare l'operato del manager ed evitare che agisca in conflitto di interessi: i c.d. *agency costs*. Conflitto di interesse e *agency costs* sono tra loro in rapporto direttamente proporzionale: quando aumenta il divario tra gli interessi del manager e dell'azionista, aumentano anche gli *agency costs*. La maggioranza della dottrina crede che l'*insider*

---

<sup>26</sup> Laura N. Beny, *Insider trading laws and Stock Markets around the world: an empirical contribution to the theoretical law and economics debate*, Journal of Corporation Law, 2007, p. 241, suddivide le teorie economiche e giuridiche sull'*insider trading* in *agency theories* e *market theories*. "Law and economics theories about insider trading fall into two main categories: agency theories and market theories of insider trading. Agency theories of insider trading analyze its effect on the classic corporate agency problem, the manager-shareholder conflict of interests. [...] In contrast, market theories of insider trading address its broader ramifications for market efficiency".

*trading* fomenti il conflitto d'interesse<sup>27</sup> tra le due parti in gioco poiché spingerebbe il manager a sfruttare la sua superiorità informativa sul mercato recando danno alla società in vari modi, uno dei quali potrebbe essere ritardare la comunicazione dell'informazione sensibile ai suoi superiori e, quindi, la conseguente *disclosure*, per poter operare sul mercato in una posizione di vantaggio informativo rispetto agli altri investitori. Tra chi si è esposto in senso contrario, sostenendo che l'*insider trading* possa essere usato come espediente per ridurre il conflitto di interessi, vi è Henry G. Manne che, nella sua opera<sup>28</sup>, afferma che l'abuso di informazioni privilegiate, se deregolamentato, potrebbe costituire un "efficiente meccanismo per compensare gli *entrepreneur*<sup>29</sup>". La figura dell'*entrepreneur* è di grande importanza nell'organigramma societario poiché attraverso il suo lavoro genera in prima persona informazioni che possono essere definire privilegiate: per evitare che l'*entrepreneur* ceda alla tentazione di sfruttare sul mercato l'informazione generata, Manne sostiene che concedere lo sfruttamento della stessa a chi l'ha generata possa essere un meccanismo efficace per ricompensarlo, aggiungendo che in questo modo l'*entrepreneur* viene ricompensato equamente, ovvero con il valore dell'informazione che lui stesso ha generato. La conseguenza della *disclosure* dell'informazione, infatti, sarà un incremento del valore dei titoli acquistati dall'*entrepreneur* che a quel punto potrà rivenderli incassando la differenza come ricompensa per il lavoro svolto. La visione prospettata da Manne, tuttavia, per quanto innovativa, ha subito numerose critiche. Parte della dottrina ha osservato, infatti, che la ricompensa corrisposta all'*entrepreneur* non dipende esclusivamente dall'incremento di valore dei titoli generato dalla diffusione dell'informazione privilegiata, quanto più dalla quantità di titoli che l'*entrepreneur-insider* riesce ad acquistare e, quindi, in fin dei conti dalla sua disponibilità economica<sup>30</sup>. Risulta complicato, sempre secondo la dottrina

---

<sup>27</sup> In tal senso, Paolo Giudici, *Informazione privilegiata e responsabilità civile*, per Le Società, Wolters Kluwer, Milano, 2016, p. 3: "La ricerca economica mostra che è ottimale per gli azionisti vietare l'*insider trading* da parte dei managers perché la possibilità di *insider trading* ne distorce gli incentivi: invece di puntare ad incrementare gli utili e il valore dell'impresa, gli amministratori si dedicherebbero a creare situazioni capaci di generare un terreno fertile per operazioni di *insider trading*".

<sup>28</sup> Henry G. Manne, *Insider trading and Stock market*, The Free Press, 1966.

<sup>29</sup> L'*entrepreneur* è un particolare tipo di manager che all'interno di una società ha il compito di trasformare un'idea innovativa in business generando, quindi, informazioni che rendono appetibile l'investimento nella società stessa. Il valore delle stesse è, tuttavia, difficilmente predeterminabile e per questo, secondo Manne, ricompensare questi soggetti con il valore creato dall'informazione che loro hanno generato può essere un argomento a favore della deregolamentazione dell'illecito di *insider trading*.

<sup>30</sup> Stephen M. Bainbridge, *The Law and Economics of Insider Trading: A Comprehensive Primer*, SSRN Electronic Journal, 2001, p. 69, infatti, sostiene che: "Manne argued salary and bonuses provide inadequate incentives for entrepreneurial inventiveness because they fail to accurately measure the value to the firm of innovations. Query, however, wheter *insider trading* is any more accurate. Even assuming the change in stock price accurately measures the value of the innovation, the insider's compensation is limited by the number of shares he can purchase".

contraria, contenere la diffusione di informazioni privilegiate e limitarne lo sfruttamento ai soli *entrepreneur*.

Sempre Manne, in *Insider trading and Stock market*, sostiene che la deregolamentazione dell'abuso di informazioni privilegiate porterebbe a un *pricing* più preciso e meno dispendioso sia dal punto di vista economico che da quello temporale. L'attività di *disclosure*, infatti, impone agli emittenti dei costi che, ad avviso dell'Autore, possono essere erosi attraverso l'*insider trading*: quando un *insider* opera sul mercato sulla base di informazioni privilegiate, il prezzo degli strumenti scambiati si avvicina al suo valore reale, ossia quello che avrà al momento della *disclosure*, a causa dell'aumento di domanda/offerta sugli stessi. Anche Carlton e Fischer<sup>31</sup> osservano che l'*insider trading* può aiutare a formare prezzi corretti in modo più economico rispetto alla tradizionale attività di diffusione delle informazioni. Tuttavia, anche nei confronti di questa teoria sono state mosse critiche: i fautori della regolamentazione della condotta osservano che l'attività di pochi *insider* che operano sul mercato difficilmente può contribuire a un *pricing* più corretto, piuttosto lo ostacola poiché può indurre gli *insider* a ritardare la comunicazione dell'informazione sensibile ai propri superiori per operare sul mercato andando a ritardare non solo il *timing* della *disclosure* ma anche l'attività di *decisionmaking* interna alla società e fondamentale per la prosperità della stessa. Insomma, un danno su più fronti. L'unico modo in cui l'*insider trading* potrebbe aiutare la formazione di prezzi che rispecchino in maniera più limpida possibile la realtà è il *derivatively informed trading*<sup>32</sup>, quel fenomeno per il quale una molteplicità di investitori, venuti a conoscenza di un'informazione sensibile (ad es. attraverso un *tip*) o di un'operazione portata a termine da un *insider*, fanno *trading* sulla base di questa e contribuiscono a modificare il prezzo degli strumenti scambiati. È difficile, tuttavia, che l'ipotesi in questione si realizzi perché gli *insider* tendono a nascondere il loro operato sul mercato per preservare il loro monopolio informativo.

Come è evidente, Henry Manne si è esposto a favore di una deregolamentazione dell'*insider trading* elaborando sia teorie d'*agency* sia teorie di mercato. La stessa

---

<sup>31</sup> Dennis W. Carlton e Daniel R. Fischel, *The regulation of Insider Trading*, Stanford Law Review, 1982.

<sup>32</sup> Il meccanismo del *derivatively informed trading* viene descritto da Ronald J. Gilson e Reinier H. Kraakman, *The mechanism of Market Efficiency*, Virginia Law Review, 1984, pp. 572-573: "Yet not all informations is public, even within the narrow confines of the professional analysts community. Corporate insiders and exchange specialists, for example, enjoy easy access to information that would be prohibitively costly for anyone else to obtain, while professional analysts conduct in-depth search that generates occasional information monopolies. In these and similar instances of monopolistic access, informations first enters the market through a very small number of insiders whose own resources are not large enough to induce speedy price equilibration But reflection of this information in price does not depend exclusively on the trading efforts of these insiders. Derivatively informed trading enhances relative efficiency and erodes the insider's advantage by capitalizing on the "informational leakage" associated with trading itself".

suddivisione può essere riproposta tra le teorie a favore di una regolamentazione dell'illecito in questione che si sono contrapposte alle idee di Manne: abbiamo già accennato, ad esempio, alla disputa sugli effetti che la condotta può avere riguardo il conflitto di interessi fra *insider* e azionista. In tal senso, i fautori della regolamentazione osservano che l'abuso di informazioni privilegiate aumenta il divario tra gli interessi dell'azionista e quelli del manager che, per godere del vantaggio informativo acquisito, potrebbe decidere di posticipare la comunicazione dell'informazione sensibile ai suoi superiori, ritardandone la *disclosure* e ostacolando l'attività di *decisionmaking* ai vertici della società che necessita, invece, di flussi informativi precisi e puntuali. Le potenziali conseguenze del conflitto di interesse, tuttavia, non si fermano qui: oltre, per esempio, al danno reputazionale a carico della società che si trasforma in danno finanziario a causa della scarsa fiducia degli investitori in essa, l'attività dell'*insider trader* può anche arrivare ad interferire con i piani della sua società, ostacolandola<sup>33</sup>. Si pensi, ad esempio, ad un progetto di acquisto di una società (*takeover*) intrapreso dalla società per la quale lavora l'*insider*; quest'ultimo, venuto a conoscenza dei piani della sua società, potrebbe iniziare ad acquistare i titoli della futura controllata in modo da poterli rivendere quando il loro prezzo lieviterà. Questa condotta, però, ostacola i piani della società per cui l'*insider* lavora poiché aumenta il volume di scambi per quei titoli e, di conseguenza, ne incrementa il prezzo: la società acquirente sarà, quindi, costretta a comprare ad un prezzo maggiorato, senza contare che l'operazione potrebbe rivelare segnali ai *competitors* sul mercato.

Altri argomenti a favore della regolamentazione dell'illecito di abuso di informazioni privilegiate, in questo caso appartenenti all'insieme delle *market theories*, sono quelli relativi alla liquidità del mercato e al danno subito dalle controparti degli *insider*. L'investitore medio che si trova a contrattare con un *insider* è allo scuro del ruolo ricoperto dalla sua controparte e andrà incontro a una perdita di capitale pressoché certa qualora l'*insider* sfrutti nell'operazione le informazioni privilegiate cui ha accesso. Un'opinione condivisa da chi scrive è quella secondo la quale il danno economico in questione subito dall'investitore medio è un danno che lo stesso avrebbe comunque subito anche con un'altra controparte: questo perché la scelta di vendere o comprare

---

<sup>33</sup> In proposito, S. M. Bainbridge, *The Law and Economics of Insider Trading 2.0*, Encyclopedia of Law and Economics, 2019, pp. 28-29, afferma: “Trading during the planning stage of an acquisition is the paradigm example of how insider trading may affect corporate plans. If the managers charged with overseeing the acquisition buy shares in target, the price of the target’s shares may rise, making the takeover more expensive. Price and volume changes caused by their trading also might tip off others to the secret, interfering with bidder’s plans, as by alerting the target to the need for defensive measures”.

quei determinati strumenti finanziari è indipendente dalla qualifica di *insider* del soggetto con cui verrà poi ad operare. In breve, se l'*insider* tiene nascosta la sua identità, le scelte di investimento delle sue controparti non potranno essere influenzate dall'*insider trading*. Il disvalore della condotta va, piuttosto, inquadrato nell'ottica dell'*insider* che ottiene un facile guadagno grazie ad un indebito patrimonio informativo anziché nel danno economico subito dall'investitore medio, un danno che avrebbe subito in ogni caso, chiunque fosse stata la controparte. Il danno economico subito dagli investitori non è, tuttavia, senza conseguenze: compromette quel bene giuridicamente tutelato dalla normativa in materia che è la fiducia degli investitori nel mercato, la quale è indispensabile per garantire un volume elevato di scambi e un mercato liquido.

La regolamentazione dell'*insider trading* è necessaria non solo a garantire il corretto funzionamento dei mercati e a contrastare gli effetti che la condotta può avere sugli stessi, ma anche a perseguire l'obiettivo di un mercato equo nel quale a fare la differenza non deve essere il ruolo ricoperto all'interno di un emittente ma, piuttosto, la capacità di scovare e interpretare le informazioni disponibili sul mercato o, altrimenti, la pura sorte. Se in generale la normativa in materia si erge a strumento di tutela del regolare funzionamento dei mercati e della fiducia degli investitori, nel particolare le norme che sanzionano l'*insider trading* difendono il principio di parità informativa posto alla base di un mercato etico<sup>34</sup>.

## 2.2 L'evoluzione della disciplina: dagli Stati Uniti all'Unione europea

All'inizio del precedente sottoparagrafo si è fatto riferimento alla normativa statunitense per evidenziarne la differenza con la disciplina comunitaria che, al contrario di quella americana, prevede due illeciti autonomi di abuso di informazioni privilegiate e di manipolazione del mercato. Negli Stati Uniti, infatti, le due condotte non vengono distinte sul piano testuale a causa degli effetti distorsivi simili che hanno sul mercato; tra i due illeciti, tuttavia, quello di *insider trading* è sicuramente stato più soggetto agli interventi giurisprudenziali, soprattutto a causa di una fattispecie capace di determinare orientamenti fra loro divergenti.

La regolamentazione degli abusi di mercato nasce proprio negli Stati Uniti, dove a seguito della crisi del 1929 e della conseguente depressione economica, si rivelò

---

<sup>34</sup> A riguardo, Robert W. McGee, *Ethical Issues in Insider Trading: case studies*, SSRN Electronic Journal, 2004, pp. 11-12: "Market should be fair to all participants [...] There is nothing unfair about allowing experts who work 60 hours a week to gather financial information as a part of their job to profit from that information. What is unfair is to force them to disclose such information to people who have done nothing to earn it".

necessario disciplinare queste forme di manipolazione. Fino a quel momento gli abusi di mercato erano sanzionabili solo qualora il danneggiato riuscisse a dimostrare che l'operazione era stata portata avanti con *fraud* e *misrepresentation*, quindi con dichiarazioni mendaci in fase di trattativa, il che raramente accade nel caso delle fattispecie in esame. Il *Securities and Exchange act* del 1934 fu la risposta alle esigenze di tutela del mercato e degli investitori: alla *Securities and Exchange Commission* (SEC) fu attribuito, attraverso la *rule 10-b* del *Securities and Exchange Act*, il potere di individuare e sanzionare tutte quelle condotte “manipolative e ingannevoli” realizzate sul mercato. La norma, quindi, non era *self-executing* ma necessitava di un'implementazione da parte della SEC che arrivò solo otto anni dopo, nel 1942, con la formulazione della *rule 10b-5*<sup>35</sup>. Tale norma punisce qualsiasi condotta manipolativa o ingannevole connessa ad un'operazione di mercato su valori mobiliari e può essere applicata in maniera flessibile dato il suo carattere residuale che tende ad abbracciare un'ampia cerchia di condotte. La disposizione, tuttavia, non fa esplicitamente riferimento all'*insider trading* e, in un primo momento, fu usata per contrastare solo condotte manipolative; per la prima applicazione ad un caso di abuso di informazioni privilegiate si è dovuto aspettare il 1961: il caso *Cady, Roberts & Co.*<sup>36</sup> rappresentava, infatti, un primo passo verso la repressione dell'abuso di informazioni privilegiate. Nel caso in questione uno degli amministratori della *Cady, Roberts & Co.*, J. C. Cowdin, comunicò la notizia dell'imminente taglio dei dividendi ad un *broker*, suo conoscente, che immediatamente cedette i titoli della società. La SEC sanzionò il *broker* in questione ai sensi della *rule 10b-5* fissando il divieto di *insider trading* su due pilastri: l'accesso all'informazione privilegiata e la disonestà intrinseca nello sfruttamento di tale informazione che consiste, quindi, nel voler ottenere una posizione indebita di vantaggio nella negoziazione. Successivamente nel caso della *Texas Gulf Sulphur*<sup>37</sup> (1968), la Corte d'appello del secondo circuito condannò numerosi dirigenti e manager della società che avevano comprato azioni della stessa in seguito all'apprendimento della notizia del ritrovamento di un giacimento di petrolio, notizia evidentemente non diffusa. La sentenza fu l'occasione per sottolineare ancora una volta l'importanza della *disclose*

---

<sup>35</sup> SEC rule 10b-5, codificata al 17 C.F.R. 240.10b-5: “It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of any means or instrumentality of interstate commerce, of the mails or of any facility of any national securities exchange: (a) to employ any device, scheme, or artifice to defraud; (b) to make any untrue statement of a material fact or to omit to state a material fact necessary in order to make the statements made, in the light of the circumstances under which they were made, not misleading; (c) to engage in any act, practice, or course of business which operates or would operate as a fraud or deceit upon any person, in connection with the purchase or sale of any security”.

<sup>36</sup> *Cady, Roberts & Co.*, 40 SEC 907 (1961).

<sup>37</sup> *SEC v. Texas Gulf Sulphur*, 401 F.2d 883; 2 A.L.R. Fed 190 (1968).

*or abstain rule*, secondo la quale chi ha accesso a informazioni privilegiate ha il dovere di diffonderle, o, alternativamente, di non operare sul mercato sulla base di queste. Il caso *Chiarella*<sup>38</sup> (1980) è stato foriero di significative novità nell'interpretazione della *disclose or abstain rule*, fino ad allora un caposaldo della disciplina sull'*insider trading*: la sentenza della *Supreme Court*, infatti, ancorò la violazione della *rule 10b-5* alla simultanea violazione di un dovere fiduciario (*fiduciary duty*) da parte di chi aveva sfruttato l'informazione riservata. In breve, la *disclose or abstain rule* era valida, ma solo quando tra il soggetto che deteneva l'informazione e la fonte dell'informazione vi era un vincolo fiduciario, come quello tra un manager e un azionista della stessa società. Un soggetto esterno all'organigramma societario, come ad esempio un *temporary insider*, avrebbe potuto, quindi, sfruttare l'informazione privilegiata senza conseguenze. La SEC, di fronte a questa forte limitazione da parte della giurisprudenza, ritenne necessario elaborare nuove regole: la *rule 14e-3*<sup>39</sup> e la *misappropriation theory*. La prima ha un ambito applicativo ristretto, limitato ai casi di offerta pubblica di acquisto: infatti, proibisce agli *insider* delle società coinvolte di comunicare (*tipping*) informazioni privilegiate riguardanti un'operazione di *takeover* a persone che potrebbero comprare titoli per conto loro; inoltre proibisce agli stessi soggetti di operare sui titoli della società che sta per essere "scalata" quando la trattativa è già iniziata. La *misappropriation theory*, invece, rappresenta la risposta della SEC agli orientamenti giurisprudenziali che richiedevano la violazione di un dovere fiduciario per l'imputazione di *insider trading*: infatti, secondo questa teoria, chiunque si ritrovi a possedere informazioni privilegiate non può sfruttarle per un'operazione su valori mobiliari in quanto ha un dovere fiduciario nei confronti della fonte dell'informazione, indipendentemente dal fatto che la fonte dell'informazione sia suo datore di lavoro o meno. La norma, evidentemente, mirava ad estendere nuovamente l'ambito applicativo della *rule 10b-5*, dopo il caso *Chiarella*, al fine proteggere il mercato e gli investitori da quei soggetti che avevano accesso a informazioni privilegiate ma che non avevano nessun tipo di dovere fiduciario nei confronti della società oggetto delle informazioni. In questo modo, tuttavia, la SEC confinò in una zona grigia non regolata i casi in cui l'apprendimento dell'informazione privilegiata avveniva senza uno specifico interesse della società alla riservatezza della stessa informazione o quando il successivo *trading* non ostacolava il perseguimento degli interessi societari. Si rivelò necessario un

---

<sup>38</sup> *Chiarella v. United States*, 445 U.S. 222 (1980).

<sup>39</sup> *SEC rule 14e-3* codificata al 17 C.F.R. 240 14e-3.

intervento del Congresso che nel 1984 promulgò l'*Insider Trading Sanction Act*: intervento che rappresentava una prima presa di coscienza federale del fenomeno e che mirava innanzi tutto ad inasprire le sanzioni, sia civili che penali e, in secondo luogo, a rendere più efficiente l'attività di *enforcement* preventivo. Tuttavia, il provvedimento non aiutò a definire i confini della condotta di abuso di informazioni privilegiate, in parte anche per volontà dello stesso Congresso che preferì non sovrapporre una definizione federale a quella formatasi con l'evoluzione giurisprudenziale (c.d. *judge-made law*). Nel 1988, in seguito al moltiplicarsi di casi di *insider trading*, il Congresso emanò l'*Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act*, che per la prima volta ha tentato di dare una definizione federale alla fattispecie, nella *section 16*<sup>o</sup>, richiedendo che il *trader* dolosamente fosse consapevole, o con colpa grave non fosse consapevole, dell'illiceità dell'ottenimento, o dello sfruttamento, di informazioni privilegiate aggiungendo che la condotta sarebbe stata punibile qualora l'utilizzo di tali informazioni si fosse sostanziato in un furto di informazioni, in un'appropriazione indebita delle stesse o in una violazione di un vincolo fiduciario. Tra gli sviluppi più recenti va sicuramente annoverato l'*Insider Trading Prohibition Act* ("ITPA") presentato nel maggio del 2019 e approvato all'unanimità dal Comitato dei Servizi Finanziari degli Stati Uniti: il provvedimento si pone l'obiettivo di fare chiarezza sulle definizioni di *insider trading* e di condotta punibile, sempre soggette al mutamento degli orientamenti giurisprudenziali. L'ITPA proibisce, infatti, negoziazioni effettuate sulla base di informazioni privilegiate qualora queste siano ottenute illecitamente, inoltre non sembra fare distinzioni tra una condotta portata a termine intenzionalmente (meritevole, in passato, di una sanzione penale) e una condotta portata a termine incautamente (meritevole, invece, di una sanzione civile), estendendo in questo modo la responsabilità penale anche a fattispecie colpose.

La disciplina statunitense, anche a causa del differente sistema giuridico, evidenzia, nel sanzionare le condotte, una continua ricerca degli effetti distorsivi degli abusi di mercato al fine di reprimere più condotte dannose possibile; al contrario, la disciplina comunitaria percorre una strada inversa prevedendo tassativamente le condotte da punire. L'esigenza di tutelare i mercati e gli investitori, in Europa, è sicuramente più recente rispetto agli Stati Uniti e, di conseguenza, anche la relativa produzione normativa; tuttavia, il MAR e la MAD II non sono stati i primi atti comunitari in materia. Il primo intervento va individuato nella Direttiva 89/592/CEE del Consiglio, del 13 novembre 1989, sul coordinamento delle normative concernenti le operazioni effettuate

da persone in possesso di informazioni privilegiate (*insider trading*), con la quale si sono poste le basi per la disciplina del fenomeno dell'abuso di informazioni riservate; nel 2003, il Parlamento europeo e il Consiglio hanno adottato la MAD I relativa all'abuso di informazioni privilegiate e alla manipolazione del mercato, recepita nel nostro ordinamento con la legge n. 62/2005 che ha affiancato alle preesistenti fattispecie penali degli abusi di mercato due fattispecie di illecito amministrativo.

In seguito alla crisi del 2007-2008, la Commissione europea decise di investire un gruppo di esperti, presieduto da Jacques de Larosière, dell'incarico di presentare proposte per una “*riforma del sistema di coordinamento dell'attività di regolazione e vigilanza finanziaria*”<sup>40</sup>. I risultati del lavoro di de Larosière e degli altri esperti portarono ben presto anche ad una riforma della normativa in materia di abusi di mercato, la cui repressione necessitava di sanzioni e controlli molto più “*uniformi, severi e dissuasivi*”<sup>41</sup>, e alla conseguente abrogazione della MAD I. Ciò che è stato riscontrato dal gruppo di esperti era che la disciplina contenuta nella predetta Direttiva imponeva delle sanzioni scarsamente deterrenti e lasciava troppa discrezionalità agli Stati membri in merito alla definizione degli abusi di mercato e delle condotte sanzionabili: tale eterogeneità normativa concedeva l'opportunità ai soggetti che intendevano porre in essere l'illecito di “scegliere” l'ordinamento più clemente nel quale operare.

In ambito nazionale, una normativa sugli abusi di mercato esisteva già prima del TUF: si trattava della legge 17 maggio 1991, n. 157<sup>42</sup>, emanata in esecuzione della Direttiva 89/592/CEE. Il provvedimento prevedeva che qualora un soggetto entrasse in possesso di un'informazione privilegiata, avrebbe avuto il dovere di renderla pubblica o di astenersi dal compiere qualsiasi operazione di mercato basata sulla stessa (c.d. *disclose*

---

<sup>40</sup> Sul tema, Biancamaria Raganelli, *Architettura finanziaria e corti europee*, Editoriale Scientifica, Napoli, 2018, p. 58: “*Tra i limiti principali del sistema allora in vigore vengono evidenziati l'asimmetria tra regolazione (europea) e controllo (nazionale) e la non più sufficiente attività di vigilanza microprudenziale, basata esclusivamente sull'home country control e sul coordinamento fra autorità nonché la necessità di un maggiore coordinamento a livello europeo fattori di rischio di carattere generale (c.d. rischio sistemico) che sfuggono ai controlli delle singole autorità degli Stati membri. Di qui l'idea di costituire un comitato europeo per la stabilità finanziaria, cui affidare il compito di vigilare per prevenire i possibili elementi di crisi nel funzionamento dei mercati e degli intermediari*”.

<sup>41</sup> Considerando 3, Direttiva (UE) 57/2014: “*La relazione del 25 febbraio 2009 del gruppo di esperti ad alto livello sulla vigilanza finanziaria dell'Unione europea, presieduto da Jacques de Larosière (il <<gruppo de Larosière>>), raccomandava che un quadro solido in materia prudenziale e di condotta degli affari per il settore finanziario deve basarsi su regimi di vigilanza e sanzionatori forti. A tal fine il gruppo de Larosière riteneva che le autorità di vigilanza dovessero essere dotate dei poteri necessari per intervenire e che dovessero esservi regimi sanzionatori uniformi, severi e dissuasivi per tutti i reati finanziari, sanzioni che dovrebbero essere attuate efficacemente, al fine di preservare l'integrità del mercato. Il gruppo de Larosière concludeva che i regimi degli Stati membri sono in genere deboli ed eterogenei*”.

<sup>42</sup> Pubblicata in G.U. Serie Generale n. 116 del 20 maggio 1991.

*or abstain rule* di stampo statunitense). La legge fu oggetto di numerose critiche da parte della dottrina che ha sottolineato come venisse sanzionato penalmente chi allo stesso tempo era detentore di un'informazione privilegiata e aveva compiuto un'operazione di mercato, pur senza sfruttare il privilegio dell'informazione ricevuta. Veniva punita, in poche parole, la semplice conoscenza dell'informazione che è un fatto privo di qualsiasi offensività. Altra critica alla legge n. 157/1991 è stata mossa poiché lo spettro dei soggetti attivi del reato era talmente ampio che il trattamento sanzionatorio risultava ingiusto, in quanto non differenziato<sup>43</sup>, con violazione del principio di uguaglianza sostanziale, all'art. 3 Cost.

---

<sup>43</sup> In proposito, Sergio Seminara, *L'insider trading nella prospettiva penalistica*, per *Giurisprudenza commerciale*, 1992, p. 645, rilevava già una differenza tra la condotta consumata da un *insider* primario e quella realizzata da un *insider* secondario sostenendo, con riferimento alla legge n. 157/1991, che “*il disvalore insito nella condotta di un insider primario è diverso da quello che caratterizza il comportamento di chi utilizza un'informazione da altri cedutagli o a lui indirettamente pervenuta; equiparando i fatti di utilizzazione ai fatti di trasmissione a terzi delle informazioni riservate non si opera alcuna discriminazione soggettiva, con l'aggravante che nessuna differenziazione è prevista rispetto alle pene accessorie*”.

## Capitolo II: La disciplina comunitaria

**Sommario:** 1. Le prime Direttive in materia di abusi di mercato – 1.1 La Direttiva 89/592/CEE – 1.2 La Direttiva (UE) 6/2003 (MAD I) – 2. La riforma del 2014 – 2.1 Considerazioni preliminari – 2.2 Il Regolamento (UE) 596/2014 (MAR) – 2.3 La Direttiva (UE) 57/2014 (MAD II) – 3. La disciplina dell’informazione privilegiata – 3.1 La nozione di informazione privilegiata – 3.2 L’obbligo di comunicazione e la disciplina del ritardo

### 1. Le prime Direttive in materia di abusi di mercato

#### 1.1 La Direttiva 89/592/CEE

La disciplina comunitaria degli abusi di mercato nasce dall’esigenza di tutelare il mercato e gli investitori da condotte abusive che possono essere realizzate soprattutto a livello transnazionale. I mercati europei, infatti, sono interconnessi e la realizzazione del mercato unico europeo ha reso necessaria una disciplina uniforme che punisse chi sfruttava informazioni privilegiate o manipolava il mercato attraverso operazioni fittizie o diffondendo false informazioni. In assenza di una disciplina uniforme, i criminali finanziari avrebbero potuto sfruttare le disuguaglianze normative per portare a termine operazioni illecite in contesti caratterizzati da una disciplina più clemente nei confronti degli abusi di mercato.

Prima di esaminare i provvedimenti più recenti, va fatto cenno alla prima Direttiva in materia di abuso di informazioni privilegiate, la Direttiva 89/592/CEE del Consiglio, del 13 novembre 1989, sul coordinamento delle normative concernenti le operazioni effettuate da persone in possesso di informazioni privilegiate (*insider trading*). Già in tempi anteriori al 1989 furono presentate diverse proposte per elaborare una disciplina in materia di abusi di mercato ma solo in quel momento, sulla scia dell’attività regolamentare di Francia, Gran Bretagna e Stati Uniti, le istituzioni europee riuscirono a formulare una prima normativa comunitaria di settore. Nonostante parte della dottrina, per lo più statunitense, in quel momento si ponesse il dubbio se fosse necessario regolamentare una condotta come l’*insider trading*<sup>44</sup>, le istituzioni europee si mostrarono ferme nel sostenere che l’abuso di informazioni privilegiate così come la manipolazione del mercato ostacolavano il corretto funzionamento del mercato il quale “*dipende in larga misura dalla fiducia che esso ispira agli investitori*”<sup>45</sup>. Una disciplina

---

<sup>44</sup> In particolare, la scuola di Chicago fu l’epicentro dello sviluppo di numerose teorie a favore di una deregolamentazione dell’abuso di informazioni privilegiate. Vedi cap. I, par. 2.1.

<sup>45</sup> *Considerando 4*, Direttiva 89/592 CEE.

era, quindi, necessaria perché la fiducia degli investitori non solo si basa su un funzionamento corretto del mercato ma anche “*sul fatto che agli investitori si garantisca la parità delle condizioni e la protezione dall’uso illecito di informazioni privilegiate*”<sup>46</sup>. La Direttiva 89/592/CEE era dedicata al coordinamento delle normative concernenti l’*insider trading* e, quindi, si poneva come obiettivo primario quello di uniformare le singole normative interne e di sollecitare gli Stati membri ancora privi di una disciplina ad adottarne una conformemente alle disposizioni comunitarie. L’Italia si adeguò con la legge 17 maggio 1991 n. 157, ma ben presto il provvedimento comunitario si rivelò inadeguato in quanto non sanzionava le condotte che miravano a manipolare il mercato. Il recepimento interno, inoltre, si tradusse in un dettato normativo alquanto approssimativo e poco rispettoso di principi costituzionali quali quelli di colpevolezza e di offensività.

La Direttiva 89/592/CEE evidenziava un approccio alla materia caratterizzato da un’armonizzazione minima: gli Stati membri sono stati obbligati a conformarsi alle vaghe disposizioni comunitarie contenute nella Direttiva rimanendo tuttavia liberi di prevedere norme più severe o supplementari<sup>47</sup> (c.d. *gold plating*). Ciò ha comportato un’eterogeneità delle singole normative nazionali, soprattutto con riguardo al profilo sanzionatorio in riferimento al quale si rammenta l’art. 13 della Direttiva in questione che demandava agli Stati membri la predisposizione di sanzioni amministrative “*sufficientemente dissuasive*”, senza dare un concreto parametro di riferimento<sup>48</sup>. La vaghezza della Direttiva si riscontrava anche con riferimento alle opzioni demandate agli Stati membri circa l’individuazione di una o più autorità di vigilanza sui mercati e dei poteri che queste avevano a disposizione per svolgere le loro funzioni<sup>49</sup>. È evidente che, in quanto primo provvedimento comunitario in materia, la Direttiva 89/592/CEE presentava numerose lacune tipiche di un atto normativo che si apprestava a disciplinare un argomento mai battuto prima di allora.

---

<sup>46</sup> Considerando 5, Direttiva 89/592/CEE.

<sup>47</sup> Art. 6, direttiva 89/592/CEE: “Ciascuno Stato membro può stabilire disposizioni più severe di quelle previste dalla presente direttiva o disposizioni supplementari, purché dette disposizioni abbiano un’applicazione generale. In particolare, ciascuno Stato membro può estendere la portata del divieto di cui all’articolo 2 ed imporre alle persone di cui all’articolo 4 i divieti previsti all’articolo 3”.

<sup>48</sup> Art. 13, Direttiva 89/592/CEE: “Ciascuno Stato membro decide le sanzioni da applicare in caso di violazione delle disposizioni adottate in esecuzione della presente direttiva. Tali sanzioni devono essere sufficientemente dissuasive da indurre al rispetto di queste disposizioni”.

<sup>49</sup> Art. 8, Direttiva 89/592/CEE: “Ciascuno Stato membro designa l’autorità o le autorità amministrative competenti incaricate di vigilare, eventualmente in collaborazione con altre autorità, sull’applicazione delle disposizioni adottate in esecuzione della presente direttiva. Esso ne informa la Commissione che trasmette tali informazioni agli altri Stati membri. Per poter assolvere i propri compiti, le autorità competenti devono essere dotate di tutte le competenze e di tutti i poteri di controllo e di indagine necessari, eventualmente in collaborazione con altre autorità”.

Allo stesso tempo, però, alla Direttiva in commento va riconosciuto il merito di aver stabilito per la prima volta alcuni punti fermi della disciplina: è il caso, per esempio, della nozione di informazione privilegiata la cui definizione, all'art. 1, era sostanzialmente simile a quella che ne ha dato il MAR due decenni più tardi.

## 1.2 La Direttiva (UE) 6/2003 (MAD I)

Passi decisivi verso una nuova Direttiva in materia furono mossi nell'ambito del Piano d'azione per i servizi finanziari del 1999 adottato dalla Commissione UE: infatti, pochi anni dopo, nel 2001, il rapporto Lamfalussy<sup>50</sup> evidenziò la necessità di una vigilanza comunitaria centralizzata (prevedendo l'istituzione dei c.d. comitati di terzo livello, ovvero CEBS, CEIOPS e CESR, predecessori delle attuali autorità di vigilanza finanziaria EBA, ESMA e EIOPA) e di una regolamentazione basata sul confronto tra le autorità nazionali di vigilanza al fine di conseguire una maggiore uniformità normativa. Il Comitato Europeo di saggi, a tal proposito, elaborò la procedura Lamfalussy che, attraverso un approccio innovativo articolato su quattro livelli<sup>51</sup> - codecisione, comitologia, cooperazione e *enforcement* - volti ad accrescere la flessibilità, l'efficienza e la trasparenza della regolamentazione, dettava a tutti gli effetti un *iter* legislativo che i provvedimenti in materia finanziaria avrebbero dovuto seguire e che effettivamente ha dato risultati come la MAD I, la Direttiva *Transparency* e la MiFID<sup>52</sup>.

La disciplina degli abusi di mercato necessitava, pertanto, di un rinnovamento; il *considerando* 11 della MAD I, infatti, recitava: “*il vigente quadro giuridico comunitario a tutela dell'integrità del mercato è incompleto. I requisiti giuridici variano da uno Stato membro all'altro, creando incertezza per gli operatori economici per quanto*

---

<sup>50</sup> Il rapporto Lamfalussy prende il nome da Alexandre Lamfalussy che presiedeva il Comitato Europeo di saggi operante nell'ambito del Piano d'azione per i servizi finanziari e che fu istituito con l'obiettivo di favorire l'armonizzazione della regolamentazione finanziaria in Europa e aumentare il livello di integrazione dei mercati.

<sup>51</sup> Passi decisivi verso la MAD I furono mossi proprio grazie al lavoro del Comitato Europeo di saggi presieduto da Lamfalussy e lo sottolinea anche il *considerando* 4 della stessa Direttiva (UE) 6/2003: “*Nella riunione del 17 luglio 2000 il Consiglio ha istituito il comitato dei saggi per la regolamentazione dei mercati europei dei valori mobiliari. Nella relazione finale il comitato dei saggi ha proposto l'introduzione di nuove tecniche legislative basate su un approccio di quattro livelli, vale a dire principi quadro, misure di attuazione, cooperazione e vigilanza sul rispetto delle norme. Il livello 1, la direttiva, dovrebbe limitarsi a stabilire principi quadro di carattere generale. Il livello 2 dovrebbe comprendere misure tecniche di attuazione, che dovrebbero essere adottate dalla Commissione con l'assistenza di un comitato*”.

<sup>52</sup> Altro evento storico che contribuì ad un'evoluzione della disciplina in materia di abusi di mercato fu l'attentato dell'11 settembre 2001 alle Torri Gemelle che fermò le contrattazioni in borsa a Wall Street per una settimana. L'ipotesi di un presunto “terrorismo finanziario” che sfruttava gli abusi di mercato per una strategia terroristica volta alla destabilizzazione fu presa in considerazione dalle istituzioni europee come evidenziato dal *considerando* 14 della MAD I che dichiara: “*La presente direttiva dà riscontro alle preoccupazioni espresse dagli Stati membri in seguito agli attacchi terroristici dell'11 settembre 2001 per quanto riguarda la lotta al finanziamento della attività terroristiche*”.

*attiene ai concetti, alle definizioni e all'applicazione. In alcuni Stati membri non esiste alcuna normativa in materia di manipolazione dei prezzi e diffusione di informazioni ingannevoli*". L'approvazione della MAD I manifestava un approccio totalmente diverso rispetto al precedente intervento normativo sia dal punto di vista dell'ambito applicativo - in quanto il provvedimento estendeva il suo raggio di azione anche alle fattispecie di manipolazione del mercato<sup>53</sup> - sia dal punto di vista del conseguimento di una maggiore armonizzazione tra le discipline di settore degli Stati membri.

La Direttiva si componeva di 44 *considerando* e 22 articoli: i *considerando* evidenziavano la necessità di rinnovamento della disciplina (come nel caso del *considerando* 13 che sottolineava come i mutamenti intervenuti sui mercati finanziari e l'evoluzione della normativa comunitaria in seguito all'adozione della Direttiva 89/592/CEE avessero reso necessario un nuovo intervento in materia), gli obiettivi<sup>54</sup> che la Direttiva si proponeva di raggiungere e gli strumenti<sup>55</sup> cui faceva affidamento per realizzarli.

I 22 articoli della MAD I possono essere suddivisi in tre sezioni: tralasciando l'art. 1 che era dedicato alle definizioni (informazione privilegiata, manipolazione del mercato, strumenti finanziari, mercato regolamentato, prassi di mercato ammesse, persona e autorità competente), la prima sezione aveva un carattere dispositivo (artt. 2-13), la seconda disciplinava il regime sanzionatorio (artt. 14-15) e la terza aveva per oggetto il coordinamento dell'*enforcement* degli Stati membri attraverso le autorità di vigilanza designate e l'implementazione interna della Direttiva (art. 16 e ss.).

L'art. 2, par. 1, della MAD I sanciva il divieto di abuso di informazioni privilegiate estendendo il campo applicativo della norma rispetto al divieto contenuto nella Direttiva

---

<sup>53</sup> Lo evidenzia il *considerando* 12 che recita: "Gli abusi di mercato comprendono l'abuso di informazioni privilegiate e la manipolazione del mercato. La normativa contro l'abuso di informazioni privilegiate persegue lo stesso obiettivo della normativa contro la manipolazione del mercato: assicurare l'integrità dei mercati finanziari e accrescere la fiducia degli investitori nei mercati stessi. È pertanto opportuno adottare norme combinate per combattere sia l'abuso di informazioni privilegiate che la manipolazione del mercato. Una direttiva unica garantisce in tutta la Comunità uno stesso quadro in materia di ripartizione delle competenze, di applicazione e di cooperazione".

<sup>54</sup> A riguardo, è rilevante il contenuto del *considerando* 42: "Poiché l'obiettivo delle misure proposte, vale a dire prevenire gli abusi di mercato sotto forma di abuso di informazioni privilegiate e manipolazione del mercato, non può essere sufficientemente realizzato dagli Stati membri e può dunque, a motivo delle dimensioni e degli effetti dell'azione in questione, essere realizzato meglio a livello comunitario, la Comunità può intervenire, in base al principio di sussidiarietà sancito dall'art. 5 del trattato. La presente direttiva si limita a quanto necessario per conseguire tale obiettivo in ottemperanza al principio di proporzionalità enunciato nello stesso articolo".

<sup>55</sup> In questo senso, è rilevante il *considerando* 37 che enuncia: "Il conferimento all'autorità competente di ogni Stato membro di un insieme minimo comune di strumenti e poteri forti garantirà l'efficacia della sua opera di vigilanza. I gestori di mercato e tutti gli operatori economici di mercato dovrebbero contribuire, ai rispettivi livelli, all'integrità del mercato. Sotto questo profilo, la designazione di un'unica autorità competente per gli abusi di mercato non esclude la legami di collaborazione o deleghe sotto la responsabilità dell'autorità competente, tra tale autorità e gestori di mercato, al fine di garantire un efficace controllo del rispetto delle disposizioni adottate ai sensi della presente direttiva".

89/592/CEE: diventava sanzionabile, infatti, anche il tentativo di acquistare o cedere strumenti finanziari sulla base di informazioni privilegiate diversamente dall'art. 2 della previgente Direttiva che sanzionava solo la condotta consumata. Inoltre, anche lo spettro dei soggetti attivi del reato veniva ampliato rispetto alla normativa previgente, in quanto era riconosciuto soggetto attivo anche chi detenesse informazioni privilegiate “*in virtù delle proprie attività criminali*”: tale disposizione era prevedibile, non solo in base al *considerando* 14 che dava riscontro delle preoccupazioni delle istituzioni comunitarie riguardo la lotta al finanziamento delle attività terroristiche ma anche in considerazione del *considerando* 17 che, per quanto riguarda i casi di abuso informazioni privilegiate, riteneva si dovesse “*tener conto dei casi in cui la fonte di tali informazioni non è legata ad una professione o ad una funzione ma allo svolgimento di attività criminali*”.

Il divieto di abuso di informazioni privilegiate si applicava, a norma del successivo paragrafo 2, anche alle persone fisiche che avevano partecipato alla decisione di intraprendere la condotta abusiva per conto della persona giuridica per la quale svolgevano la loro professione e che aveva ricevuto un vantaggio dall'operazione<sup>56</sup>. Il paragrafo 3, infine, sanciva l'inapplicabilità del divieto di cui al paragrafo 1 a tutte quelle operazioni concluse in adempimento di un obbligo di acquisizione o di cessione di strumenti finanziari quando quest'obbligo risultava da un accordo concluso prima che la persona interessata fosse in possesso di un'informazione privilegiata.

La comunicazione di informazione privilegiate (c.d. *tipping*) e la raccomandazione o induzione di operazioni in strumenti finanziari sulla base di informazioni privilegiate (c.d. *tuyautage*) erano proibite dall'art. 3<sup>57</sup>. Si tratta di due condotte che tendono ad aggirare il semplice divieto di sfruttamento di informazioni privilegiate in prima persona poiché perseguono il compimento dell'operazione sulla base di un vantaggio informativo attraverso diverse modalità esecutive. Complementare all'art. 3, era l'art. 4: infatti se, da una parte, era proibito all'*insider* lo sfruttamento, la comunicazione di informazioni privilegiate e la raccomandazione e induzione di operazioni basate sulle

---

<sup>56</sup> In proposito, Francesco D'Alessandro, *Regolatori del mercato, enforcement e sistema penale*, Giappichelli, Torino, 2014, p. 36, secondo il quale “*viene chiarito, quindi, come la persona giuridica non possa, in ossequio al principio *societas delinquere non potest*, commettere direttamente l'illecito di abuso di informazioni privilegiate, ma possa, comunque, beneficiarne in via immediata – e conseguentemente risponderne in sede giuridica – qualora taluno operi abusivamente per suo conto*”. La norma in esame era, in realtà, contenuta anche nella Direttiva 89/592/CEE, all'art. 2, co. 2.

<sup>57</sup> Art. 3, Direttiva (UE) 6/2003: “*Gli Stati membri vietano alle persone soggette ai divieti di cui all'articolo 2: a) di comunicare informazioni privilegiate a un'altra persona se non nell'ambito del normale esercizio del loro lavoro, della loro professione o delle loro funzioni; b) di raccomandare ad un'altra persona di acquisire o cedere o di indurre un'altra persona ad acquisire o cedere, in base a informazioni privilegiate, strumenti finanziari a cui tali informazioni si riferiscono*”.

stesse, dall'altra, l'art. 4 imponeva agli Stati membri di applicare i divieti di cui agli artt. 2 e 3 a qualsiasi persona, che non rivestisse la posizione di *insider*, in possesso di informazioni privilegiate che sapesse o fosse tenuta a sapere della natura privilegiata delle stesse. In questo modo, la Direttiva impediva ai *secondary insider* - cui l'*insider* avrebbe potuto comunicare un'informazione privilegiata, raccomandare un'operazione o indurne la realizzazione - di compiere dette operazioni e di utilizzare in qualsiasi modo l'informazione ricevuta.

L'art. 5 della MAD I conteneva una novità rispetto alla Direttiva 89/592/CEE, poiché imponeva agli Stati membri di vietare “*a qualsiasi persona fisica o giuridica di porre in essere manipolazioni di mercato*”. Ai sensi dell'art. 1, par. 1, n. 2 della Direttiva, erano qualificate come manipolazioni di mercato le operazioni o gli ordini di compravendita che fornivano, o erano suscettibili di fornire, indicazioni false ovvero fuorvianti in merito all'offerta, alla domanda o al prezzo degli strumenti finanziari, ovvero che consentivano, tramite l'azione di una o più persone che agivano in collaborazione, di fissare il prezzo di mercato di uno o più strumenti finanziari ad un livello anormale o artificiale (c.d. manipolazione operativa). Era prevista, tuttavia, un'esimente a favore di chi dimostrava che l'operazione o l'ordine di compravendita in questione fosse stato portato a termine con motivazioni legittime o fosse conforme alle prassi di mercato ammesse in quel mercato regolamentato. La stessa norma qualificava come manipolazione del mercato anche la diffusione di informazioni tramite i mezzi di informazione, compreso Internet, o tramite ogni altro mezzo, che fornivano, o erano suscettibili di fornire, indicazioni false o fuorvianti in merito agli strumenti finanziari, compresa la diffusione di notizie incontrollate o di informazioni false ovvero fuorvianti, se la persona che le ha diffuse sapeva o avrebbe dovuto sapere che le informazioni erano false o fuorvianti (c.d. manipolazione informativa).

Con la MAD I la CONSOB ha visto rafforzata la sua posizione di vigilanza sui mercati finanziari: l'art. 11, facendo “*salve le competenze delle autorità giudiziarie*”, demandava ad ogni Stato membro la designazione di un'unica autorità amministrativa competente a vigilare sull'applicazione delle disposizioni adottate ai sensi della medesima Direttiva; la previgente Direttiva 89/592/CEE, invece, all'art. 8, aveva concesso agli Stati membri la designazione di una o più autorità di vigilanza permettendo un decentramento dei poteri che avrebbe potuto ostacolare un'attività di *enforcement* efficace. L'art. 12 della MAD I, poi, conferiva alle autorità designate (e, quindi, alla CONSOB) “*tutti i poteri di vigilanza e di indagine necessari per l'esercizio*

*delle sue funzioni*” tra i quali l’accesso a documenti sotto qualsiasi forma, l’ispezione *in loco*, la richiesta di informazioni a qualsiasi persona o di registrazioni telefoniche, la richiesta di cessazione di qualsiasi prassi di mercato contraria alla stessa Direttiva, la sospensione della negoziazione di taluni strumenti finanziari e la richiesta di una temporanea interdizione dall’attività professionale<sup>58</sup>.

Rilevava sotto il profilo sanzionatorio l’art. 14 della MAD I che, facendo salvo il diritto degli Stati membri a prevedere sanzioni penali<sup>59</sup>, imponeva agli stessi di adottare, conformemente al loro ordinamento nazionale, misure e sanzioni amministrative a carico delle persone che si fossero rese responsabili delle violazioni di disposizioni adottate in esecuzione della stessa Direttiva<sup>60</sup>. Agli Stati membri era fatto obbligo di garantire che tali misure e sanzioni amministrative fossero efficaci, proporzionate e dissuasive.

La MAD I è stata seguita da una serie di Direttive “di secondo livello” che avevano l’obiettivo di chiarirne le modalità di esecuzione: la Direttiva (UE) 124/2003 della Commissione, del 22 dicembre 2003, recante modalità di esecuzione della Direttiva 2003/6/CE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda la definizione e la comunicazione al pubblico delle informazioni privilegiate e la definizione di manipolazione del mercato, la Direttiva (UE) 125/2003 della Commissione, del 22 dicembre 2003, recante modalità di esecuzione della Direttiva 2003/6/CE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda la corretta presentazione delle raccomandazioni di investimento e la comunicazione al pubblico di conflitti di interesse, e la Direttiva (UE) 72/2004 della Commissione, del 29 aprile 2004, recante modalità di esecuzione della Direttiva 2003/6/CE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le prassi di mercato ammesse, la definizione di informazione privilegiata in relazione agli strumenti derivati su merci, l’istituzione di un registro delle persone aventi accesso ad informazioni privilegiate, la notifica delle operazioni effettuate da persone che esercitano responsabilità di direzione e la segnalazione di operazioni sospette.

---

<sup>58</sup> Nella disciplina previgente della Direttiva 89/592/CEE, invece, si demandava agli Stati membri di dotare le autorità di vigilanza di poteri necessari a svolgere le loro funzioni senza farne un elenco esaustivo, contribuendo in questo modo alla difformità tra le attività di *enforcement* dei singoli Stati membri.

<sup>59</sup> L’Unione europea, infatti, nel momento in cui è stata approvata la MAD I non aveva competenze esplicite in ambito penale, competenze che le sono state assegnate successivamente con il Trattato di Lisbona nel 2007.

<sup>60</sup> È doveroso segnalare che tali sanzioni, a norma dell’art. 15 della stessa MAD I, possono essere impugnate presso un superiore organo dotato di giurisdizione in ossequio al principio del “giusto processo”. Sul tema, F. D’Alessandro, *cit.*, p. 40, afferma che “*il circuito dell’enforcement prevede dunque, almeno nelle intenzioni del legislatore comunitario, un duplice livello di intervento: prima amministrativo, e successivamente (e sempre in via eventuale) giudiziario*”.

L'ordinamento giuridico italiano si è adeguato alla MAD I con la legge n. 62/2005 (legge comunitaria 2004) che, con l'art. 9, ha modificato il TUF inserendo nella Parte V il Titolo I-bis, rubricato “*Abuso di informazioni privilegiate e manipolazione del mercato*” che è andato a sostituire il previgente Capo IV “*Abuso di informazioni privilegiate e aggio su strumenti finanziari*”. Il TUF prevedeva già sanzioni penali per gli abusi di mercato; la legge n. 62/2005, introducendo nuove sanzioni amministrative per i medesimi fatti, ha dato vita al c.d. doppio binario sanzionatorio, il quale è messo in evidenza dalla rubricazione dei Capi del Titolo I-bis (il Capo II è relativo alle sanzioni penali mentre il Capo III alle sanzioni amministrative e, infine, il Capo V riguarda i rapporti tra procedimento penale e amministrativo), nonché dalla formulazione delle norme di cui agli artt. 187-bis e 187-ter TUF le quali fanno, tutt'oggi, “*salve le sanzioni penali quando il fatto costituisce reato*” legittimando, di fatto, l'irrogazione di una doppia sanzione.

La legge n. 62/2005 ha altresì modificato il decreto legislativo 8 giugno 2001, n. 231<sup>61</sup> in materia di responsabilità degli enti inserendo l'art. 25-sexies che, in casi di abuso di informazioni privilegiate e di manipolazione del mercato posti in essere da un dipendente, irroga all'ente una sanzione che può andare dalle quattrocento alle mille quote<sup>62</sup>.

I risultati conseguiti dalla MAD I si sono rivelati insoddisfacenti proprio sul piano dell'armonizzazione che la Direttiva avrebbe dovuto garantire, non solo a causa della natura del provvedimento che, in quanto destinato ad essere eseguito dagli Stati membri, lasciava un'ampia discrezionalità al momento del recepimento interno ma anche in ragione dell'efficacia della Direttiva limitata alla materia amministrativa. Le predette criticità sono state evidenziate anche dall'ESMA che ha rimarcato in alcuni documenti le persistenti differenze tra le normative di settore dei singoli Stati membri. In un report<sup>63</sup>

---

<sup>61</sup> Pubblicato in G.U. del 19 giugno 2001.

<sup>62</sup> Art. 25-sexies, decreto legislativo n. 231/2001: “*In relazione ai reati di abuso di informazioni privilegiate e di manipolazione del mercato previsti dalla parte V, titolo I-bis, capo II, del testo unico di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, si applica all'ente la sanzione pecuniaria da quattrocento a mille quote. Se, in seguito alla commissione dei reati di cui al comma 1, il prodotto o il profitto conseguito dall'ente è di rilevante entità, la sanzione è aumentata fino a dieci volte tale prodotto o profitto*”. Il sistema delle quote per sanzionare gli enti responsabili per un reato commesso da un loro soggetto apicale o da un soggetto a questo sottoposto si rivela efficiente in quanto la varietà del tessuto economico impedisce di fissare delle sanzioni minime e massime le quali potrebbero rivelarsi esose per alcuni enti ed esigue per altri. Con questo sistema il giudice sceglie il numero di quote (tra le cento e le mille) tenendo conto della gravità del fatto, del grado della responsabilità dell'ente, dell'attività svolta per eliminare o attenuare le conseguenze del fatto e per prevenire la commissione di altri illeciti. In una seconda fase, il giudice sceglie il valore di ciascuna quota (dai 258,23 euro ai 1549,37 euro) considerando le condizioni economiche e patrimoniali dell'ente per assicurare l'efficacia della sanzione. La pena pecuniaria da scontare, quindi, sarà il risultato di una semplice moltiplicazione: il numero di quote scelto dal giudice per il valore di una singola quota.

<sup>63</sup> Report ESMA 2012/270, *Actual use of sanctioning powers under MAD*, 26 aprile 2012.

del 2012 sull'uso dei poteri sanzionatori in materia di abusi di mercato, l'autorità rilevava che solo in Bulgaria si faceva uso esclusivo di sanzioni amministrative per gli abusi di mercato, mentre in Ungheria lo si faceva solo con riferimento alla manipolazione di mercato. Solo in Danimarca e Svezia venivano usate esclusivamente sanzioni penali. In 15 Stati membri (Austria, Repubblica Ceca, Germania, Estonia, Spagna, Finlandia, Irlanda, Islanda, Lituania, Lussemburgo, Malta, Olanda, Norvegia, Polonia, Slovenia) venivano previste entrambe le tipologie di sanzione ma ne veniva applicata solo una, mentre in altri 10 paesi (Bielorussia, Cipro, Francia, Grecia, Italia, Lettonia, Gran Bretagna, Portogallo, Romania, Slovacchia ai quali si aggiunge l'Ungheria con riferimento all'abuso di informazioni privilegiate) erano previste e applicate entrambe le tipologie di sanzione. Anche in un altro documento<sup>64</sup> che esaminava la quantificazione delle sanzioni pecuniarie si rilevava un'eterogeneità tale da impedire la tanto ricercata armonizzazione: le sanzioni per *insider trading* andavano dai 64 euro ai sei milioni per le persone fisiche mentre partivano dai 2545 euro fino ad arrivare ad un milione e ottocentomila euro per le persone giuridiche; per quanto riguarda la manipolazione del mercato le sanzioni partivano dai 100 euro fino a toccare il milione e mezzo per le persone fisiche mentre andavano dai 575 euro fino ai cinque milioni per le persone giuridiche.

Il quadro regolamentare, quindi, non risultava uniforme e, anche a causa dell'evoluzione incessante dei mercati, sembrava doverosa una riforma la cui necessità fu accentuata dalla crisi del 2007-2008.

## 2. La riforma del 2014

### 2.1 Considerazioni preliminari

La crisi economica del biennio 2007-2008 generatasi dalla crisi dei mutui *subprime* (ovvero prestiti ad alto rischio di insolvenza) negli Stati Uniti, ma dilagata in tutto il mondo, mise a dura prova i mercati europei.

Tuttavia, la crisi è sempre un'occasione per rimediare alle anomalie che hanno contribuito alla sua genesi e la Commissione europea colse l'occasione per incaricare un gruppo di esperti, presieduto da Jacques de Larosière, affinché elaborasse una riforma del sistema di regolamentazione e vigilanza finanziaria per offrire una maggiore tutela ai risparmiatori europei e restituire credibilità al sistema finanziario. In materia di

---

<sup>64</sup> Press release ESMA 2012/272, *ESMA identifies divergences in Member States' use of sanctions under the Market Abuse directive*, 26 aprile 2012.

abusi di mercato, gli esperti evidenziarono che la realizzazione di condotte di manipolazione di mercato o di abuso di informazioni privilegiate a livello transnazionale, associata all'asimmetria tra regolazione europea e controllo nazionale, non favorivano né un'applicazione tempestiva ed efficace della normativa in materia né la repressione dei fenomeni in questione, mettendo a rischio la stabilità dei mercati e la fiducia degli investitori.

Risultava necessaria, ancora una volta, una riforma della disciplina in materia di abusi di mercato, sotto molteplici punti di vista. In primo luogo, dal punto di vista sanzionatorio: il gruppo de Larosière aveva sottolineato come fossero necessari regimi sanzionatori uniformi, severi e dissuasivi, qualità che poche normative nazionali avevano dimostrato di avere<sup>65</sup>, anche a causa di un'applicazione della MAD I limitata alla materia amministrativa e della natura di provvedimento minimo della stessa Direttiva. Secondariamente, dal punto di vista dell'*enforcement*: il *considerando* 4 della MAD II evidenzia che non tutte le autorità nazionali competenti disponevano dei poteri necessari per rispondere agli abusi di mercato e reprimerli. Infine, sul piano della tipizzazione delle condotte illecite che non era omogenea ma variava da Stato a Stato. A ciò si aggiunga che l'ambito applicativo della MAD I risultava, ormai, eccessivamente angusto in quanto si concentrava *“sugli strumenti finanziari ammessi alla negoziazione su un mercato regolamentato o per i quali sia stata richiesta l'ammissione alla negoziazione di un mercato regolamentato. Tuttavia, negli ultimi anni gli strumenti finanziari sono stati negoziati con sempre maggior frequenza sui sistemi multilaterali di negoziazione (MTF). Esistono anche strumenti finanziari che vengono negoziati solo su altri tipi di sistemi organizzati di negoziazione (OTF) o che vengono*

---

<sup>65</sup> Le riflessioni in materia sanzionatoria del gruppo de Larosière che hanno portato l'Unione europea a riformare la disciplina degli abusi di mercato possono essere considerate valide ancora oggi: in una recente comunicazione della Commissione europea, infatti, viene sottolineata l'importanza di un'implementazione uniforme delle disposizioni sanzionatorie europee e della seguente attività di *enforcement*: *“Implementation is not as uniform across the EU as it ought to be. This creates distortions in the Single Market as EU companies, including EU subsidiaries of foreign companies, can circumvent prohibitions. This also creates uncertainty among operators. Inconsistent enforcement undermines the efficacy of sanctions and the EU's ability to speak with one voice. The full and uniform implementation of EU sanctions, together with additional efforts to counter the unlawful extra-territorial application to EU operators of unilateral sanctions by third countries, will further enhance the EU's strategic weight by: (i) increasing the EU's credibility as a regulatory power and (ii) preserving the integrity and the level playing field of the EU Single Market”*. Al fine di monitorare l'implementazione interna delle sanzioni disposte e di garantirne l'efficacia, *“in 2021, the Commission will develop a database, the Sanctions Information Exchange Repository. This will enable prompt reporting and exchange of information between Member States and the Commission on the implementation and enforcement of sanctions. The Commission will consider obtaining specialised information, including data collected by EU agencies and bodies. The Commission will work in coordination with the High Representative as appropriate. Moreover, the Commission will assess the need to review existing reporting obligations for Member States”* (Comunicazione della Commissione europea, *The European economic and financial system: fostering openness, strength and resilience*, COM(2021) 32/3, Bruxelles, 19 gennaio 2021).

*negoziati soltanto fuori borsa (OTC)*”.<sup>66</sup> I nuovi provvedimenti, MAR e MAD II, hanno esteso il raggio d’azione della disciplina sugli abusi di mercato anche ad altre sedi di negoziazione senza più limitarsi ai soli mercati regolamentati. Non solo. Con la loro approvazione, le istituzioni europee si sono poste l’obiettivo di uniformare le discipline nazionali dal punto di vista definitorio, sanzionatorio e dell’*enforcement*: soltanto con normative severe e omogenee, come rilevato nel rapporto de Larosière, si possono combattere efficacemente gli abusi di mercato.

L’adozione da parte del Parlamento europeo e del Consiglio di due distinti regimi sanzionatori conferma e meglio definisce l’approccio già adottato con la MAD I che, oltre a prevedere sanzioni amministrative, faceva “*salvo il diritto degli Stati membri di imporre sanzioni penali*”<sup>67</sup>; in particolare, i due provvedimenti hanno cercato di omogeneizzare le normative interne dei singoli Stati membri e di coordinare i due binari in modo da ricavarne un apparato sanzionatorio coerente e sufficientemente dissuasivo. Il ricorso allo strumento regolamentare palesa la volontà delle istituzioni europee di non lasciare più discrezionalità agli Stati membri nella redazione di una disciplina amministrativa del fenomeno: la diretta applicabilità del Regolamento garantisce, infatti, omogeneità e adesione immediata da parte degli Stati membri non solo alle definizioni e alle sanzioni relative alle fattispecie di abuso di informazioni privilegiate e di manipolazione del mercato, ma anche alle disposizioni relative ai sondaggi di mercato, alle prassi di mercato ammesse, alle autorità di vigilanza nazionali e ai dispositivi di prevenzione degli abusi di mercato quali gli elenchi delle persone aventi accesso ad informazioni privilegiate. D’altra parte, il ricorso contemporaneo alla Direttiva evidenzia l’intenzione delle istituzioni europee di segnalare agli Stati membri uno standard minimo di reazione penale<sup>68</sup> contro gli abusi di mercato. La coppia di provvedimenti, ovviamente, non è priva di norme di raccordo al loro interno.

## 2.2 Il Regolamento (UE) 596/2014 (MAR)

Il Regolamento MAR si compone di 89 *considerando* e 39 articoli. I primissimi *considerando* evidenziano l’obiettivo della disciplina, ovvero la tutela dell’integrità del

---

<sup>66</sup> *Considerando* 8, Regolamento (UE) 596/2014.

<sup>67</sup> Vedi nota 13.

<sup>68</sup> La materia penale è uno degli ambiti custoditi più gelosamente dagli Stati membri che da sempre si sono mostrati avversi ad una intrusione delle istituzioni europee in una materia considerata di competenza strettamente nazionale. Se inizialmente l’Unione europea assecondava queste idee, col passare del tempo ha avanzato sempre di più le sue posizioni arrivando a sfruttare lo strumento penale per tutelare interessi a lei cari. La MAD II è, infatti, solo uno degli ultimi provvedimenti che “sconfina” nella materia penale, potendosi citare, ad esempio, la Direttiva (UE) 99/2008 in materia di criminalità ambientale.

mercato e della fiducia degli investitori. Rilevante è il *considerando* 71 che evidenzia l'opportunità di adottare sanzioni amministrative e misure amministrative forti in modo da assicurare un approccio comune degli Stati membri agli abusi di mercato. Suscita stupore, invece, il prosieguo dello stesso *considerando* che concede la possibilità agli Stati membri di predisporre sanzioni amministrative più pesanti, lasciandoli liberi di intraprendere un'ulteriore attività normativa che il Regolamento, in quanto direttamente applicabile, non dovrebbe concedere. Il tema della diretta applicabilità del MAR, infatti, è uno dei più controversi, quanto meno con riferimento ad alcune singole disposizioni: l'art. 30, ad esempio, che è tra i più rilevanti poiché contiene la fattispecie sanzionatoria, non sembra dotato di quella precisione e completezza tali da garantirgli la qualifica di disposizione *self-executing*. È lo stesso Regolamento a far luce sulla sua natura con l'art. 39, co. 3, che impone agli Stati membri di adottare misure necessarie al recepimento di alcuni suoi articoli, confermando l'atipicità del provvedimento in esame<sup>69</sup>.

Il *considerando* 72 tenta di sciogliere il nodo del doppio binario sanzionatorio e può essere considerato una di quelle norme di raccordo tra il comparto amministrativo e quello penale: “*gli Stati membri non dovrebbero essere tenuti a stabilire regole in materia di sanzioni amministrative riguardanti violazioni del presente regolamento che sono già soggette al diritto penale nazionale, entro il 3 luglio 2016*”. Prosegue poi affermando che “*conformemente al diritto nazionale, gli Stati membri non sono tenuti a imporre sanzioni sia amministrative che penali per lo stesso reato, ma possono farlo se il loro diritto nazionale lo consente*”. Risulta chiaro che il legislatore comunitario abbia provato a mediare due diverse esigenze: la tutela del mercato attraverso una repressione su due livelli e la difesa di principi giuridici quali quello del *ne bis in idem* riconosciuti anche a livello convenzionale e sovranazionale.

Come evidenziato dal *considerando* 8, l'ambito di applicazione della disciplina viene esteso oltre i limiti disegnati dalla MAD I, complice l'evoluzione degli strumenti finanziari scambiati e delle sedi nelle quali gli stessi vengono scambiati. A riguardo, l'art. 2 del Regolamento si occupa di elencare gli strumenti finanziari le cui

---

<sup>69</sup> Risulta, infatti, delicata la tematica riguardante la diretta applicabilità del Regolamento (UE) 596/2014. Il provvedimento, nonostante l'art. 288 TFUE gli conferisca questa caratteristica, presenta diverse disposizioni non *self-executing*, non compatibili con la sua natura regolamentare. Lo si evince, ad esempio, dalla formulazione dell'art. 30 che incarica gli Stati membri di fornire le autorità competenti dei necessari poteri a irrogare sanzioni, e ancora dalla quantificazione delle sanzioni che sono indicate solo nel minimo, oppure ancora dai termini differiti per la sua applicazione ex art. 39 il quale recita: “*Entro il 3 luglio 2016, gli Stati membri adottano le misure necessarie per conformarsi agli articoli 22, 23, 30, all'articolo 31, paragrafo 1, e agli articoli 32 e 34*”. In proposito, Marco Scoletta, *Doppio binario sanzionatorio e ne bis in idem nella nuova disciplina eurounitaria degli abusi di mercato*, per Le Società, Wolters Kluwer, Milano, 2016, p. 84, afferma che “*queste disposizioni del Regolamento, pertanto, sembrano dotate di contenuto meramente “direttivo” presupponendo espressamente un intervento attuativo degli Stati membri*”.

contrattazioni sono soggette alla disciplina contenuta nel MAR<sup>70</sup>: si tratta di (a) strumenti finanziari ammessi alla negoziazione su un mercato regolamentato o per i quali è stata presentata una richiesta di ammissione ad un mercato regolamentato, (b) strumenti finanziari negoziati su MTF, ammessi alla negoziazione su MTF o per i quali è stata presentata richiesta di ammissione alla negoziazione su MTF, (c) strumenti finanziari negoziati su OTF e (d) strumenti finanziari non contemplati dalle lettere a, b e c il cui prezzo o valore dipende dal prezzo o valore di uno strumento finanziario di cui alle suddette lettere, ovvero ha un effetto su tale prezzo o valore, compresi, ma non in via esclusiva, i *credit default swap* e i contratti finanziari differenziali. Nel prosieguo dello stesso paragrafo si specifica che il Regolamento si applica altresì alle condotte e operazioni, comprese le offerte, relative alle aste su piattaforma d'asta autorizzata come un mercato regolamentato di quote d'emissioni o di altri prodotti oggetto d'asta correlati. Il paragrafo 2 dispone l'applicazione degli artt. 12 e 15 del Regolamento (ovvero quelli in materia di manipolazione del mercato) anche a (a) contratti a pronti su merci che non sono prodotti energetici all'ingrosso, se un'operazione, ordine di compravendita o condotta ha o è probabile che abbia o è finalizzato ad avere un effetto sul prezzo o sul valore di uno strumento finanziario di cui al paragrafo 1, (b) tipi di strumenti finanziari, compresi i contratti derivati o gli strumenti derivati per il trasferimento del rischio di credito se un'operazione, ordine di compravendita, offerta o condotta ha o è probabile che abbia un effetto sul prezzo o sul valore di un contratto a pronti su merci, qualora il prezzo o il valore dipendano dal prezzo o dal valore di tali strumenti finanziari e (c) condotte in relazione agli indici di riferimento (*benchmark*). L'art. 2, par. 3, svolge una funzione residuale poiché estende l'applicabilità del Regolamento a qualsiasi operazione, ordine di compravendita o condotta relativi agli strumenti finanziari di cui ai paragrafi 1 e 2, indipendentemente dal fatto che tale operazione, ordine di compravendita o condotta avvenga in una sede di negoziazione<sup>71</sup>.

---

<sup>70</sup> A riguardo, va sottolineato che il legislatore europeo ha riconosciuto l'esistenza di una moltitudine di piattaforme alle quali non può essere negata la tutela del risparmio; lo evidenzia anche Federico Consulich, *Manipolazione dei mercati e diritto europolitano*, per Le Società, Wolters Kluwer, 2016, p. 68, il quale afferma che "il legislatore europeo ha da tempo abbandonato (quanto meno dalla Dir. 2004/39/CE) la concezione per cui il mercato regolamentato è la sede naturale degli scambi, per approdare ad una impostazione pluralista che riconosce l'esistenza di una cospicua tipologia di cc.dd. trading venues, sistemi di contrattazione concorrenziali ai mercati istituzionali".

<sup>71</sup> Con il rinnovato ambito di applicazione del MAR, l'art. 2 segnala l'intento da parte delle istituzioni europee di punire qualunque condotta abusiva, indipendentemente dal luogo in cui viene compiuta, poiché in ogni caso un abuso di mercato è lesivo del sistema finanziario nel suo complesso, non rilevando la piattaforma sulla quale viene portato a termine. La prevenzione e repressione di queste condotte è funzionale alla tutela dell'investitore ma anche all'obiettivo di dare nuovamente credibilità al mercato ed incrementare il livello di fiducia in esso dopo gli scandali finanziari del biennio 2007-2008.

Con l'art. 7 si entra nel cuore della disciplina degli abusi di mercato: il Capo 2 (*“Informazioni privilegiate, abuso di informazioni privilegiate, comunicazione illecita di informazioni privilegiate e manipolazione del mercato”*) si apre con l'articolo che ha ad oggetto la nozione di informazione privilegiata definita come *“un'informazione avente un carattere preciso, che non è stata resa pubblica, concernente, direttamente o indirettamente, uno o più emittenti o uno o più strumenti finanziari, e che, se resa pubblica, potrebbe avere un effetto significativo sui prezzi di tali strumenti finanziari o sui prezzi degli strumenti finanziari derivati collegati”* (*price sensitivity*). La stessa nozione, sempre nel paragrafo 1, viene poi declinata in relazione agli strumenti finanziari derivati su merci, alle quote di emissioni e ai prodotti oggetto d'asta correlati e ai casi di persone incaricate dell'esecuzione di ordini relativi a strumenti finanziari. Spicca l'introduzione della lettera (c), relativa alle quote di emissioni e ai prodotti oggetto d'asta correlati, la cui casistica non era stata presa in considerazione dalla disciplina previgente.

Il MAR definisce e vieta gli abusi di mercato attraverso una pluralità di norme: gli artt. 8, 10 e 12 si occupano di definire gli abusi di mercato descrivendo le condotte tipiche rispettivamente dell'abuso di informazioni privilegiate, della comunicazione illecita di informazioni privilegiate e della manipolazione del mercato; i rispettivi divieti, invece, sono contenuti negli artt. 14 e 15. La comunicazione illecita di informazioni privilegiate è una condotta che, nel TUF, è stata riportata sotto la sfera applicativa degli artt. 184 e 187-bis che hanno ad oggetto l'abuso di informazioni privilegiate. La fattispecie, sebbene sia nel MAR che nella MAD II costituisca un illecito autonomo, nel nostro ordinamento è considerata una condotta tipica dell'abuso di informazioni privilegiate, sia della fattispecie penale che di quella amministrativa. Si può ipotizzare che la ragione risieda nel fatto che il TUF, all'art. 187-bis dedicato alla fattispecie amministrativa, usi la tecnica del rinvio all'art. 14 del MAR per vietare l'abuso di informazioni privilegiate, art. 14 che contiene sia il divieto di abuso di informazioni privilegiate che quello di comunicazione illecita. Tuttavia, sarebbe auspicabile, quanto meno in materia penale, una separazione delle fattispecie<sup>72</sup>.

---

<sup>72</sup> In proposito, Francesco Mucciarelli, *La nuova disciplina eurolunitaria sul market abuse: tra obblighi di criminalizzazione e ne bis in idem*, per *Diritto Penale Contemporaneo*, fasc. 4/2015, p. 315, afferma che *“con riguardo all'assetto normativo vigente, mette conto segnalare che, stando alla Direttiva (e, ovviamente al Regolamento, del quale la Direttiva è un mero calco), la fattispecie della comunicazione illecita assume un'autonomia propria, apprezzata in termini di minor gravità rispetto alle figure tipizzate dall'art. 3 Dir. 57/2014”*. Pertanto, con riferimento all'art. 184 TUF, *“è da chiedersi se il legislatore italiano debba intervenire in tal senso, provvedendo a una riduzione della misura della pena edittale”*.

L'art. 8, par. 1, si occupa di definire l'abuso di informazioni privilegiate ai fini del MAR: *“si ha abuso di informazioni privilegiate quando una persona in possesso di informazioni privilegiate utilizza tali informazioni acquisendo o cedendo, per conto proprio o per conto di terzi, direttamente o indirettamente, gli strumenti finanziari cui tali informazioni si riferiscono”*. Il paragrafo prosegue considerando abuso di informazioni privilegiate anche *“l'uso di dette informazioni tramite annullamento o modifica di un ordine concernente uno strumento finanziario cui le informazioni si riferiscono quando tale ordine è stato inoltrato prima che la persona interessata entrasse in possesso di dette informazioni privilegiate”*. L'inclusione di quest'ultima condotta, caratterizzata da un annullamento o da una modifica di un ordine sulla base di informazioni privilegiate, è stata una novità che il MAR ha doverosamente introdotto e che la MAD I non aveva preso in considerazione: lo scopo di tale previsione, ovviamente, è quello di evitare che un soggetto in possesso di informazioni privilegiate, in qualsiasi modo, possa trarre vantaggio dalle suddette informazioni, vantaggio che è inteso non solo come un guadagno ma anche, giustamente, come una perdita evitata.

I paragrafi successivi sono dedicati alla raccomandazione e induzione a compiere abuso di informazioni privilegiate (c.d. *tuyautage*). Il paragrafo 2 elenca le casistiche affermando che si ha raccomandazione o induzione quando un soggetto, in possesso di informazioni privilegiate *“(a) raccomanda, sulla base di tali informazioni, che un'altra persona acquisisca o ceda strumenti finanziari a cui tali informazioni si riferiscono o induce tale persona a effettuare l'acquisizione o la cessione; ovvero (b) raccomanda, sulla base di tali informazioni, a un'altra persona di cancellare o modificare un ordine concernente uno strumento finanziario cui si riferiscono le informazioni o induce tale persona a effettuare la cancellazione o la modifica”*. Il destinatario del divieto è l'*insider* in possesso di informazioni privilegiate che raccomanda un'operazione o induce ad effettuare un'operazione, o a cancellarla o a modificarla, sulla base di dette informazioni ma senza rivelarle. Per tale ragione, il paragrafo 3 dell'art. 8 introduce una soglia minima di colpevolezza per quei soggetti cui viene raccomandata un'operazione o che sono stati indotti ad effettuare un'operazione (o a cancellarla o a modificarla): *“l'utilizzo di raccomandazioni o induzioni di cui al paragrafo 2 costituisce abuso di informazioni privilegiate [...] quando la persona che utilizza la raccomandazione o l'induzione sa o dovrebbe sapere che esse si basano su informazioni privilegiate”*. Viene scongiurato, in questo modo, il rischio di condanne per responsabilità oggettiva a carico di soggetti che hanno sfruttato una raccomandazione o che sono stati indotti ad effettuare

un'operazione, inconsapevoli della natura privilegiata dell'informazione alla base del *trading*.

L'abuso di informazioni privilegiate è un illecito che può essere commesso solo da soggetti che possiedono le qualifiche elencate dal paragrafo 4 dell'art. 8: (a) componenti di organi amministrativi, di direzione o di controllo dell'emittente o partecipante al mercato delle quote di emissioni; (b) titolari di una partecipazione al capitale dell'emittente o di un partecipante al mercato delle quote di emissione; (c) soggetti che hanno accesso a tali informazioni nell'esercizio di un'occupazione, di una professione o di una funzione; oppure (d) soggetti coinvolti in attività criminali. Sempre il paragrafo 4 contiene anche una disposizione residuale che impone di applicare la norma in commento anche a qualsiasi persona che detenga informazioni privilegiate per circostanze diverse da quelle appena elencate (c.d. *insider* secondario), a patto che sia consapevole o che debba esserlo della natura privilegiata di dette informazioni.

All'art. 10 del MAR è contenuta la definizione della fattispecie di comunicazione illecita di informazioni privilegiate (c.d. *tipping*): un illecito che, come abbiamo visto, è autonomo nell'ordinamento europeo ma entra a fare parte della casistica dell'abuso di informazioni privilegiate nel nostro ordinamento. La norma definisce la comunicazione illecita come la condotta tenuta da quel soggetto che, in possesso di informazioni privilegiate, le comunica ad un'altra persona al di fuori del normale esercizio di un'occupazione, di una professione o di una funzione. Si ha, tuttavia, comunicazione illecita anche quando si comunicano raccomandazioni o induzioni di cui all'art. 8 par. 2 e la persona che comunica la raccomandazione o l'induzione al terzo coinvolto sa o dovrebbe sapere che le stesse si basano su informazioni privilegiate. I divieti relativi agli artt. 8 e 10 sono contenuti nell'art. 14 dello stesso Regolamento che vieta di a) abusare o tentare di abusare di informazioni privilegiate; b) raccomandare ad altri di abusare di informazioni privilegiate o indurre altri ad abusare di informazioni privilegiate; oppure c) comunicare in modo illecito informazioni privilegiate<sup>73</sup>.

La definizione della fattispecie di manipolazione del mercato è contenuta nell'art. 12 del MAR che individua tutte quelle condotte idonee a impedire che il mercato segua il

---

<sup>73</sup> In proposito, Stefano Lombardo, *L'informazione privilegiata*, per Le Società, Wolters Kluwer, Milano, 2016, p. 15, secondo il quale "l'art. 14 Reg. stabilisce i divieti relativi alle informazioni privilegiate riprendendo condotte vietate dalla disciplina della MAD ma rinominando le fattispecie previste: (i) abuso o tentativo di abuso di informazioni privilegiate, dove il tentativo di abuso è una condotta (forse) nuova rispetto alla MAD; (ii) raccomandazione ad altri o induzione di altri ad abusare di informazioni privilegiate; (iii) comunicazione illecita di informazioni privilegiate. Per quanto riguarda le informazioni privilegiate, vi è quindi una parificazione solo tra abuso e tentativo di abuso nonché una bipartizione tra abuso di informazioni privilegiate e comunicazione illecita di informazioni privilegiate (non prevedendosi il divieto di tentativo di comunicazione illecita)".

suo corso naturale. Viene sanzionata la condotta di chi attraverso operazioni, ordini di compravendita o altre condotte invii, o è probabile che invii, segnali falsi e 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 oppure fissi, o è probabile che fissi, il prezzo di mercato 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 ad un livello anormale o artificiale oppure ancora la condotta di chi incida, o è probabile che incida sul prezzo di uno o più strumenti finanziari, di un contratto a pronti su merci collegato o di un prodotto oggetto d'asta sulla base di quote di emissioni con l'uso di artifici o qualsiasi altra forma di raggiro o espediente. Anche in questo caso, come nell'art. 1 della MAD I, è presente l'esimente dalla responsabilità a favore di chi dimostri che l'operazione, l'ordine di compravendita o la condotta siano sorretti da motivazioni legittime o siano conformi alle prassi di mercato ammesse in quel mercato regolamentato. La definizione di manipolazione di mercato include, poi, anche la diffusione di informazioni che forniscano, o siano idonee a fornire, indicazioni false e 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 o che fissino, o è che probabile che fissino, il prezzo di mercato 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 ad un livello anormale o artificiale; la persona che ha diffuso tali informazioni, per essere ritenuta responsabile, doveva sapere o avrebbe dovuto sapere che le informazioni erano false e fuorvianti. Il MAR considera manipolazione del mercato anche la diffusione di informazioni false o fuorvianti o la comunicazione di dati falsi e fuorvianti in relazione ad un indice di riferimento (*benchmark*) quando la persona che ha diffuso queste informazioni o questi dati sapeva o avrebbe dovuto sapere che erano falsi e fuorvianti. Sempre con riferimento ai *benchmark*, è sanzionata qualsiasi altra condotta che manipola il loro calcolo. Nell'art. 12, par. 1 permane, quindi, la distinzione tra i due tipi di manipolazione: una manipolazione operativa che mira a fuorviare il mercato attraverso operazioni fraudolente di vario tipo o ordini di compravendita, e una manipolazione informativa che mira a diffondere informazioni false o fuorvianti per condizionare il mercato. All'individuazione delle casistiche provvede, tuttavia, anche l'art. 12, par. 2, elencando una serie di condotte integranti casi di manipolazione operativa. Alla lettera *b*), è qualificata come manipolazione del mercato il c.d. *marking*

*the close*<sup>74</sup> oppure, alla lettera c), il c.d. *painting the tape*<sup>75</sup>. Il legislatore comunitario non si è, però, fermato qui: il paragrafo 3 segnala l'esistenza dell'Allegato I che contiene un elenco non tassativo di indici connessi all'utilizzo di artifici, segnali falsi e fuorvianti e a qualsiasi altro tipo di inganno, attraverso i quali la Commissione, ai sensi dell'art. 35 del MAR, può individuare nuove condotte manipolative da assoggettare a sanzione. Come anche per l'abuso e la comunicazione illecita di informazioni privilegiate, anche il divieto di manipolazione del mercato è contenuto in un articolo diverso dall'art. 12: l'art. 15, infatti, dichiara che “*non è consentito effettuare manipolazioni di mercato o tentare di effettuare manipolazioni di mercato*”.

Il MAR, oltre ad individuare le condotte degli abusi di mercato meritevoli di una sanzione amministrativa, contiene una disciplina che va a regolamentare fasi cruciali della lotta agli abusi di mercato: i Capi III e IV sono, infatti, dedicati rispettivamente agli obblighi di comunicazione delle informazioni privilegiate e alle autorità nazionali competenti a vigilare sui mercati. Mentre la disciplina dell'informazione privilegiata verrà affrontata nel prossimo paragrafo, il Capo IV può essere esaminato fin da subito. L'armonizzazione in materia di *enforcement*, come evidenziato anche dal rapporto De Larosière, è sicuramente uno strumento indispensabile per prevenire e combattere fattispecie di carattere anche transnazionale come gli abusi di mercato: il MAR, infatti, riforma la disciplina contenuta nella MAD I che aveva già introdotto significative novità rispetto alla precedente Direttiva 89/592/CEE. L'art. 22 del MAR impone ad ogni Stato membro di designare “*un'unica autorità amministrativa competente ai fini del presente regolamento*”, specularmente all'art. 11 della MAD I, e fa obbligo agli stessi Stati membri di informare della designazione la Commissione, l'ESMA e le altre autorità competenti degli altri Stati membri. La funzione dell'autorità nazionale competente è precisata nel prosieguo dello stesso art. 22 secondo il quale “*l'autorità competente assicura che le disposizioni del presente regolamento siano applicate sul proprio territorio*”. I poteri per assolvere a questa funzione sono elencati nell'art. 23 che, rispetto alla MAD I, amplia la gamma di poteri a disposizione della CONSOB e delle altre

---

<sup>74</sup> Il *marking the close* è descritto come quella condotta che “*consiste nell'acquistare o nel vendere intenzionalmente strumenti finanziari o contratti derivati verso la fine delle negoziazioni in modo da alterare il prezzo finale dello strumento finanziario o del contratto derivato. Questo comportamento può essere posto in essere in qualsiasi giorno di negoziazione, ma è spesso associato ai giorni in cui scadono contratti derivati o ai giorni in cui vengono calcolate, annualmente o trimestralmente, le commissioni su portafogli gestiti o su fondi comuni o ai giorni in cui vengono valutati o indicizzati contratti o obbligazioni*” (Comunicazione CONSOB n. DME/5078692, 29 novembre 2005).

<sup>75</sup> Il *painting the tape* “*consiste nell'effettuare un'operazione o una serie di operazioni che vengono mostrate al pubblico, anche su strutture telematiche o elettroniche, per fornire l'apparenza di una attività o di un movimento dei prezzi di uno strumento finanziario*” (Comunicazione CONSOB n. DME/5078692, 29 novembre 2005).

autorità nazionali di vigilanza: vengono aggiunti, infatti, il potere di richiedere dati conservati da operatori delle telecomunicazioni qualora ci sia il sospetto di una violazione degli artt. 14 e 15, il potere di riferire fatti ai fini di un'indagine penale, il potere di adottare tutte le misure necessarie a garantire che il pubblico sia correttamente informato e, con riguardo alla correzione di informazioni false e fuorvianti, il potere di imporre agli emittenti dichiarazioni di rettifica.

Entrambe le richiamate norme necessitano, ai sensi dell'art. 39, co. 3, di un recepimento interno. Tale ultima previsione concerne anche l'articolo più rilevante ai fini della questione del doppio binario sanzionatorio, l'art. 30. Detta norma è dedicata alle misure e alle sanzioni amministrative e incarica gli Stati membri di provvedere affinché le singole autorità di vigilanza abbiano il potere di imporre misure e sanzioni amministrative a seguito di una violazione delle disposizioni del MAR. Si fa riferimento, quindi, non solo ai divieti di abuso e comunicazione illecita di informazioni privilegiate e al divieto di manipolazione del mercato, ma anche alle norme relative agli obblighi di comunicazione e ai dispositivi di prevenzione degli abusi di mercato. La peculiarità dell'art. 30, che si ripropone puntualmente nel TUF agli artt. 187-*bis* e 187-*ter*, sta nell'*incipit* della disposizione che sancisce sanzioni amministrative ma, allo stesso tempo, fa salve le sanzioni penali già presenti nei singoli ordinamenti degli Stati membri. Ancora più peculiare, però, è il prosieguo del paragrafo 1 dello stesso articolo che, con un richiamo al *considerando* 72 del MAR, svolge una funzione di raccordo tra i due binari sanzionatori e sembra suggerire una soluzione al problema del *ne bis in idem*. La disposizione, infatti, lascia liberi gli Stati membri di non stabilire norme relative alle sanzioni amministrative per le violazioni di cui al primo paragrafo qualora queste siano assoggettate a sanzione penale entro il 3 luglio 2016. È netta, pertanto, la preferenza delle istituzioni europee per una repressione di tipo penale<sup>76</sup> che assolve al

---

<sup>76</sup> Una preferenza, quella delle istituzioni europee verso le sanzioni penali in materia finanziaria, che si è manifestata solo nell'ultimo decennio, in quanto la MAD I disponeva ancora misure e sanzioni amministrative facendo salve quelle penali e istituendo, così, un doppio binario assolutamente non equilibrato. Sul tema, F. D'Alessandro, *cit.*, p. 92, sostiene che "una perentoria presa di posizione è stata assunta dalla Commissione europea nella comunicazione dal titolo "Potenziare i regimi sanzionatori nel settore dei servizi finanziari", diffusa nel dicembre 2010. In particolare, per comprendere come il tema sia di cruciale interesse per l'Unione europea, possono essere citate le parole del Commissario per il Mercato interno e i servizi finanziari, Michel Barnier [...]: "se un istituto finanziario non rispetta le regole UE in materia di servizi finanziari, i suoi trader e dirigenti devono sapere che non ne usciranno indenni e che la risposta sarà dura, ovunque in Europa". In tal senso, anche F. Mucciarelli, *La nuova disciplina eurolunitaria sul market abuse: tra obblighi di criminalizzazione e ne bis in idem*, *cit.*, p. 296, che, in merito alla nuova disciplina contenuta nel MAR e nella MAD II, sottolinea: "Spicca in primo luogo l'opzione netta a favore della sanzione criminale reputata indispensabile a fronte della dimostrata inadeguatezza delle sanzioni amministrative, tanto sul versante preventivo quanto su quello repressivo, rispetto all'esigenza di presidiare l'integrità del mercato, la sua efficienza e il suo carattere integrato, nella prospettiva di rafforzare la fiducia degli investitori, elementi, questi ultimi colti come fattori essenziali di crescita e benessere economico".

meglio la funzione deterrente tanto cara alle istituzioni europee. Il paragrafo 2 detta le misure e le sanzioni amministrative da imporre: con riferimento agli abusi di mercato si distingue la violazione commessa da una persona fisica per la quale il MAR prevede una sanzione amministrativa pecuniaria nel massimo edittale di almeno 5 milioni di euro (gli Stati membri, infatti, possono predisporre sanzioni più elevate), e la violazione commessa da persone giuridiche per la quale è prevista una sanzione nel massimo edittale di almeno 15 milioni di euro o del 15% del fatturato totale annuo in base all'ultimo bilancio disponibile approvato dall'organo di gestione.

Ai sensi dell'art. 33, par. 1 e 2, del MAR, l'ESMA pubblica annualmente una relazione che ha ad oggetto l'impiego di sanzioni amministrative e penali nei confronti degli abusi di mercato e delle violazioni di disposizioni contenute nel MAR. L'ultima di queste relazioni<sup>77</sup> ha reso noti gli Stati membri che hanno usufruito dell'opzione contenuta nell'art. 30, par. 1, che permetteva di non adottare sanzioni amministrative quando le condotte fossero state sanzionate penalmente entro il 3 luglio 2016: si tratta di Danimarca, Finlandia, Germania, Irlanda e Polonia.

In un recentissimo report<sup>78</sup>, l'ESMA ha dichiarato che gli effetti del MAR sono ancora tutti da scoprire poiché il provvedimento è interamente in vigore solo dal luglio 2016. Il MAR è sicuramente uno strumento valido nella lotta agli abusi di mercato perché la natura regolamentare del provvedimento ottiene il vantaggio di uniformare la disciplina in materia; tuttavia, alcune sue disposizioni, tra le quali l'art. 30, possono difficilmente definirsi *self-executing*<sup>79</sup> e il quadro normativo, che ha contribuito a creare unitamente alla MAD II, non ha sciolto, come avrebbe dovuto, i dubbi attinenti al profilo sanzionatorio della materia.

### 2.3 La Direttiva (UE) 57/2014 (MAD II)

La Direttiva (UE) 56/2014 è stata approvata il 16 aprile 2014, lo stesso giorno del MAR, a sottolineare il legame tra questi due provvedimenti che si inquadrano entrambi

---

<sup>77</sup> Report ESMA70-156-2005, *Annual report on administrative and criminal sanctions and other administrative measures under MAD*, 12 dicembre 2019.

<sup>78</sup> Report ESMA70-156-2391, *MAR Review Report*, 23 settembre 2020.

<sup>79</sup> Vedi nota 69. Un'ulteriore attività normativa, tuttavia, non è richiesta solo agli Stati membri; infatti, come precisa S. Lombardo, *cit.*, p. 12, "il Regolamento, basato sull'art. 114 TFUE, fissa una disciplina uniforme per quanto riguarda la disciplina sostanziale (di primo livello) degli istituti, rimandando per diversi aspetti all'ulteriore regolamentazione di dettaglio (di secondo livello) da parte della Commissione con atti delegati (ex art. 290 TFUE) e atti di esecuzione (ex art. 291 TFUE) i cui progetti di elaborazione sono attribuiti all'ESMA. ESMA può creare disciplina di terzo livello (e.g. ex art. 17, par. 11, Reg) in termini di orientamenti e raccomandazioni sulla base dell'art. 16, Reg. 1095/2010". Anche in questo aspetto, oltre che in quelli alla nota 69, si ravvisa l'atipicità del MAR che, seppur direttamente applicabile, lascia spazio normativo agli Stati membri e ad altre autorità.

nell'ambito di una riforma della disciplina degli abusi di mercato. La diversa natura dei due provvedimenti sottolinea anche la diversa funzione che gli stessi svolgono: mentre il MAR ospita una disciplina amministrativa direttamente applicabile e di ampio respiro in materia di abusi di mercato, la MAD II impone a tutti gli Stati membri di punire gli abusi di mercato con sanzioni penali che segnalino uno standard minimo di repressione e “che dimostrino una forma più forte di disapprovazione sociale rispetto alle sanzioni amministrative”<sup>80</sup>. Inoltre, come dimostra il *considerando 7* della MAD II, l'approvazione della Direttiva serve a impedire che chi voglia commettere abusi di mercato possa farlo in Stati membri nei quali non sono previste sanzioni penali, posto che “*approcci differenti degli Stati membri recano pregiudizio all'uniformità delle condizioni operative nel mercato interno e possono fornire un incentivo ad attuare abusi di mercato negli Stati membri che non prevedono sanzioni penali per tali reati*”. Ciò che stona, tuttavia, con la Direttiva in esame è la materia che la stessa affronta, ovvero quella penale, improntata a principi come quello di tassatività che mal si conciliano con un provvedimento che impone un obbligo di risultato e non di mezzi: ecco perché, infatti, la MAD II è una Direttiva atipica che scende nel dettaglio della descrizione delle condotte vietate<sup>81</sup> e, anzi, trova legittimazione nell'art. 83 TFUE che autorizza Parlamento europeo e Consiglio a stabilire norme minime relative alla definizione di reati e all'irrogazione di sanzioni in “*sfere di criminalità particolarmente grave che presentano una dimensione transnazionale*”<sup>82</sup>.

I *considerando* della Direttiva presentano diversi spunti di interesse, in particolare con riferimento alla questione della compatibilità del doppio binario sanzionatorio con il principio del *ne bis in idem*. Il *considerando 23*, ad esempio, si occupa di chiarire i

---

<sup>80</sup> *Considerando 6*, Direttiva (UE) 57/2014. “*L’impiego del diritto penale*”, osserva F. Consulich, *cit.*, p. 67, non ha solo la funzione di inasprire il trattamento sanzionatorio nei confronti degli abusi di mercato ma “*ha, insomma, una funzione marcatamente promozionale; la norma incriminatrice è orientata a garantire l’effettività e la legittimazione della disciplina eurounitaria rispetto a cui è sanzionatoria e alla stessa Unione europea, che l’ha emanata: la pena non è impiegata come mero strumento di tutela di un bene giuridico, ma quale fattore di riconoscimento sociale della importanza di quest’ultimo*”.

<sup>81</sup> In tal senso, F. Consulich, *cit.*, p. 69, il quale constata che “*la Direttiva pur essendo un atto normativo che richiede una concretizzazione ad opera dei provvedimenti nazionali che ne recepiscono gli obiettivi, non è affatto generica nella descrizione del comportamento vietato, tanto da essere molto più analitica, e paradossalmente più rispettosa dei canoni di precisione e determinatezza imposti dalla legalità penale dello scarno disposto dell’art. 185 TUF attuale*”.

<sup>82</sup> Art. 83, par. 1, TFUE: “*Il Parlamento europeo e il Consiglio, deliberando mediante direttive secondo la procedura legislativa ordinaria, possono stabilire norme minime relative alla definizione dei reati e delle sanzioni in sfere di criminalità particolarmente grave che presentano una dimensione transnazionale derivante dal carattere o dalle implicazioni di tali reati o da una particolare necessità di combatterli su basi comuni*”. In proposito, M. Scoletta, *cit.*, p. 86, osserva che “*le opzioni di penalizzazione espresse dalla Direttiva costituiscono pertanto la più concreta espressione delle nuove competenze politico-criminali attribuite all’UE dal Trattato di Lisbona: è il legislatore europeo, in sostanza, a svolgere – declinandoli in termini di essenzialità e di maggiore efficacia general-preventiva del ricorso a sanzioni criminali – i giudizi di meritevolezza e bisogno di pena, tradizionalmente appannaggio dei parlamentari nazionali*”.

diversi ambiti di applicazione delle sanzioni previste dalla MAD II e dal MAR: infatti, “*mentre le condotte illecite commesse con dolo dovrebbero essere punite conformemente alla presente direttiva, almeno nei casi gravi, le sanzioni per violazioni del regolamento (UE) 596/2014 non richiedono che sia comprovato il dolo o che gli illeciti siano qualificati gravi*”. Il *considerando* prosegue dichiarando che “*nell’applicare la normativa nazionale di recepimento della presente direttiva, gli Stati membri dovrebbero garantire che l’irrogazione di sanzioni penali per i reati ai sensi della presente direttiva e di sanzioni amministrative ai sensi del regolamento (UE) 596/2014 non violi il principio del ne bis in idem*”<sup>83</sup>. Anche il *considerando* 27 dichiara che “*la presente direttiva rispetta i diritti fondamentali e osserva i principi sanciti nella Carta dei diritti fondamentali dell’Unione europea*” tra i quali il diritto di non essere giudicato o punito due volte in procedimenti penali per lo stesso reato previsto dall’art. 50 CDFUE (si tenga presente la qualificazione data dalla Corte EDU che ha definito “*sostanzialmente penali*” le sanzioni amministrative in materia di abusi di mercato del nostro ordinamento). I *considerando* in questione sembrano avvertire gli Stati membri di evitare violazioni di principi giuridici fondamentali quali quello del *ne bis in idem* e, in particolare, il *considerando* 23 sembra presentare una soluzione al problema della doppia sanzione per la medesima condotta: le sanzioni penali devono essere impiegate solo in casi gravi e dolosi. La soluzione proposta dal *considerando* 23 è contenuta anche a più chiare lettere nel *considerando* 10 che recita: “*agli Stati membri dovrebbe essere imposto di considerare come reati almeno i casi gravi di abuso di informazioni privilegiate, di manipolazione del mercato e di comunicazione illecita di informazioni privilegiate, quando sono commessi dolosamente*”. Distinguendo la fattispecie grave e dolosa meritevole di una sanzione penale da quella colposa e non grave meritevole di una sanzione amministrativa, la soluzione al problema della doppia sanzione per la stessa condotta sembra essere contenuta proprio nel testo della MAD II che delinea un apparato punitivo improntato alla c.d. progressione sanzionatoria, secondo la quale la condotta più pericolosa per i beni tutelati è quella meritevole di una sanzione più dura<sup>84</sup>.

---

<sup>83</sup> In proposito, Francesco Viganò, *Ne bis in idem e contrasto agli abusi di mercato: una sfida per il legislatore e i giudici italiani*, per *Diritto penale contemporaneo*, fasc. 1/2016, p. 200, afferma che “*la soluzione finale (ndr. al problema del ne bis in idem) appare dunque agnostica, o forse pilatesca, nella misura in cui rimpalla semplicemente agli Stati membri la responsabilità di decidere se e come articolare un regime di doppio binario – fermo in ogni caso l’obbligo di prevedere sanzioni penali – in modo da non violare il principio del ne bis in idem: ad esempio prevedendo campi di applicazione distinti per l’illecito penale e quello amministrativo, ovvero rinunciando del tutto alla sanzione amministrativa*” a norma dell’art. 30, par. 1, regolamento (UE) 596/2014”.

<sup>84</sup> In proposito, F. Mucciarelli, *La nuova disciplina eurounitaria sul market abuse: tra obblighi di criminalizzazione e ne bis in idem*, cit., p. 303: “*Invece che di un impianto a “doppio binario”, dove il medesimo fatto (la medesima fattispecie?) è assoggettata a due diverse sanzioni [...], l’assetto che sembra emergere dal complesso integrato costituito dal*

Tuttavia, se distinguere i casi dolosi da quelli colposi sembra essere un compito agevole, non si può dire lo stesso della distinzione tra casi gravi e casi non gravi: sorge il problema di dare una definizione alla locuzione “caso grave”. Il *considerando 11* si cimenta in questo compito adoperando però criteri vaghi e poco concreti<sup>85</sup> e precisando che “*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 può tener 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*”<sup>86</sup>. Il *considerando 12* attua la stessa operazione chiarificatrice in relazione alla manipolazione del mercato, tuttavia senza ottenere risultati migliori, ricercando la differenza tra caso grave e caso non grave nell’impatto sull’integrità del mercato, nel profitto ottenuto o potenziale, nella perdita evitata, nel danno cagionato al mercato ma anche nell’alterazione del valore degli strumenti finanziari manipolati, nell’ammontare di fondi utilizzati o nell’ipotesi in cui il *market manipulator* svolga una determinata funzione nel settore finanziario o presso autorità di vigilanza e regolamentazione<sup>87</sup>.

---

*Regolamento 596/2014 e dalla Direttiva 57/2014 suggerisce l’idea di un sistema unitario, improntato ad una sorta di gradualismo nel quale le sanzioni massime (quelle per le condotte maggiormente offensive: cioè per i “reati gravi” se commessi con dolo) debbono consistere necessariamente (anche) nella detenzione e debbono essere classificate come penali secondo i singoli ordinamenti nazionali (in relazione alla portata stigmatizzante riconosciuta a tal genere di comminatoria)”.*

<sup>85</sup> I criteri ritenuti idonei a identificare le fattispecie gravi di abuso di informazioni privilegiate, come anche quella di manipolazione del mercato, sono evanescenti e passibili di un accertamento discrezionale come nel caso dell’impatto sull’integrità dei mercati. Si tratta di elementi estranei alle fattispecie di pericolo tipizzate: preoccupa, infatti, come il legislatore europeo abbia usato elementi attinenti all’evento dei reati in esame che non dovrebbero rilevare in fase di accertamento della rilevanza penale di reati di pericolo.

<sup>86</sup> Sul tema, F. Mucciarelli, *L’insider trading nella rinnovata disciplina UE sugli abusi di mercato*, per Le Società, Wolters Kluwer, Milano, 2016, p. 57, argomenta sostenendo che “*si tratta di estremi nessuno dei quali è partecipe della condotta proscritta. [...] Il requisito afferente alla entità del profitto conseguito si presenta come l’unico connotato in termini di effettività concreta. [...] Non altrettanto può dirsi del profitto potenziale o della perdita evitata, che – a ben vedere – alludono a situazioni meramente congetturali. [...] Ancor meno perspicuo il riferimento all’impatto di livello elevato sull’integrità del mercato, la quale, al di là di una componente fortemente evocativa, ne riesce ben difficile la riduzione nei termini precisi necessari per fondare un criterio selettivo di tanta importanza*”.

<sup>87</sup> In accordo con F. Mucciarelli (vedi nota 86), M. Scoletta, *cit.*, p. 89, afferma che “*in conclusione, gli indici di gravità degli abusi di mercato indicati dalla Direttiva per definire l’area minima di intervento penale appaiono o forieri di insuperabili incertezze (anche qualora fossero ancorati a soglie numeriche tassative) oppure poco coerenti con i canoni razionali idealtipici delle scelte di criminalizzazione. A ciò si aggiunga, inoltre, che la loro vaghezza ed eterogeneità lascia agli Stati membri un margine di discrezionalità, nella concreta formulazione degli illeciti penali, tale da rendere difficilmente conseguibile l’obbiettivo di un’armonizzazione minima della risposta penale nei diversi ordinamenti giuridici nazionali*”.

L'ambito di applicazione della MAD II coincide con quello del MAR: anche la Direttiva, pertanto, ha ad oggetto gli abusi di mercato realizzati su strumenti finanziari ammessi alla negoziazione in mercati regolamentati o per i quali è stata presentata richiesta di ammissione, gli strumenti finanziari negoziati o ammessi alla negoziazione in sistemi multilaterali di negoziazione (MTF) o per i quali è stata presentata richiesta di ammissione, gli strumenti finanziari negoziati in sistemi organizzati di negoziazione (OTF) e gli strumenti finanziari il cui valore o prezzo dipende da uno strumento finanziario appartenente alle suddette categorie ovvero ha un effetto su tale prezzo o valore, compresi, ma non in via esclusiva, i *credit default swap* e i contratti finanziari differenziali.

L'incriminazione dell'abuso di informazioni privilegiate è contenuta nell'art. 3 della Direttiva e l'*incipit* sottolinea nuovamente l'opportunità di sanzionare penalmente la condotta in questione almeno nei casi gravi e allorquando sia commessa con dolo; per il resto la formulazione della norma non differisce da quella dell'art. 8 del MAR. È identica, infatti, l'incriminazione dell'abuso di informazioni privilegiate, della raccomandazione di operazioni e dell'induzione a compiere operazioni; identiche sono le qualifiche che rendono accessibile la condotta ed è considerato abuso, come anche nell'art. 8 del MAR, l'annullamento o la modifica di un ordine. La Direttiva, come il MAR, prevede che la fattispecie sia integrata da *insider* secondari a condizione che chi sfrutti comunicazioni, raccomandazioni o induzioni ricevute sappia che l'informazione comunicatagli è privilegiata o che l'operazione raccomandata o indotta si basa su un'informazione privilegiata. Tuttavia, il MAR, con la condizione posta dall'art. 8, sanziona anche la condotta realizzata da chi avrebbe dovuto essere, e non solo di chi è, consapevole della natura privilegiata dell'informazione comunicata o posta alla base della raccomandazione o induzione: vi è, quindi, una differente gradazione dell'elemento psicologico necessario ad integrare la responsabilità ai fini dei due provvedimenti, con il MAR che copre anche casi colposi di abuso da parte di *insider* secondari.

La comunicazione illecita di informazioni privilegiate è descritta dall'art. 4 della MAD II che si apre con la consueta formula che incarica gli Stati membri di adottare misure affinché la condotta in questione costituisca reato, almeno nei casi gravi e se commessa con dolo. Per il resto la fattispecie descritta coincide con quella descritta dal MAR, all'art. 10. È meritevole di sanzione chi possieda informazioni privilegiate in ragione delle qualifiche o circostanze di cui all'art. 3, par. 3, e le comunichi al di fuori del

normale esercizio di un lavoro, di una professione o della funzione che svolge. La comunicazione ad altre persone integra la fattispecie di comunicazione illecita qualora il soggetto che trasmette le informazioni sia consapevole della natura privilegiata delle stesse.

La fattispecie di manipolazione del mercato è illustrata dall'art. 5 che prevede di nuovo l'opportunità per gli Stati membri di sanzionare penalmente solo i casi gravi e dolosi. L'articolo in esame differisce per alcuni profili dall'art. 12 del MAR: innanzi tutto, non vengono individuate singolarmente le condotte idonee a manipolare il mercato, compito assolto dal paragrafo 2 dell'art. 12 del MAR. Infatti, la MAD II descrive la fattispecie di manipolazione del mercato distinguendo ancora una volta tra manipolazione operativa e informativa, ma senza intraprendere una descrizione casistica. Un'ulteriore differenza riguarda l'ambito applicativo: l'art. 12 sanziona le manipolazioni operative e informative che incidano in qualche modo sul prezzo, la domanda o l'offerta<sup>88</sup> di uno strumento finanziario o di un contratto a pronti su merci collegato. La Direttiva non copre, quindi, casi di manipolazione che incidano sul prezzo, la domanda e l'offerta di prodotti oggetto d'asta sulla base di quote di emissioni; fattispecie che, invece, rilevano ai sensi dell'art. 12 del MAR. Un'ulteriore differenza tra le due disposizioni sta nell'ambito di operatività: l'art. 5 della MAD II sanziona le condotte che forniscono segnali fuorvianti, fissino il prezzo ad un livello anomalo o artificiale o incidano su esso con artifici o espedienti; l'art. 12 del MAR, invece, ha un campo applicativo più vasto poiché include non solo le manipolazioni che forniscano segnali fuorvianti ma anche quelle che è “*probabile*” che li forniscano, non solo le manipolazioni che fissino il prezzo ad un livello anomalo o artificiale, ma anche quelle che è “*probabile*” che lo fissino, e così via. La sanzione penale, quindi, ai sensi della MAD II, è da adoperare nei casi in cui ci sia una effettiva e concreta lesione degli interessi tutelati: non basta la mera potenzialità, la quale invece è sanzionata solo a livello amministrativo. Altra divergenza tra le due disposizioni attiene alla possibilità per la Commissione, a norma dell'art. 12 MAR, “*di adottare atti delegati conformemente all'art. 35, che specifichino gli*

---

<sup>88</sup> Il riferimento all'influenza che la condotta manipolativa deve avere sull'offerta, sulla domanda o, anche, sull'indice di riferimento risulta, in un certo senso, pleonastico e lo stesso si può dire con riferimento al MAR. Il TUF, infatti, come si vedrà, indica solo l'alterazione dei prezzi come conseguenza della condotta manipolativa. In proposito, F. Consulich, *cit.*, p. 74, riassume affermando che “*è, dunque, il riferimento al prezzo il comune denominatore di tutte le lettere dell'elenco puntato formulato nell'art. 5 della Direttiva e non contraddice tale conclusione l'accostamento al prezzo dei termini “domanda”, “offerta” e “indici di riferimento” (o benchmark). Le prime due non sono che le “componenti elementari” la cui combinazione determina il valore di scambio di uno strumento finanziario od ogni altro strumento collegato, mentre l'ultimo è, da una parte, la sintesi dell'andamento di un “gruppo di prezzi” dei titoli collocati su un mercato e, dall'altra parte, la variabile cui è collegato il prezzo di altri strumenti finanziari derivati*”.

*indicatori stabiliti nell'allegato I, al fine di chiarirne gli elementi e tener conto degli sviluppi tecnici sui mercati finanziari*". Gli indicatori in questione sono tenuti in considerazione dalle autorità competenti al momento dell'attività di monitoraggio sui mercati al fine di individuare condotte manipolative. La MAD II, all'art. 5, non prevede tale possibilità<sup>89</sup> per la Commissione: ciò induce a pensare che le condotte manipolative individuate attraverso gli indicatori di cui all'allegato I del MAR siano sanzionabili solo ai sensi del MAR e, quindi, in via amministrativa<sup>90</sup>.

L'art. 6 impone agli Stati membri l'adozione di sanzioni penali anche nei confronti dell'induzione, del favoreggiamento e del concorso<sup>91</sup> in relazione ai reati di cui agli artt. 3 (*"Abuso di informazioni privilegiate, raccomandazione o induzione di altri alla commissione di abuso di informazioni privilegiate"*), 4 (*"Comunicazione illecita di informazioni privilegiate"*) e 5 (*"Manipolazione del mercato"*). Rilevante è, poi, il paragrafo 2 dell'art. 6 che impone agli Stati membri l'adozione di misure necessarie affinché sia punibile come reato il tentativo di abuso di informazioni privilegiate e di manipolazione del mercato<sup>92</sup>. Sembra, tuttavia, inappropriato sanzionare il tentativo di portare a termine condotte che integrano reati di pericolo: la disposizione anticiperebbe ancora di più la soglia di punibilità che già non necessita di un evento-danno; in breve, tale incriminazione *"comporterebbe la punizione di un pericolo di un pericolo"*<sup>93</sup>.

L'ultimo articolo che interessa esaminare è l'art. 7 della MAD II la cui rubrica recita *"Sanzioni penali per le persone fisiche"*. Innanzi tutto, è imposto agli Stati membri di adottare sanzioni penali *"effettive, proporzionate e dissuasive"*: la MAD II è stata

---

<sup>89</sup> La mancata previsione è riconducibile alla critica mossa dal CESE (Comitato economico sociale europeo) che ha evidenziato come una tale possibilità per la Commissione, inserita in un contesto normativo penale quale quello della MAD II, potesse costituire una violazione del principio della legalità della pena in quanto verrebbero sanzionate condotte non esplicitamente descritte dall'art. 5 MAD II. A riguardo, F. D'Alessandro, *cit.*, p. 96 evidenzia che *"di conseguenza (e paradossalmente) i fondamentali indicatori di manipolazione del mercato elencati nell'allegato in questione dovrebbero (in astratto) rilevare esclusivamente ai fini di quanto previsto dal Regolamento – id est, nei confini del presidio amministrativo – e non anche nell'ambito di operatività della Direttiva, col duplice risultato negativo di privare la fattispecie penale, già assai fragile quanto ad adeguata descrizione del tipo, di parametri indispensabili per la concreta individuazione del fatto offensivo, e di conferirle una vis expansiva verosimilmente inarrestabile, tale da offuscare la linea di demarcazione tra illecito penale e amministrativo"*.

<sup>90</sup> In tal senso, anche F. Mucciarelli, *La nuova disciplina eurolunitaria sul market abuse: tra obblighi di criminalizzazione e ne bis in idem*, *cit.*, p. 316: *"Non sembra revocabile in dubbio che i comportamenti descritti nel par. 2 dell'art. 12 Reg. 596/2014 dovrebbero costituire nella prospettiva del legislatore eurolunitario, forme di manipolazione del mercato da assoggettare a sanzione (anche detentiva) penale: dalla comparazione con la corrispondente disposizione della Direttiva emerge infatti in modo evidente – per differenza – che le condotte di manipolazione del mercato meritevoli del trattamento sanzionatorio più grave sono soltanto quelle contemplate nel primo paragrafo dell'art. 12 Reg. 596/2014, le uniche – a differenza di quelle enumerate nel paragrafo 2 del citato art. 12 Reg. – a essere state trasfuse nell'art. 5 Dir. 57/2014"*.

<sup>91</sup> Considerando 15, Direttiva (UE) 57/2014: *"La presente direttiva dovrebbe inoltre richiedere che gli Stati membri prevedano che anche l'induzione, il favoreggiamento e il concorso nella commissione dei reati possono essere punibili"*.

<sup>92</sup> Rileva, in questo caso, l'assenza del reato di comunicazione illecita di informazioni privilegiate, il cui tentativo quindi rimane, ai sensi della Direttiva (UE) 57/2014, non punibile.

<sup>93</sup> F. Consulich, *cit.*, p. 76.

adottata proprio al fine di dissuadere i consociati dal compiere condotte di abuso di mercato attraverso l'imposizione di sanzioni penali che, contraddistinte da una maggior severità rispetto alle sanzioni amministrative, possono svolgere al meglio questa funzione. Il paragrafo 2 dispone, per l'abuso di informazioni privilegiate e la manipolazione del mercato, la sanzione penale della reclusione il cui massimo edittale non deve essere inferiore a quattro anni; per quanto riguarda la comunicazione illecita di informazioni privilegiate, al paragrafo 3, è disposta la pena della reclusione il cui massimo edittale non deve essere inferiore ad anni due.

Concluso l'esame delle fonti normative comunitarie, risulta netta la differenza tra gli strumenti di tutela predisposti dalla MAD II e quelli predisposti dal MAR: quest'ultimo è un provvedimento che detta una disciplina regolamentare per combattere gli abusi di mercato non solo attraverso la sanzione amministrativa, ma anche attraverso dispositivi di prevenzione, obblighi di *disclosure* e un potenziamento dell'*enforcement*, al fine di tutelare il mercato e la fiducia degli investitori. La MAD II, invece, mira a tutelare i medesimi beni giuridici ma attraverso l'impiego di sanzioni penali<sup>94</sup> le quali, a norma dell'art. 83 TFUE, possono essere previste esclusivamente da "*norme minime*" in sfere di criminalità particolarmente grave che presentino una dimensione transnazionale ed evidenzino la necessità di dissuadere i consociati dal portare a termine condotte come quelle oggetto dell'elaborato. La sanzione penale, in un certo senso, si slega dalla natura della condotta posta in essere e viene, invece, applicata dove vi è la necessità di reprimere e stigmatizzare con più incisività fenomeni quali gli abusi di mercato<sup>95</sup>.

---

<sup>94</sup> Un'armonizzazione dei sistemi penali europei risulta un obiettivo ostico da ottenere in quanto la materia è prettamente nazionale. Ciò nonostante, l'Unione europea ha riconosciuto l'utilità che la sanzione penale può avere nel perseguire gli obiettivi delle politiche europee: "*senza dubbio, il diritto penale rappresenta un settore d'intervento sensibile in cui permangono sostanziali differenze tra ordinamenti nazionali, ad esempio in merito alle tipologie e livelli di sanzioni o alla classificazione di certe condotte come illeciti amministrativi o penali. Tuttavia, l'Unione europea può intervenire su lacune e carenze laddove questo rappresenti un valore aggiunto. Alla luce della dimensione transnazionale di molte fattispecie di reato, l'adozione di misure di diritto penale dell'Unione può servire a fare in modo che gli autori di detti reati non possano né nascondersi oltre frontiera né trarre profitto dalle discrepanze tra ordinamenti giuridici nazionali per scopi illeciti*" (Comunicazione della Commissione Europea, *Verso una politica penale dell'Unione europea: garantire l'efficace attuazione delle politiche dell'Unione attraverso il diritto penale*, COM(2011) 573, Bruxelles, 20 settembre 2011).

<sup>95</sup> In tal senso, S. Seminara, *Diritto Penale Commerciale, volume III, Il diritto penale del mercato mobiliare*, Giappichelli, Torino, 2018, p. 74: "*La strumentalizzazione del divieto penale al conseguimento di scopi come la credibilità del mercato finanziario o la fiducia degli investitori solleva forti perplessità a causa della traslazione operata tra lo scopo finale del divieto e la lesività intrinseca della condotta, assunta in una dimensione seriale e protratta su conseguenze talmente mediate e impalpabili da indurre a ravvisare un'esasperazione della funzione promozionale del diritto penale*".

### 3. La disciplina dell'informazione privilegiata

#### 3.1 La nozione di informazione privilegiata

L'importanza di una nozione comunitaria di informazione privilegiata rileva ai fini dell'individuazione di tutte le condotte che comportano lo sfruttamento di informazioni privilegiate: senza una definizione uniforme dell'oggetto di queste condotte illecite, probabilmente la repressione dell'abuso e della comunicazione illecita di informazioni privilegiate manifesterebbe notevoli profili di difformità tra gli Stati membri.

Già nel primo capitolo abbiamo accennato alla rilevanza dei flussi informativi sul mercato finanziario: le informazioni, infatti, muovono il prezzo degli strumenti finanziari in quanto orientano le decisioni degli investitori. In questo caso, si parla di informazioni disponibili al pubblico, ovvero informazioni comunicate al pubblico dagli stessi emittenti in adempimento degli obblighi di *disclosure* contenuti nel TUF. Ci sono, poi, altre informazioni, privilegiate, che non sono disponibili al pubblico e, pertanto, conferiscono un enorme e, soprattutto, indebito vantaggio ai soggetti che ne sono a conoscenza i quali potranno operare sul mercato prevedendo il senso delle prossime fluttuazioni di prezzo dello strumento cui l'informazione si riferisce. In questo modo, la superiorità informativa consente di concludere operazioni di mercato vantaggiose con il minimo rischio. Se il guadagno fosse il traguardo finale di una corsa, l'*insider* che ha a disposizione l'informazione privilegiata partirebbe con un notevole vantaggio rispetto agli altri investitori.

Nell'esaminare il MAR, ci siamo imbattuti nella definizione di informazione privilegiata<sup>96</sup>, contenuta all'art. 7 del medesimo Regolamento: proprio da lì è opportuno ripartire rammentando che, ai fini del MAR, per informazione privilegiata si intende *“un'informazione avente un carattere preciso, che non è stata resa pubblica, concernente, direttamente o indirettamente, uno o più emittenti o uno o più strumenti finanziari, e che, se resa pubblica, potrebbe avere un effetto significativo sui prezzi di tali strumenti finanziari o sui prezzi di strumenti finanziari derivati collegati”*. I requisiti che un'informazione deve avere per essere qualificata come privilegiata, pertanto, sono quattro: precisione, non-pubblicità, oggetto e capacità di influenzare il prezzo degli strumenti finanziari (c.d. *price sensitivity*). Alcuni di questi vengono definiti dallo stesso art. 7 MAR nei paragrafi successivi: ad esempio, nel paragrafo 2 è chiarito che un'informazione ha un carattere preciso *“se essa fa riferimento ad una serie di circostanze esistenti o che si può ragionevolmente ritenere che vengano a prodursi o a*

---

<sup>96</sup> Vedi cap. II, par. 2.2.

*un evento che si è verificato o del quale si può ragionevolmente ritenere che si verificherà e se tale informazione è sufficientemente specifica da permettere di trarre conclusioni sul possibile effetto di detto complesso di circostanze o di detto evento sui prezzi degli strumenti finanziari”*. La norma sostanzia, quindi, il requisito della precisione dell’informazione nella sua attinenza a circostanze e/o eventi accaduti, o che con concrete probabilità accadranno, riguardanti l’attività dell’emittente<sup>97</sup> e che segnalino, inoltre, il senso in cui avverrà la variazione di prezzo. La *ratio* di includere anche eventi che hanno buone probabilità di verificarsi, e non solo quelli già accaduti, è rinvenibile nella volontà di obbligare gli emittenti a rendere note le informazioni privilegiate immediatamente anticipando eventuali *insider* pronti a sfruttare la notizia, anche quando non certa.

Il requisito di gran lunga più caratteristico dell’informazione privilegiata è la sua non-pubblicità: infatti, se l’informazione fosse pubblica, l’*insider* non sarebbe detentore di alcun vantaggio informativo rispetto altri investitori e, ponendola alla base di una sua scelta di investimento, non integrerebbe alcun illecito. Con il requisito della non-pubblicità dell’informazione, si intende la sua “*generale inaccessibilità dovuta al persistente stato di segretezza*”<sup>98</sup> che si protrae nonostante l’obbligo di comunicare le informazioni privilegiate sancito all’art. 17 del MAR. L’informazione, al contrario, si ritiene pubblica quando l’emittente la comunica al mercato nel rispetto delle modalità previste dal MAR: rileva, quindi, il momento in cui l’informazione viene diffusa e diventa disponibile al pubblico, non la mera conoscenza individuale.

Quando si parla di oggetto dell’informazione, si fa riferimento a quella parte dell’art. 7 del MAR che recita “*concernente, direttamente o indirettamente, uno o più emittenti o uno o più strumenti finanziari*”<sup>99</sup>. Chiaramente, l’obbligo di comunicazione delle informazioni privilegiate di cui all’art. 17 del MAR si applica solo con riferimento alle *corporate information* e, quindi, alle informazioni generate dallo stesso emittente, le uniche che questo può comunicare nonostante anche le *market information*, ossia informazioni di stampo politico-economico o attinenti al mercato in generale, possano

---

<sup>97</sup> Ai fini della consumazione dell’illecito di abuso di informazioni privilegiate, tuttavia, il Tribunale di Milano ha sottolineato, nel caso *Unipol*, come anche un’informazione privilegiata falsa possa essere oggetto della condotta illecita in quanto basta che sia “*credibile ai destinatari e, se diffusa all’esterno possa avere una concreta rilevanza sui prezzi del mercato*” (Trib. Mil., 31 ottobre 2011, dep. 15 dicembre 2011).

<sup>98</sup> S. Seminara, *cit.*, p. 59.

<sup>99</sup> In proposito, A. Perrone, *cit.*, pp. 103-104, precisa che “*l’utilizzo degli avverbi direttamente e indirettamente chiarisce che le informazioni rilevanti possono attenersi all’emittente (c.d. corporate information: per esempio, la conclusione di un importante contratto con un cliente straniero) ovvero al contesto del mercato di riferimento (c.d. market information: per esempio la scoperta di una nuova tecnologia che rende obsoleto il processo utilizzato dall’emittente*”.

essere oggetto di abuso di informazioni privilegiate. La nozione di informazione privilegiata, quindi, presenta tratti caratteristici a seconda della disciplina di riferimento: nella disciplina di trasparenza “*all'emittente è richiesto di rendere nota al pubblico la sola informazione che lo riguardi direttamente*”<sup>100</sup>; diversamente nella disciplina dell'abuso di informazioni privilegiate la nozione è estesa anche alle *market information*.

L'ultimo requisito è quello della *price sensitivity*, ovvero l'idoneità dell'informazione, successivamente alla pubblicazione, a modificare il prezzo degli strumenti finanziari cui attiene l'informazione o quelli dell'emittente cui attiene l'informazione. Quanto a quest'ultimo aspetto, l'art. 7, par. 4, del MAR dà un parametro di riferimento, quello dell'investitore ragionevole: se l'informazione è *price sensitive* l'investitore medio adotterà scelte di investimento in base all'informazione ricevuta. L'incremento o il decremento generato, in generale, esprime il valore dell'informazione che fino al momento della pubblicazione non era computato nel prezzo dello strumento finanziario di riferimento. Tale influenza sul corso dei titoli, però, “*va accertata in relazione all'andamento dello specifico titolo in rapporto a quello medio del mercato in generale e può esprimersi anche nella stabilità del prezzo in un contesto generalizzato di ribasso delle quotazioni*”<sup>101</sup>: di conseguenza, un'informazione che al momento della pubblicazione genera un rialzo delle quotazioni in un momento di generale rialzo delle stesse, non sarà *price sensitive* e, quindi, neanche privilegiata, poiché il requisito prevede una determinata incisività sui prezzi tale da modificarne il normale andamento. L'*insider* sfrutta, quindi, uno scarto temporale tra il momento in cui apprende l'informazione e la pubblicazione della stessa per operare sul mercato e, successivamente alla pubblicazione dell'informazione, ottenere un guadagno indebito, poiché conquistato grazie ad un patrimonio informativo esclusivo e non disponibile al pubblico degli investitori.

La valutazione sul carattere privilegiato dell'informazione va condotta *ex ante* e in concreto: il *considerando* 14 del MAR, infatti, afferma che “*occorre considerare l'impatto previsto dell'informazione alla luce dell'attività complessiva dell'emittente in*

---

<sup>100</sup> Carmine Di Noia, Matteo Gargantini, Piergaetano Marchetti, Paolo Montalenti, Mario Stella Richter, Giovanni Strampelli, Umberto Tombari, Andrea Zoppini, *Informazione finanziaria e corporate governance nella società quotata*, Giappichelli, Torino, 2018, p. 11. Si afferma, tuttavia, che non sempre risulta semplice la distinzione tra *corporate information* e *market information*. L'esempio più classico è quello di una notizia di stampo politico-economico che abbia ricadute pesanti nell'attività d'impresa dell'emittente: in un caso del genere le ricadute interne all'emittente sono da considerare una conseguenza della *market information* o possono costituire una *corporate information* autonoma?

<sup>101</sup> S. Seminara, *cit.*, p. 63.

*questione, l'attendibilità della fonte di informazione, nonché ogni altra variabile di mercato che, nelle circostanze date, possa influire sugli strumenti finanziari”.*

Altra delicata tematica è quella delle informazioni che attengono ad una fase di una fattispecie a formazione progressiva e che, una volta conclusasi, può generare una informazione sensibile: la domanda che ci si pone è se qualificare la singola fase intermedia del procedimento come un'informazione privilegiata a sé stante o solo la conclusione del procedimento può vantarsi di tale qualifica. La risposta è contenuta nel *considerando* 16 del MAR ma anche nello stesso art. 7, al paragrafo 3: quest'ultimo, conformemente al citato *considerando*, dichiara che “*una tappa intermedia di un processo prolungato è considerata un'informazione privilegiata se, di per sé, risponde ai criteri fissati nel presente articolo riguardo le informazioni privilegiate*”, allineandosi alla regola affermata nel 2012 dalla Corte di Giustizia nel caso *Daimler*<sup>102</sup>. La precisazione è particolarmente rilevante in quanto l'estensione della qualifica di informazione privilegiata anche alle tappe intermedie di una fattispecie a formazione progressiva impone che anche tali informazioni siano comunicate al pubblico.

### 3.2 L'obbligo di comunicazione e la disciplina del ritardo

L'obbligo di comunicare le informazioni è il principale adempimento della c.d. disciplina di trasparenza che gli emittenti devono rispettare: lo scopo è quello di garantire che il mercato sia informato. Un mercato è informato quando gli investitori vengono edotti delle informazioni rilevanti e *price sensitive*: se gli investitori sono informati correttamente anche i prezzi degli strumenti finanziari, a loro volta, rispecchieranno limpidamente le informazioni circolanti sul mercato in quanto il prezzo di uno strumento finanziario è dettato dall'incrocio tra la curva della domanda e quella dell'offerta. La disciplina di trasparenza, quindi, è funzionale a contrastare non solo le asimmetrie informative tra emittenti e investitori, uno degli ostacoli alla ottimale allocazione del risparmio, ma anche a garantire un *pricing* corretto: infatti, da una parte, un investitore conscio delle informazioni che vengono pubblicate potrà fare scelte di

---

<sup>102</sup> “Gli articoli 1, punto 1, della direttiva 2003/6/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 28 gennaio 2003, relativa all'abuso di informazioni privilegiate e alla manipolazione del mercato (abusi di mercato), e 1, paragrafo 1, della direttiva 2003/124/CE della Commissione del 22 dicembre 2003, recante modalità di esecuzione della direttiva 2003/6 per quanto riguarda la definizione e la comunicazione al pubblico delle informazioni privilegiate e la definizione di manipolazione del mercato, devono essere interpretati nel senso che in una fattispecie a formazione progressiva diretta a realizzare una determinata circostanza o a produrre un certo evento possono costituire informazioni aventi un carattere preciso ai sensi di tali disposizioni non solo la detta circostanza o il detto evento, bensì anche le fasi intermedie di tale fattispecie collegate al verificarsi di questi ultimi” (CGUE, sez. II, 28 giugno 2012, C-19/11). La decisione si basa su fonti normative precedenti, ma su disposizioni confermate poi nel MAR.

investimento consapevoli e razionali, dall'altra, un *pricing* corretto e preciso si traduce in un miglior funzionamento del mercato e, quindi, in un incremento della fiducia degli investitori.

L'articolo di riferimento per gli obblighi di trasparenza, nel nostro ordinamento, è l'art. 114 TUF che impone agli emittenti di comunicare al pubblico le informazioni privilegiate ai sensi dell'art. 17 del Regolamento (UE) 596/2014. L'inserimento di una norma come l'art. 17, rubricato "*Comunicazione al pubblico di informazioni privilegiate*", in un Regolamento che ha lo scopo di combattere gli abusi di mercato, evidenzia un altro scopo della disciplina di trasparenza: infatti, attraverso la comunicazione e pubblicazione delle informazioni privilegiate si scongiurano condotte abusive quali l'*insider trading*, poiché il vantaggio informativo dell'*insider* viene annullato al momento della pubblicazione della notizia. Il legislatore, quindi, "*tramite l'imposizione di stringenti obblighi informativi, ha cercato di evitare la dimensione patologica della conoscenza delle informazioni privilegiate e di stabilire, per quanto possibile una situazione di pari opportunità*"<sup>103</sup>. La disciplina di trasparenza è strettamente legata alla disciplina sugli abusi di mercato e ponendosi in una fase antecedente, in un certo senso, si manifesta come un dispositivo di prevenzione degli abusi di mercato, e in particolare dell'abuso e della comunicazione illecita di informazioni privilegiate, nonostante il concetto di informazione privilegiata sia caratterizzato, come si è visto, da sfumature non comuni alle due discipline<sup>104</sup>.

Il MAR, infatti, che contiene una disciplina generale anche dei diversi dispositivi di prevenzione degli abusi di mercato, all'art. 17, impone agli emittenti di comunicare al pubblico quanto prima le informazioni privilegiate che li riguardano. L'emittente, poi, "*garantisce che le informazioni privilegiate siano rese pubbliche secondo modalità che consentano un accesso rapido e una valutazione completa, corretta e tempestiva delle*

---

<sup>103</sup> Francesco Gianni, *Market Abuse: l'informazione privilegiata e il mercato*, Milano 16 novembre 2009, p. 5.

<sup>104</sup> A questo proposito rileva anche una sentenza della Corte di Giustizia dell'Unione Europea, nella quale si sottolinea la differente sfumatura che il requisito della precisione dell'informazione privilegiata assume nella disciplina di trasparenza rispetto a quella degli abusi di mercato: nella prima, infatti, non c'è necessità che l'informazione permetta di prevedere il senso della fluttuazione del prezzo; al contrario, nella fattispecie di abuso di informazioni privilegiate, l'informazione deve indicare necessariamente il senso della variazione poiché è proprio sulla base della futura variazione che va ad operare l'*insider*. "*Tenuto conto dell'insieme delle suesposte considerazioni, occorre rispondere alla questione sollevata dichiarando che l'articolo 1, punto 1, della direttiva 2003/6 e l'articolo 1, paragrafo 1, della direttiva 2003/124 devono essere interpretati nel senso che non esigono, affinché determinate informazioni possano essere considerate come informazioni aventi carattere preciso ai sensi delle citate disposizioni, che sia possibile dedurre, con un grado di probabilità sufficiente, che l'influenza potenziale di tali informazioni sui prezzi degli strumenti finanziari in questione si eserciterà in un senso determinato, una volta che esse saranno rese pubbliche*" (CGUE, sez. II, 11 marzo 2015, C-628/13).

informazioni da parte del pubblico”<sup>105</sup> e le conserva per un periodo di almeno cinque anni sul suo sito web. Tale obbligo viene imposto, a livello nazionale, dall’art. 114 TUF rubricato “*Comunicazioni al pubblico*” che impone anche agli emittenti di impartire alle controllate le disposizioni opportune affinché anch’esse siano nella condizione di rispettare gli obblighi di trasparenza contenuti nel MAR. Il legislatore comunitario, a norma dell’art. 17, par. 4, concede, tuttavia, agli emittenti di ritardare la comunicazione di informazioni privilegiate a patto che siano rispettate le seguenti condizioni: a) la comunicazione immediata pregiudicherebbe probabilmente i legittimi interessi dell’emittente o del partecipante al mercato delle quote di emissioni<sup>106</sup>, b) il ritardo nella comunicazione probabilmente non avrebbe l’effetto di fuorviare il pubblico<sup>107</sup>, c) l’emittente o il partecipante al mercato delle quote di emissioni è in grado di garantire la riservatezza di tali informazioni. Il paragrafo prosegue affermando la possibilità, per gli emittenti, di ritardare la comunicazione di un’informazione privilegiata qualora

---

<sup>105</sup> Art. 17, par. 1, Regolamento (UE) 596/2014.

<sup>106</sup> “Per gli scopi previsti dall’articolo 17, paragrafo 4, lettera a), del regolamento MAR, i casi in cui la comunicazione immediata pregiudicherebbe probabilmente i legittimi interessi degli emittenti possono includere, senza limitazione alcuna, le seguenti circostanze: a) l’emittente sta conducendo trattative il cui esito sarebbe probabilmente compromesso dalla comunicazione immediata al pubblico. Alcuni esempi delle suddette trattative possono riguardare quelle relative a fusioni, acquisizioni, scissioni e scorpori, acquisti o cessioni di attività rilevanti o di rami di attività aziendali, ristrutturazioni e riorganizzazioni; b) la sostenibilità finanziaria dell’emittente risulta in serio e imminente pericolo, sia pure non ricadente all’interno dell’ambito della legge fallimentare applicabile, e la comunicazione immediata al pubblico di informazioni privilegiate pregiudicherebbe seriamente gli interessi degli azionisti esistenti e potenziali, compromettendo la conclusione delle trattative imbastite per garantire il risanamento finanziario dell’emittente; c) le informazioni privilegiate si ricollegano a decisioni prese o a contratti stipulati dall’organo direttivo di un emittente i quali necessitano, in conformità con le leggi nazionali o lo statuto interno dell’emittente, dell’approvazione di un altro organo dell’emittente diverso dall’assemblea generale degli azionisti al fine di entrare in vigore, a condizione che: I. la comunicazione immediata al pubblico di dette informazioni prima di una decisione definitiva in tal senso possa compromettere la corretta valutazione delle informazioni da parte del pubblico; e II. l’emittente abbia disposto che la decisione definitiva sarà presa quanto prima; d) l’emittente ha sviluppato un prodotto o un’invenzione e la comunicazione immediata al pubblico di dette informazioni potrebbe compromettere i diritti di proprietà intellettuale dell’emittente; e) l’emittente sta pianificando l’acquisto o la vendita di partecipazioni azionarie rilevanti in un’altra entità e la comunicazione di dette informazioni potrebbe compromettere l’attuazione di tale piano; f) un’operazione annunciata in precedenza è soggetta all’approvazione di un’autorità pubblica e tale approvazione risulta subordinata al soddisfacimento di requisiti aggiuntivi, laddove la comunicazione immediata al pubblico di detti requisiti possa influenzare la capacità dell’emittente di soddisfarli e pregiudichi pertanto il successo finale dell’accordo o dell’operazione” (ESMA 2016/1478 IT, Orientamenti relativi al regolamento sugli abusi di mercato (MAR): ritardo nella comunicazione al pubblico di informazioni privilegiate, 20 ottobre 2016).

<sup>107</sup> “Per gli scopi previsti dall’articolo 17, paragrafo 4, lettera b), del regolamento MAR, le situazioni in cui il ritardo nella comunicazione di informazioni privilegiate può indurre in errore il pubblico includono almeno le circostanze seguenti: a) le informazioni privilegiate di cui l’emittente intende ritardare la comunicazione sono sostanzialmente differenti dalla precedente dichiarazione pubblica dell’emittente in merito all’argomento a cui fanno riferimento le informazioni privilegiate; o b) le informazioni privilegiate di cui l’emittente intende ritardare la comunicazione riguardano il fatto che gli obiettivi finanziari dell’emittente non saranno probabilmente raggiunti, laddove tali obiettivi siano stati precedentemente annunciati in forma pubblica; o c) le informazioni privilegiate di cui l’emittente intende ritardare la comunicazione sono in contrasto con le aspettative del mercato, laddove tali aspettative siano fondate su segnali precedentemente inviati dall’emittente al mercato, quali interviste, campagne promozionali itineranti o qualsivoglia altro tipo di comunicazione organizzata dall’emittente o con il consenso del medesimo” (ESMA 2016/1478 IT, Orientamenti relativi al regolamento sugli abusi di mercato (MAR): ritardo nella comunicazione al pubblico di informazioni privilegiate, 20 ottobre 2016).

questa sia attinente ad una fase di una fattispecie a formazione progressiva, a patto comunque che siano rispettate le condizioni di cui sopra. L'emittente, poi, deve immediatamente informare l'autorità competente del ritardo delle comunicazioni, e, successivamente, dopo la diffusione delle stesse deve fornire una spiegazione per iscritto alla stessa autorità che chiarisca come sono state rispettate le condizioni di cui sopra. Il TUF, all'art. 114, co. 3, recepisce proprio questa disposizione, imponendo agli emittenti, in caso di ritardo, di trasmettere alla CONSOB la documentazione comprovante la simultanea presenza delle tre note condizioni. L'art. 17, par. 7, MAR, prevede, in caso di ritardo della comunicazione, che, qualora non possa essere più garantita la riservatezza dell'informazione, l'emittente debba diffondere quanto prima l'informazione in modo che questa sia disponibile a tutti e non solo a chi possa approfittare della sua erronea divulgazione.

Si evince dai testi del MAR e del TUF che i legislatori hanno dovuto bilanciare due diversi interessi: da una parte l'efficienza informativa del mercato che si ottiene con una *disclosure* precisa e puntuale, dall'altra l'interesse dell'emittente alla segretezza delle informazioni che lo riguardano. Il bilanciamento è, ragionevolmente, a favore dell'interesse al buon funzionamento del mercato e alla corretta formazione dei prezzi; all'emittente, tuttavia, è concesso un ritardo della comunicazione di informazioni ma solo alle determinate condizioni, cui si è fatto cenno, che devono essere rispettate cumulativamente: è sufficiente anche solo che la riservatezza dell'informazione non possa essere più garantita o che il pubblico sia fuorviato dalla mancata comunicazione e l'interesse all'integrità del mercato prende il sopravvento obbligando l'emittente a diffondere immediatamente l'informazione, come conferma l'art. 17, par. 7, MAR.

## Capitolo III: La disciplina nazionale

**Sommario:** 1. Il recepimento della disciplina comunitaria - 2. Abuso di informazioni privilegiate – 2.1 La fattispecie penale – 2.2 La fattispecie amministrativa – 3. Manipolazione del mercato – 3.1 La fattispecie penale – 3.2 La fattispecie amministrativa – 4. Responsabilità degli enti – 5. Enforcement – 5.1 L'accertamento della CONSOB – 5.2 Il procedimento sanzionatorio - 5.3 Il rapporto tra i procedimenti

### 1. Il recepimento della disciplina comunitaria

Il tormentato recepimento della disciplina imposta dal MAR e dalla MAD II è stato inaugurato con l'approvazione da parte del Parlamento della legge 9 luglio 2015, n. 114<sup>108</sup> (legge di delegazione europea 2014), che, all'art. 11, delegava il Governo ad adottare un decreto legislativo per l'attuazione dei suddetti provvedimenti. Di particolare rilevanza è il fatto che l'articolo in esame abbia incaricato il Governo del recepimento non solo della Direttiva (UE) 57/2014, ma anche del Regolamento (UE) 596/2014 che, in quanto tale, è direttamente applicabile nel nostro ordinamento e non avrebbe necessitato di alcuna trasposizione interna: in realtà alcune delle sue disposizioni, come evidenziato nel precedente capitolo, stentano a essere definite *self-executing*.

L'art. 11 delegava, quindi, il Governo a riformare il TUF indicando altresì i principi e i criteri direttivi cui l'esercizio della delega avrebbe dovuto conformarsi. Innanzi tutto, la norma imponeva la modifica del Testo Unico Finanziario per conformarlo alle disposizioni del MAR che, a norma dell'art. 39, par. 3 dello stesso Regolamento, necessitavano di essere recepite: quelle attinenti le autorità competenti (art. 22), i loro poteri istruttori (art. 23) e sanzionatori (art. 30), quelle in materia di esercizio dei poteri di controllo e di imposizione delle sanzioni (art. 31), in materia di segnalazione delle violazioni (art. 32) e di pubblicazione delle decisioni dell'autorità competente (art. 34). Veniva, inoltre, disposto l'adeguamento del TUF agli artt. 24, 25, 26 del MAR in materia di cooperazione tra le singole autorità competenti, con l'ESMA e con le autorità competenti di Stati terzi. Rilevava, poi, con riferimento alle fattispecie amministrative di abuso di informazioni privilegiate e di manipolazione del mercato, la modifica dei minimi edittali da fissare in misura non inferiore a ventimila euro. Con riferimento alla

---

<sup>108</sup> Pubblicata in G.U. Serie Generale n. 176 del 31 luglio 2015.

confisca, la delega imponeva di rivedere l'art. 187-*sexies*<sup>109</sup> TUF affinché il provvedimento avesse ad oggetto il profitto derivante dall'illecito, anche per equivalente. Ciò che più interessa ai fini del presente elaborato, tuttavia, sono i punti che attenevano all'individuazione dei casi gravi e dolosi di abuso di mercato da punire con sanzioni penali effettive, proporzionate e dissuasive, “fermo restando un sistema di sanzioni amministrative proporzionato, efficace e dissuasivo”<sup>110</sup>. L'individuazione dei casi gravi e dolosi sarebbe dovuta avvenire, a norma del citato art. 11, lettera l), sulla base dei criteri suggeriti dalla MAD II, ossia “la qualificazione soggettiva dei trasgressori, come nel caso in cui essi siano esponenti aziendali degli emittenti, ovvero esponenti delle autorità di vigilanza o di governo, ovvero persone coinvolte in organizzazioni criminali ovvero persone che abbiano già commesso in passato lo stesso tipo di illecito di abuso di mercato”. Le disposizioni di cui sopra palesavano la consapevolezza, da parte del nostro Parlamento, del rischio concreto di una violazione del principio del *ne bis in idem* allorché fossero imposte due sanzioni per la medesima condotta. Ecco perché lo stesso Parlamento si era raccomandato di assegnare le sanzioni penali solo ai casi dolosi e gravi di abuso di mercato, contraddistinti da elementi che manifestassero la necessità di una repressione più severa quali, ad esempio, il particolare ruolo ricoperto dal soggetto agente ma anche, come dichiara la MAD II nei *considerando* 11 e 12, l'ingenuità del profitto o l'elevato impatto che la condotta ha avuto sui mercati. Il legislatore, con la successiva lettera m) dello stesso articolo, si era prefissato, quindi, l'obiettivo di evitare il cumulo sanzionatorio attraverso la distinzione delle fattispecie o attraverso previsioni che consentissero l'applicazione della sola sanzione più grave ovvero che imponessero all'autorità giudiziaria o alla CONSOB di tenere conto, al momento dell'irrogazione delle sanzioni di propria competenza, delle misure punitive già irrogate. Tuttavia, nell'originario schema del decreto legislativo, il Governo manifestò la volontà di adeguare la normativa interna alle sole disposizioni del MAR, in quanto riteneva che il TUF fosse già conforme alla MAD II<sup>111</sup>. Forse anche

---

<sup>109</sup> In proposito, è doveroso segnalare che la Corte Costituzionale, con sentenza 6 marzo 2019, n. 112, ha dichiarato l'illegittimità costituzionale dell'art. 187-*sexies* TUF, nel testo originariamente introdotto dall'art. 9, co. 2, lettera a), della legge 18 aprile 2005, n. 62, nella parte in cui prevede la confisca obbligatoria, diretta o per equivalente, del prodotto dell'illecito e dei beni utilizzati per commetterlo, e non del solo profitto e, in via consequenziale, ai sensi dell'art. 27 della legge 11 marzo 1953, n. 87, ha dichiarato l'illegittimità costituzionale dell'art. 187-*sexies* TUF nella versione risultante dalle modifiche apportate dall'art. 4, co. 14, del decreto legislativo 10 agosto 2018, n. 107, nella parte in cui prevede la confisca obbligatoria, diretta o per equivalente, del prodotto dell'illecito, e non del solo profitto.

<sup>110</sup> Art. 11, co. 1, lettera i), legge n. 114/2005.

<sup>111</sup> Rileva sul punto, la Relazione illustrativa del disegno di legge d'iniziativa governativa n. S-1758 recante “*Delega al Governo per il recepimento delle direttive europee e l'attuazione di altri atti dell'Unione europea – Legge di delegazione europea 2014*”, che chiarisce che fra gli atti da recepire “è stata espunta la direttiva (UE) 57/2014 relativa alle sanzioni

per tali ragioni, la delega contenuta nella legge n. 114/2015 è stata lasciata scadere e il suo mancato esercizio è, tutt'oggi, considerato come un'occasione persa<sup>112</sup>.

In seguito, il legislatore è nuovamente intervenuto sul tema, prevedendo, con l'articolo 8 della legge 25 ottobre 2017, n. 163<sup>113</sup> (legge di delegazione europea 2016/2017), la delega al Governo per l'adeguamento della normativa nazionale contenuta nel TUF alle disposizioni del MAR: il 3 luglio 2016, infatti, era entrato in vigore il Regolamento ma senza un adeguamento della disciplina interna che avrebbe potuto generare antinomie normative. Questa delega al recepimento del solo MAR, e non della MAD II, sembrerebbe trovare giustificazione nel fatto che la Direttiva avrebbe dovuto già trovare recepimento entro il 3 maggio 2016, ai sensi del combinato disposto dall'art. 31<sup>114</sup> della legge 24 dicembre 2012, n. 234<sup>115</sup> (*“Norme generali sulla partecipazione dell'Italia alla formazione e all'attuazione della normativa e delle politiche dell'Unione europea”*) e dall'art. 13 della stessa MAD II. A ciò si aggiunga che il Governo riteneva il TUF già conforme alle disposizioni contenute nella MAD II e non avrà certamente contestato l'assenza della delega a dare esecuzione alla Direttiva.

Ad una prima lettura, l'art. 8, legge n. 163/2017 sembra avvalorare tale tesi poiché non fa alcun riferimento alla MAD II: oltre ad alcune modifiche in materia di comunicazione di informazioni privilegiate<sup>116</sup>, la norma richiama molti punti della delega di cui all'art.

---

*penali in caso di abusi di mercato poiché (...) non risultano necessarie misure nazionali per la sua adozione in quanto l'ordinamento nazionale è già conforme”.*

<sup>112</sup> *“In proposito, mi sia consentito richiamare quanto espresso in premessa circa il percorso che non ha portato alla attuazione della disciplina contenuta nella direttiva MAD 2. Come ho già detto l'apposita delega legislativa per la riforma degli abusi di mercato, conferita dal Parlamento con la legge di delegazione del 2014 (l. n. 114/2015) conteneva all'art. 11, apposito incarico al Governo affinché desse attuazione all'intero apparato normativo di derivazione UE (MAR e MAD 2). Purtroppo, come Estragone e Vladimiro nella pièce di Beckett, non possiamo andarcene, e forse “ci siamo sbagliati di posto?”, infatti la complessiva disciplina per la riforma degli abusi di mercato non è contenuta se non parzialmente nello schema di decreto oggi all'esame. Il testo del decreto contiene un riferimento che forse è originato dal tentativo di arginare gli effetti sul nostro ordinamento delle recenti pronunce del Giudice di Strasburgo e del Giudice di Lussemburgo, in particolare con riguardo alla peculiarità della scelta da tempo operata dal Legislatore nazionale di consentire l'irrogazione di sanzioni amministrative e penali per fatti di abuso di mercato”* (Audizione dinanzi alle Commissioni riunite Giustizia e Finanze, presso l'Aula della Commissione Finanze, nell'ambito dell'esame dello schema di decreto legislativo recante *“Norme di adeguamento della normativa nazionale alle disposizioni del regolamento (UE) n. 596/2014 relativo agli abusi di mercato e che abroga la direttiva 2003/6/CE e le direttive 2003/124/CE, 2003/125/CE e 2004/72/CE”*, Intervento del Commissario CONSOB, Giudice Giuseppe Maria Berruti).

<sup>113</sup> Pubblicata in G.U. Serie Generale n. 259 del 6 novembre 2017.

<sup>114</sup> L'art. 31, co. 1, legge n. 234/2012, così recita: *“In relazione alle deleghe legislative conferite con la legge di delegazione europea per il recepimento delle direttive, il Governo adotta i decreti legislativi entro il termine di due mesi antecedenti a quello di recepimento indicato in ciascuna delle direttive; per le direttive il cui termine così determinato sia già scaduto alla data di entrata in vigore della legge di delegazione europea, ovvero scada nei tre mesi successivi, il Governo adotta i decreti legislativi di recepimento entro tre mesi dalla data di entrata in vigore della medesima legge; per le direttive che non prevedono un termine di recepimento, il Governo adotta i relativi decreti legislativi entro dodici mesi dalla data di entrata in vigore della legge di delegazione europea”.* Il termine per recepire la MAD II, indicato all'art. 13, è il 3 luglio 2016.

<sup>115</sup> Pubblicata in G.U. Serie Generale n. 3 del 4 gennaio 2013.

<sup>116</sup> Ai sensi della delega contenuta nella legge n. 163/2017, il Governo è tenuto a: *a1)* rivedere l'articolo 114, comma 7, del TUF nella parte in cui prescrive gli obblighi di comunicazione delle operazioni effettuate su azioni dell'emittente

11 della legge n. 114/2015, incaricando il Governo di adeguare il TUF a tutte le disposizioni del MAR che, a norma dell'art. 39, necessitavano di recepimento<sup>117</sup> e a quelle in materia di cooperazione tra le singole autorità competenti degli Stati membri, con l'ESMA e con le autorità competenti di Stati terzi (artt. 24, 25, 26). La grande differenza tra le due deleghe, tuttavia, attiene all'approccio nei confronti della questione del doppio binario sanzionatorio: da una parte, l'art. 11, legge n. 114/2015, faceva chiaro riferimento alla MAD II nell'affermare che le sanzioni penali avrebbero dovuto essere irrogate solo in casi dolosi e gravi, lasciando l'alternativa tra una distinzione delle fattispecie e la previsione di norme che consentissero di temperare il doppio binario sanzionatorio per risolvere la questione; l'art. 8, legge n. 163/2017, dall'altra, ha incaricato il Governo esclusivamente di attenuare il cumulo sanzionatorio con una modifica dell'art. 187-terdecies TUF, in materia di rapporto tra procedimento penale e amministrativo, *“prevedendo che l'autorità giudiziaria o la CONSOB tengano conto, al momento dell'irrogazione delle sanzioni di propria competenza, delle misure punitive già irrogate nonché disponendo che l'esecuzione delle sanzioni, penali e amministrative, aventi la medesima natura, sia limitata alla parte eccedente a quella già eseguita o scontata”*<sup>118</sup>. Sembra, quindi, che il legislatore, nel redigere l'art. 8 della legge n. 163/2017, non abbia tenuto conto della MAD II e delle sue indicazioni in materia di distinzione delle fattispecie (*considerando* 10, 11, 12), preoccupandosi solo di adeguare il TUF al MAR e di mitigare l'onerosità della violazione del *ne bis in idem* attraverso meccanismi, non previsti certamente dagli atti comunitari, come quello di cui all'art. 187-terdecies TUF.

La delega contenuta nella legge n. 163/2017 è stata esercitata con l'emanazione del decreto legislativo n. 107/2018 che si è limitato al recepimento delle disposizioni del solo MAR, nonostante le richieste di provvedere ad un'attuazione anche della MAD

---

quotato in capo agli azionisti rilevanti e di controllo, nel rispetto dei principi indicati dall'articolo 14, commi 24-*bis* e seguenti, della legge 28 novembre 2005, n. 246, e successive modificazioni; a2) rivedere l'articolo 116 del TUF in modo da garantire la tutela degli investitori, attribuendo alla CONSOB il potere di stabilire con Regolamento gli obblighi di comunicazione delle informazioni necessarie per la valutazione degli strumenti finanziari da parte del pubblico, nei confronti degli emittenti strumenti finanziari diffusi in misura rilevante; b) apportare al TUF le modifiche e le integrazioni necessarie per dare attuazione alle disposizioni del MAR e provvedere ad abrogare espressamente le norme dell'ordinamento nazionale riguardanti gli istituti disciplinati dal Regolamento anzidetto; in particolare, rivedere la disciplina in materia di ritardo della comunicazione al pubblico di informazioni privilegiate, ai sensi dell'articolo 114 del TUF prevedendo la trasmissione su richiesta della CONSOB della documentazione comprovante il rispetto delle condizioni a tal fine richieste dall'articolo 17 del MAR.

<sup>117</sup> Vedi nota 69.

<sup>118</sup> Art. 8, co. 3, lettera f), legge n. 163/2017 (legge di delegazione europea 2016-2017).

II<sup>119</sup>. E proprio per il mancato recepimento della Direttiva, la Commissione europea ha avviato, nei confronti dell'Italia, una procedura di infrazione<sup>120</sup>.

Il richiamato decreto legislativo n. 107/2018 ha modificato il Titolo I-*bis* della Parte V del TUF a partire dalle definizioni di “strumento finanziario” (art. 180 TUF) e “informazione privilegiata” (art. 181 TUF). L'art. 180 TUF è stato adeguato al dettato comunitario e la nozione di strumento finanziario è stata ampliata<sup>121</sup> in modo da includere gli strumenti finanziari negoziati su piattaforme alternative e da rispecchiare, così, la nozione elaborata dalla disciplina comunitaria in materia di abusi di mercato. Con riferimento alla nozione di informazione privilegiata, invece, il decreto legislativo n. 107/2018 ha abrogato l'art. 181 TUF che fino ad allora ne conteneva la definizione rinviando, di fatto, alla nozione contenuta nell'art. 7, MAR.

Le fattispecie penali sono state sfiorate dalla riforma in esame, ma solo per essere coordinate alle disposizioni regolamentari del MAR: lo dimostra la modifica dell'art. 184 TUF (Abuso di informazioni privilegiate) che, alla lettera *b*), ha inserito, con riferimento alla condotta di comunicazione di informazioni privilegiate (*tipping*), la causa di giustificazione del sondaggio di mercato effettuato ai sensi dell'art. 11 del MAR<sup>122</sup>. Sempre con riferimento all'art. 184 TUF, la riforma in esame è stata da molti e a lungo criticata poiché ha lasciato un incolmabile vuoto di tutela non prevedendo sanzioni penali anche per il c.d. *insider* secondario, ovvero colui che abbia ottenuto a qualsiasi titolo un'informazione privilegiata (ad es. attraverso un *tip*). Questa lacuna, tuttavia, non stupisce: la disposizione che prevede la sanzione penale della reclusione per una durata massima non inferiore a quattro anni anche per l'*insider* secondario è contenuta nella MAD II (art. 7, par. 2) che, com'è noto, non è stata recepita dal decreto

---

<sup>119</sup> La Corte Costituzionale, ad esempio, si è rivolta al Parlamento invitandolo a riflettere sull'opportunità di novellare l'impianto col fine di conformarlo alle disposizioni della Direttiva (UE) 57/2014: “*Proprio l'esigenza di immediato adeguamento alla citata direttiva 2014/57/UE militerebbe a favore dell'accoglimento della questione proposta in via principale, volta ad ottenere la dichiarazione di illegittimità costituzionale dell'art. 187-bis, comma 1, del d.lgs. n. 58 del 1998 nella parte in cui prevede «Salve le sanzioni penali quando il fatto costituisce reato» anziché «Salvo che il fatto costituisca reato»*” (Corte Cost., 8 marzo 2016, n. 102).

<sup>120</sup> Vedi nota 10.

<sup>121</sup> La nozione di strumento finanziario, infatti, con la riforma operata dal decreto legislativo n. 107/2018, viene estesa a: I) gli strumenti finanziari ammessi alla negoziazione o per i quali è stata presentata richiesta di ammissione alle negoziazioni in un sistema multilaterale di negoziazione di ogni paese membro dell'Unione europea (MTF); II) gli strumenti finanziari negoziati su un sistema organizzato di negoziazione (OTF); III) gli strumenti finanziari negoziati al di fuori di sedi di negoziazione (OTC).

<sup>122</sup> Ai sensi dell'art. 11, Regolamento (UE) 596/2014, i sondaggi di mercato consistono in comunicazioni di informazioni, anteriormente all'annuncio di un'operazione, al fine di valutare l'interesse di potenziali investitori per una possibile operazione e le relative condizioni, come le dimensioni potenziali o il prezzo, a uno o più potenziali investitori da parte di: *a*) un emittente; *b*) un offerente sul mercato secondario di uno strumento finanziario, in quantità e valore tali da distinguere l'operazione dalle normali negoziazioni e da implicare un metodo di vendita basato sulla valutazione preliminare del potenziale interesse da parte dei potenziali investitori; *c*) un terzo che agisce in nome o per conto di una persona di cui alla lettera *a*), *b*) o *c*).

legislativo in commento. La riforma ha modificato l'art. 184 TUF novellando anche il comma 3-*bis* che, così riformulato, prevede una fattispecie contravvenzionale nei casi di abuso di informazioni privilegiate in operazioni relative a strumenti finanziari di cui allo stesso art. 180, co. 1, lettera *a*), numeri 2, 2-*bis* e 2-*ter*<sup>123</sup>. La stessa modifica viene apportata all'art. 185 TUF che al comma 2-*bis* prevede una fattispecie contravvenzionale nei casi di manipolazione del mercato su strumenti finanziari di cui all'art. 180, co. 1, lettera *a*), numeri 2, 2-*bis* e 2-*ter*.

Si è constatato come la riforma abbia solo sfiorato le fattispecie penali per coordinarle alle disposizioni regolamentari del MAR: il decreto legislativo n. 107/2018 ha inserito, infatti, il comma 1-*bis* all'art. 185 TUF che contiene una causa di giustificazione, parallela a quella inserita nell'art. 184 TUF, per la quale *“non è punibile chi ha commesso il fatto per il tramite di ordini di compravendita o operazioni effettuate per motivi legittimi e in conformità a prassi di mercato ammesse, ai sensi dell'art. 13 del regolamento (UE) 596/2014”*. L'ultima modifica apportata alla fattispecie di manipolazione del mercato attiene nuovamente al campo applicativo della norma: oltre alla riformulazione del comma 2-*bis*, è stato inserito il comma 2-*ter* che dispone l'applicazione del presente articolo anche: *“a) ai fatti concernenti i contratti a pronti su merci che non sono prodotti energetici all'ingrosso, idonei a provocare una sensibile alterazione del prezzo o del valore degli strumenti finanziari di cui all'articolo 180, comma 1, lettera a); b) ai fatti concernenti gli strumenti finanziari, compresi i contratti derivati o gli strumenti derivati per il trasferimento del rischio di credito, idonei a provocare una sensibile alterazione del prezzo o del valore di un contratto a pronti su merci, qualora il prezzo o il valore dipendano dal prezzo o dal valore di tali strumenti finanziari; c) ai fatti concernenti gli indici di riferimento (benchmark)”*<sup>124</sup>.

Per quanto riguarda le fattispecie amministrative di abuso di informazioni privilegiate e manipolazione del mercato, il decreto legislativo n. 107/2018 ha modificato gli artt. 187-*bis* e 187-*ter* TUF usufruendo della tecnica del rinvio, rispettivamente agli artt. 14 e 15 del MAR che contengono i divieti di mettere in pratica le condotte menzionate<sup>125</sup>. Sono

---

<sup>123</sup> Vedi nota 121.

<sup>124</sup> Ai sensi dell'art. 3, par. 1, n. 29, del MAR, l'indice di riferimento (*benchmark*) è un qualsiasi tasso, indice o numero, messo a disposizione del pubblico o pubblicato, che è determinato periodicamente o regolarmente applicando una formula al valore di una o più attività o prezzi sottostanti, comprese stime di prezzi, tassi d'interesse o altri valori effettivi o stimati, ovvero a sondaggi, e sulla base di tali elementi è determinato l'importo da corrispondere per uno strumento finanziario o il valore di uno strumento finanziario. L'accuratezza e l'integrità della determinazione degli indici di riferimento è oggi garantita dal Regolamento (UE) 1011/2016 del Parlamento europeo e del Consiglio, adottato l'8 giugno 2016, in vigore dal gennaio 2018, meglio noto come Financial Benchmarks Regulation (FBR).

<sup>125</sup> “Il comma 9 e il comma 10 (ndr. dell'art. 4, decreto legislativo n. 107/2018) riformulano gli articoli 187-*bis* e 187-*ter*, relativi alle sanzioni amministrative, delimitandone i precetti alle violazioni dei divieti di abuso previsti dagli articoli 14

stati fissati i massimi edittali a cinque milioni di euro, adeguandoli al disposto dell'art. 30 del MAR. Ciò che il decreto legislativo ha lasciato immutato è il peculiare *incipit* che fa “*salve le sanzioni penali quando il fatto costituisce reato*”: pertanto, è rimasto intatto il regime a doppio binario sanzionatorio introdotto con la legge n. 62/2005. Il decreto legislativo ha seguito, infatti, l'indirizzo suggerito dalla legge n. 163/2017 che ha imposto la modifica dell'art. 187-*terdecies* TUF per temperare il cumulo sanzionatorio e garantirne la proporzionalità anziché distinguere le fattispecie<sup>126</sup> come, invece, aveva suggerito la precedente legge delega n. 114/2015, a sua volta in conformità alla MAD II. La riforma dell'art. 187-*terdecies* TUF, pertanto, sembra inquadrarsi nel più generale ambito di una politica comunitaria che ha dato monito agli Stati membri di non violare il *ne bis in idem* senza, tuttavia, indicare concretamente come evitare una simile violazione in presenza di due atti normativi che hanno disposto due tipologie di sanzione, entrambe sostanzialmente penali, per le medesime condotte: i controversi *considerando*<sup>127</sup>, infatti, denotano come le istituzioni europee abbiano lasciato libertà agli Stati membri su come combinare le sanzioni penali e quelle amministrative ma senza tollerare la trasgressione di un principio giuridico quale quello del *ne bis in idem*. L'unico suggerimento è stato distinguere le fattispecie sanzionabili in via penale da quelle sanzionabili in via amministrativa ma, al contempo, gli indicati criteri sulla base dei quali operare tale distinzione risultano essere evanescenti e passibili di un accertamento discrezionale. La riscrittura dell'art. 187-*terdecies* TUF ha palesato, quindi, l'intento del Governo di voler evitare un conflitto con il principio del *ne bis in idem* accontentandosi, però, di temperare il cumulo sanzionatorio imponendo all'autorità in capo alla quale spetta decidere la sanzione, sia essa giudiziaria o di settore,

---

(divieto di abuso di informazioni privilegiate e di comunicazione illecita di informazioni privilegiate) e 15 (divieto di manipolazione del mercato) del MAR. In tal modo si consente l'applicazione diretta e immediata delle disposizioni europee che regolano le suddette materie (articoli 8, 9, 10, 11, 12, 13 del regolamento europeo)” (Documentazione per l'esame di Atti del Governo, Abusi di mercato (Regolamento UE n. 596/2014) Atto del Governo 25, 18 maggio 2018).

<sup>126</sup> Sull'argomento, Eugenio Fusco e Giordano Baggio, *Recenti pronunce in materia di market abuse*, per Diritto Penale Contemporaneo, fasc. 1/2019, p. 68, sostengono che “*si registra [...] un'altra occasione persa, da parte del legislatore interno, che, anche con il recentissimo D. L.vo n. 107/18, ha abdicato al compito – per la verità non facile – di distinguere i casi più gravi di insider trading e manipolazione del mercato, da assoggettare a sanzione penale, rispetto a quelli meno gravi, cui applicare la sanzione amministrativa*”.

<sup>127</sup> Ad esempio, il *considerando* 72 del MAR e il *considerando* 23 della MAD II: il primo, infatti, consente agli Stati membri di adottare sanzioni penali e amministrative per gli abusi di mercato se il loro diritto nazionale lo consente; il secondo impone il rispetto del principio del *ne bis in idem* nell'applicare le due diverse sanzioni. In proposito, Carlo Deodato, *Sanzioni formalmente amministrative e sostanzialmente penali: i problemi procedurali connessi all'applicazione delle sanzioni CONSOB in materia di market abuse (e alcune soluzioni)*, per federalismi.it, 18 dicembre 2019, p. 27, afferma che “*si tratta, quindi, di una previsione per certi versi contraddittoria (se non schizofrenica), nella misura in cui, da un lato, riconosce agli Stati membri la scelta discrezionale di sanzionare i fatti di abuso di mercato sia in via penale che in via amministrativa, ma, dall'altro (in maniera oscura o, addirittura ipocrita), raccomanda di scongiurare il rischio del cumulo delle sanzioni per la medesima condotta (considerando 23 della direttiva)*”.

di tenere conto delle misure sanzionatorie già irrogate, in modo da garantire una sanzione complessiva proporzionale, e limitando l'esazione della sanzione irrogata per seconda alla parte eccedente quella già riscossa in precedenza dall'autorità giudiziaria o dalla CONSOB. La norma appena citata ha destato fin da subito numerose perplessità che verranno esaminate nel paragrafo dedicato al rapporto tra i due procedimenti.

Al fine di archiviare la già menzionata procedura di infrazione n. 2130/2019 avviata dalla Commissione europea il 25 luglio 2019 per il non corretto recepimento della MAD II, il Governo italiano ha recentemente presentato al Parlamento, in data 21 settembre 2020, un nuovo disegno di legge recante “*Disposizioni per l'adempimento degli obblighi derivanti dall'appartenenza dell'Italia all'Unione europea – Legge europea 2019-2020*”. Il provvedimento, che ancora non è stato approvato, all'art. 21 (“*Disposizioni sanzionatorie in materia di abusi di mercato*”) prevede alcune modifiche che il Governo intende apportare al TUF per renderlo conforme alla MAD II e sanare i profili di conflitto rilevati della Commissione europea: le prime correzioni attengono all'ambito di applicazione della disciplina in materia abusi di mercato<sup>128</sup> (art. 182 TUF) e alle esenzioni<sup>129</sup> (art. 183 TUF). Il disegno di legge prefigura, poi, la modifica della

---

<sup>128</sup> A riguardo, la Relazione illustrativa del disegno di legge recante “*Disposizioni degli obblighi derivanti dall'appartenenza dell'Italia all'Unione europea – Legge europea 2019-2020*” presentato in Parlamento il 21 settembre 2020 sottolinea che “*rispetto alla formulazione dell'articolo 180 TUF (e, per alcuni versi, degli stessi articoli 184 e 185 TUF), restano quindi esclusi dall'attuale formulazione dell'articolo 182 TUF – salvo (in parte) che si tratti di reati o illeciti commessi all'estero – i fatti concernenti gli strumenti finanziari previsti dall'articolo 1, paragrafo 2, lettere b), c) e d), della direttiva MAD II, ossia gli strumenti finanziari negoziati o per i quali è stata presentata una richiesta di ammissione alla negoziazione in altre sedi (MTF o OTF, ossia gli strumenti finanziari scambiati in un sistema multilaterale di negoziazione o, rispettivamente, in un sistema organizzato di negoziazione) e gli strumenti finanziari non contemplati dalle lettere a), b) e c) il cui prezzo o valore dipende dal prezzo o dal valore di uno strumento finanziario menzionato alle stesse lettere, ovvero ha un effetto su tale prezzo o valore. L'art. 182 TUF non contempla, poi, i contratti a pronti su merci, gli strumenti finanziari e le condotte attinenti agli indici di riferimento menzionati, in relazione alla manipolazione del mercato, dall'articolo 1, paragrafo 4, della direttiva e gli strumenti finanziari non negoziati in alcuna sede (OTC) di cui all'articolo 1, paragrafo 5, della stessa direttiva. La Commissione europea ha rilevato la lacuna e contestato che, in tal modo, risulta limitato l'ambito di applicazione della misura nazionale di recepimento per i reati di abuso di mercato, in contrasto con le disposizioni dell'articolo 1 della direttiva. La modifica normativa in esame – attraverso la riformulazione dell'articolo 182 TUF in aderenza a quanto disposto dall'articolo 1, paragrafi 2, 4 e 5 della direttiva – rimedia a tale discrasia, eliminando ogni eventuale dubbio interpretativo sull'esatto ambito di applicazione degli illeciti in materia di abuso di mercato*”.

<sup>129</sup> In merito, la Relazione illustrativa del disegno di legge recante “*Disposizioni degli obblighi derivanti dall'appartenenza dell'Italia all'Unione europea – Legge europea 2019-2020*” presentato in Parlamento il 21 settembre 2020 evidenzia che “*come rilevato dalla Commissione, peraltro, emerge un problema di compatibilità della nuova formulazione dell'art. 183, co. 1, lettera b), del TUF anche con le disposizioni (direttamente applicabili) di cui all'art. 5, paragrafi 1 e 4, del regolamento (UE) n. 596/2014 che escludono l'applicabilità dei divieti di cui agli articoli 14 e 15 dello stesso regolamento (ossia il divieto di abuso di informazioni privilegiate e di comunicazione illecita di informazioni privilegiate e il divieto di manipolazione del mercato) non solo alle negoziazioni di azioni proprie effettuate ai sensi dell'articolo 5 del regolamento (UE) n. 596/2014 (incluse nel novero delle esenzioni previste dall'articolo 183 TUF), ma anche alla negoziazione di valori mobiliari o strumenti collegati a titolo di stabilizzazione di valori mobiliari effettuate conformemente a quanto previsto dall'articolo 5 (ipotesi non più contemplata dall'articolo 183 TUF). Con la modifica normativa in esame, quindi, si riepande l'area di esenzione tracciata dall'articolo 183 TUF conformemente a quanto previsto dall'articolo 1, paragrafo 3, lettera b), della direttiva e all'articolo 5, paragrafo 4, del regolamento (UE) n.*

disciplina della confisca penale (art. 187 TUF) al fine di omologarla “a quella dettata per la corrispondente misura ablatoria conseguente alla commissione dell’illecito amministrativo (art. 187-sexies TUF), secondo un modello conforme alla normativa europea”<sup>130</sup>. Le modifiche più rilevanti, tuttavia, concernono l’art. 184 TUF che disciplina la fattispecie penale di abuso di informazioni privilegiate: innanzi tutto, la rubrica della norma verrebbe novellata in modo da evidenziare le tre diverse condotte rilevanti ai sensi dell’art. 184 TUF e, una volta approvata la legge in commento, reciterebbe “*Abuso o comunicazione illecita di informazioni privilegiate. Raccomandazione o induzione di altri alla commissione di abuso di informazioni privilegiate*”. La novità più significativa, infine, concerne la punibilità del c.d. *insider* secondario ai sensi dell’art. 184 TUF: per ora, infatti, l’abuso di informazioni privilegiate commesso da un *insider* secondario rileva esclusivamente sul piano amministrativo. La Commissione europea, dal canto suo, ha ravvisato che, nonostante alcune condotte da parte di *insider* secondari possano rilevare sul piano penale a titolo di favoreggiamento o di concorso, il sistema sanzionatorio italiano non assicura ancora una sufficiente tutela penale contro le condotte di abuso di informazioni privilegiate commesse da *insider* secondari e, pertanto, l’inclusione di questi tra i soggetti attivi del reato di cui all’art. 184 TUF sarebbe una modifica essenziale al fine di estendere i confini della tutela garantita dalla disciplina nazionale e omologarli a quelli disegnati dalla disciplina comunitaria. La pena prevista per gli *insider* secondari, secondo il disegno di legge presentato dal Governo, sarebbe leggermente inferiore rispetto a quella fissata dal comma 1: in tal caso, infatti, la sanzione è della reclusione da un anno e sei mesi fino a 10 anni<sup>131</sup>. Un’ulteriore modifica all’art. 184 TUF prefigurata dal disegno di legge consiste nell’abrogazione del comma 3-bis, una modifica coerente con quella che lo stesso provvedimento intende apportare all’art. 185 TUF, abrogandone il comma 2-bis: entrambe le disposizioni,

---

596/2014. L’articolo 183, a tal fine, viene integrato attraverso l’aggiunta, al comma 1, di una lettera b-bis che riproduce esattamente la disposizione di cui all’articolo 1, paragrafo 3, lettera b), della direttiva”.

<sup>130</sup> Relazione illustrativa del disegno di legge recante “Disposizioni degli obblighi derivanti dall’appartenenza dell’Italia all’Unione europea – Legge europea 2019-2020” presentato in Parlamento il 21 settembre 2020.

<sup>131</sup> In proposito, la Relazione illustrativa del disegno di legge recante “Disposizioni degli obblighi derivanti dall’appartenenza dell’Italia all’Unione europea – Legge europea 2019-2020” presentato in Parlamento il 21 settembre 2020 precisa che “la determinazione della pena, in misura leggermente inferiore a quella prevista per l’*insider* primario, tiene conto della necessità di differenziare la posizione dei due soggetti in ragione del diverso disvalore delle rispettive condotte: è connotata, infatti, da maggior gravità, in termini soggettivi, la condotta dell’*insider* primario, il quale – a differenza dell’*insider* secondario – utilizza informazioni privilegiate in violazione di obblighi di fedeltà e riservatezza derivanti dalla particolare posizione rivestita. Al fine di calibrare l’assetto sanzionatorio in misura adeguatamente afflittiva, considerato che – sul piano dell’oggettività dell’offesa, in termini di messa in pericolo dell’integrità dei mercati finanziari (bene giuridico protetto) – la condotta dell’*insider* secondario non produce effetti significativamente dissimili da quella dell’*insider* primario, la pena detentiva viene determinata nella reclusione da un anno e sei mesi a dieci anni e con la multa da ventimila euro a due milioni e cinquecentomila euro”.

infatti, prevedono fattispecie contravvenzionali che vengono integrate con la realizzazione degli illeciti sugli strumenti finanziari di cui all'art. 180, co. 1, lettera a), numeri 2, 2-bis e 2-ter e che vengono punite con sanzioni sensibilmente inferiori. Tali previsioni si pongono in netto contrasto con il regime sanzionatorio minimo previsto della MAD II la quale non riscontra alcuna differenza, sul piano sanzionatorio, tra abusi di mercato realizzati su strumenti finanziari negoziati in mercati regolamentati e abusi di mercato realizzati su strumenti finanziari negoziati in MTF, OTF e OTC.

In conclusione, va sicuramente apprezzato lo sforzo del Governo di modificare il TUF in modo da renderlo conforme anche alle disposizioni contenute nella MAD II; tuttavia, rimane auspicabile un intervento normativo che riesca a sanare i profili di conflitto che emergono tra il doppio binario sanzionatorio e il principio del *ne bis in idem*.

## 2. Abuso di informazioni privilegiate

### 2.1 La fattispecie penale

Prima di affrontare la disamina della fattispecie penale di abuso di informazioni privilegiate, di cui all'art. 184 TUF, è necessario fare qualche considerazione sul bene giuridico tutelato. A seguito di quanto esaminato negli atti normativi comunitari in materia, MAR e MAD II, è assodato che la disciplina degli abusi di mercato sia volta a tutelare l'integrità del mercato e, quindi, il suo corretto funzionamento, nonché la fiducia degli investitori<sup>132</sup>, elementi indispensabili affinché un mercato possa svolgere la sua funzione: permettere l'incontro tra la domanda e l'offerta. A questo proposito, va sottolineato che lo sfruttamento di un'informazione non pubblica non è coerente con i meccanismi alla base del funzionamento del mercato dove i prezzi seguono i flussi informativi: lo sfruttamento di conoscenze privilegiate *“rivela dunque l'inefficienza informativa del mercato e accresce la percezione della rischiosità degli investimenti”*<sup>133</sup>. È chiara l'ispirazione del legislatore tratta dalla c.d. *“fraud on the market theory secondo la quale, in presenza di un mercato efficiente – nel quale cioè il prezzo di uno strumento finanziario si colloca a un livello che corrisponde al dato informativo disponibile per gli investitori – l'azione di chi opera in una situazione di vantaggio informativo distorce inevitabilmente il meccanismo di corretta formazione dei prezzi, alterando la simmetria*

---

<sup>132</sup> Sul tema, P. Giudici, *cit.*, pp. 3-4, osserva che *“un'ampia serie di studi mostra che la presenza di insider trading aumenta il differenziale tra domanda e offerta sul mercato perché gli outsiders devono scontare la possibilità di compiere un'operazione dal lato opposto rispetto ad insiders e questo aumenta le possibilità che l'operazione abbia esito negativo. Gli studi empirici mostrano che negli ordinamenti in cui il divieto di insider trading è effettivo, quel differenziale si riduce”*.

<sup>133</sup> S. Seminara, *cit.*, p. 73.

tra il valore effettivo dello strumento finanziario e il compendio di informazioni a disposizione del mercato”<sup>134</sup>.

I beni giuridici, pertanto, sembrano essere di carattere pubblicistico; molti escludono che la criminalizzazione e la regolamentazione dell'*insider trading* siano giustificati dalla tutela di interessi privatistici quali il patrimonio degli investitori e questo per un duplice ordine di considerazioni: innanzi tutto, le scelte di investimento dei singoli operatori sono assolutamente indipendenti dalla controparte con la quale si trovano a operare. Nei circuiti telematici dove vengono scambiati strumenti finanziari, gli abbinamenti tra ordini di segno opposto avvengono in modo casuale e, pertanto, chi si trova ad operare con un *insider* è assolutamente inconsapevole dell'eventuale superiorità informativa della propria controparte. In secondo luogo, la natura pubblicistica dei beni tutelati sembra essere confermata anche dallo schema di reato di pericolo astratto sul quale è stata costruita la fattispecie in esame la cui punibilità, infatti, prescinde dall'accertamento della concretezza del pericolo creato al mercato o di una lesione patrimoniale nei confronti di terzi.

Tuttavia, va constatato che, oltre all'interesse pubblicistico della tutela del mercato e della fiducia degli investitori, la punibilità della condotta in esame è giustificata anche dalla tutela dell'interesse individuale alla parità informativa, interesse che viene leso dallo sfruttamento sul mercato di informazioni non-disponibili al pubblico: il vantaggio informativo, lecito in quanto non è sanzionabile la semplice conoscenza di informazioni privilegiate, si tramuta in un profitto indebito poiché ottenuto violando quel principio di parità informativa alla base del mercato. Parte della dottrina esclude che l'art. 184 TUF sia finalizzato a proteggere la *par condicio* dei creditori (c.d. *market egalitarianism*) e a tutelare la parità informativa sostenendo che le asimmetrie informative siano ineliminabili e connaturate al mercato<sup>135</sup>; a parere di chi scrive, sebbene le asimmetrie siano ineliminabili è necessario evitare il loro sfruttamento la cui illiceità si sostanzia anche nella lesione dell'interesse degli altri *trader* ad avere un patrimonio informativo che derivi da fonti comuni a tutti gli investitori e non da canali privilegiati: la parità informativa, infatti, va intesa come un bacino comune di informazioni che gli operatori possono analizzare e dal quale possono attingere per programmare le prossime scelte di investimento<sup>136</sup>. La discriminante, quindi, è la modalità di apprendimento

---

<sup>134</sup> F. D'Alessandro, *cit.*, pp. 111-112.

<sup>135</sup> Vedi cap. I, par. 1.1.

<sup>136</sup> A questo proposito rileva la riflessione di F. Consulich e F. Mucciarelli, *Informazione e tutela penale dei mercati finanziari nello specchio della normativa sugli abusi di mercato*, per Le Società, Wolters Kluwer, Milano 2016, p. 44:

dell'informazione: qualora questa sia pubblicata a seguito della *disclosure* societaria allora sarà liberamente utilizzabile sul mercato, viceversa, qualora la conoscenza dell'informazione derivi dal ruolo ricoperto dal *trader*, quest'ultimo risulterà indiscutibilmente avvantaggiato sul mercato rispetto agli altri operatori ed è giusto che gli sia proibito lo sfruttamento di tale vantaggio.

L'art. 184 TUF tipizza un reato proprio: vi è, quindi, una limitata cerchia di soggetti che, a norma del comma 1, può macchiarsi di tale crimine e sono i membri di organi di amministrazione, direzione o controllo dell'emittente, i partecipanti al capitale dell'emittente<sup>137</sup> e chi svolge un'attività lavorativa, una professione, una funzione, anche pubblica, o un ufficio che gli dia accesso all'informazione sensibile. L'insieme dei soggetti attivi è passibile di una distinzione in due sottoinsiemi: il primo è composto dai *corporate insider*, il secondo dai *temporary insider*. I primi sono soggetti che svolgono la loro professione o funzione alle dirette dipendenze dell'emittente e in maniera continuativa come nel caso degli amministratori, dei direttori e dei soci; i *temporary insider*, invece, sono soggetti esterni all'emittente con la quale entrano in contatto per motivi professionali e per un periodo temporale limitato<sup>138</sup>. Come evidenzia la locuzione "*in ragione*", all'art. 184 TUF, l'elemento unificante di queste due categorie di *insider* sta nel nesso che lega il ruolo da loro ricoperto e l'apprendimento dell'informazione privilegiata. Tuttavia, non è sempre così: un profilo problematico della norma attiene, infatti, alla qualifica di *insider* conferita ai partecipanti al capitale sociale, indipendentemente dalla loro quota di partecipazione la quale, in realtà è

---

*"In tale contesto il ruolo dell'informazione spicca nettamente posto che essa rappresenta la base fondante del bagaglio conoscitivo dell'operatore ("gli attori economici" o "partecipanti al mercato" come il chiama il Regolamento) sicché non sembra azzardato riproporre una notazione già svolta in ordine all'interesse – meritevole di tutela – dell'operatore stesso, interesse che si concretizza nelle circostanze che a) il suo patrimonio informativo non sia – almeno tendenzialmente – inferiore a quello degli altri soggetti operanti sul mercato; b) che tale patrimonio non sia distorto attraverso la trasmissione di notizie decettive; c) che il meccanismo di determinazione dei prezzi degli strumenti finanziari non sia alterato dal compimento di operazioni. La riflessione sottolinea come l'abuso di informazioni privilegiate e la manipolazione del mercato si sostanzino, entrambi, in una lesione dell'integrità del patrimonio informativo degli altri investitori: infatti, mentre quest'ultima condotta lo pregiudica attraverso l'inoculazione di notizie idonee a determinare una inesatta valutazione, la prima lo fa abusando della carenza di un elemento rilevante quale la *inside information*.*

<sup>137</sup> In precedenza, l'assenza della precisazione "dell'emittente" faceva pensare che il reato potesse essere commesso anche da partecipanti al capitale di altre società, diverse da quella cui l'informazione si riferisce. Oggi, invece, la precisazione confina i partecipanti al capitale di altri emittenti nel campo applicativo dell'art. 187-bis relativo alla fattispecie amministrativa di informazioni privilegiate che sanziona i *secondary insider*, lo conferma anche la Corte di Cassazione: "il socio partecipa del capitale di altre società, diverse da quell'emittente i titoli in oggetto delle informazioni privilegiate, può rispondere ora solo di un illecito amministrativo" (Cass., sez. V, 9 febbraio 2006, n. 9391).

<sup>138</sup> A riguardo, F. D'Alessandro, *cit.*, p. 132, sottolinea che "per l'individuazione in concreto di tali soggetti – e per accertare, in particolare, in quale occasione un *temporary insider* possa essere venuto in possesso di *corporate information* – un riferimento indispensabile è quello rappresentato dal registro, istituito ai sensi dell'art. 115-bis TUF, che raccoglie i nominativi delle persone che, in ragione dell'attività lavorativa o professionale ovvero in ragione delle funzioni svolte, hanno accesso alle informazioni privilegiate".

decisiva ai fini della conoscenza di *corporate information* sensibili. È evidente, infatti, che i soci di controllo dell'emittente detengono un patrimonio informativo indiscutibilmente superiore rispetto a quello dei soci di minoranza<sup>139</sup>, e la disposizione non coglie questa differenza.

L'articolo in esame evidenzia, poi, una difformità rispetto al testo della MAD II il cui art. 3, par. 1, sancisce l'equiparazione sul piano sanzionatorio tra *insider* primari e *insider* secondari affermando che “*il presente articolo si applica anche a chiunque abbia ottenuto informazioni privilegiate anche in ragione di circostanze diverse da quelle indicate al primo comma e sia a conoscenza del carattere privilegiato di tali informazioni*”. Gli *insider* secondari, quindi, sono quei soggetti che hanno appreso l'informazione sensibile, ad esempio tramite un *tip*, pur non svolgendo alcuna funzione all'interno dell'emittente o per l'emittente: la MAD II ha imposto di sanzionarli penalmente in quanto l'utilizzo da parte degli stessi di un'informazione di cui conoscono la natura privilegiata recherebbe danno al mercato al pari dell'eventuale utilizzo dell'informazione da parte degli *insider* primari. Il TUF, invece, non sanziona gli *insider* secondari attraverso l'art. 184 ma solo con la sanzione amministrativa prevista dall'art. 187-bis. Ciò che emerge dalla criminalizzazione comunitaria degli *insider* secondari è il “*superamento lessicale della nozione di insider trading spesso utilizzata per designare il reato in esame: se originariamente essa trovava giustificazione nella qualità di intraneo societario richiesta per l'agente [...] la progressiva dilatazione dell'incriminazione, fino a recidere ogni tipo di rapporto tra l'agente e la fonte dell'informazione privilegiata, dimostra il passaggio da un illecito concepito in chiave di abuso di posizione o di fiducia a uno inteso come violazione di un obbligo di correttezza verso il mercato*”<sup>140</sup>. Lo dimostra, per un verso, anche il comma 2 dell'art. 184 TUF, che applica la stessa pena di cui al comma 1 a chiunque sia in possesso di informazioni privilegiate a motivo della preparazione o esecuzione di attività delittuose e compia taluna delle condotte di cui al comma 1. Il *criminal insider*, pur non essendo un *insider* a tutti gli effetti, detenendo un'informazione riservata è soggetto alla disciplina in esame: non è il ruolo ricoperto a imporre il rispetto della norma in esame bensì il possesso di un'informazione privilegiata, a qualunque titolo. L'aggettivo

---

<sup>139</sup> Lo evidenzia Enrico Amati, *Abusi di mercato e sistema penale*, Giappichelli, Torino, 2012, p. 128: “*In particolare si è sostenuto che se certamente un pacchetto azionario di controllo o quantomeno di dimensioni rilevanti avrebbe potuto comportare per il titolare l'accesso ad una posizione di vantaggio informativo, ciò non sarebbe valso per coloro che fossero detentori di partecipazioni di modesta entità: questi ultimi, infatti, si troverebbero nella medesima situazione di tutti i comuni investitori*”.

<sup>140</sup> S. Seminara, *cit.*, p. 78.

*insider*, quindi, si riferisce non al *trader* ma alla natura dell'informazione alla base del *trading*.

Presupposto per integrare la fattispecie in esame è la detenzione di informazioni privilegiate; quando tale condizione è soddisfatta il soggetto è penalmente responsabile se: *a*) acquista, vende o compie altre operazioni, direttamente o indirettamente<sup>141</sup>, per conto proprio o per conto di terzi, su strumenti finanziari utilizzando le informazioni medesime; *b*) comunica tali informazioni ad altri, al di fuori del normale esercizio del lavoro, della professione, della funzione o dell'ufficio o di un sondaggio di mercato effettuato ai sensi dell'art. 11 del MAR<sup>142</sup> (c.d. *tipping*); *c*) raccomanda o induce altri, sulla base di esse, al compimento di taluna delle operazioni indicate nella lettera *a*) (c.d. *tuyautage*). La locuzione "*compie operazioni*" ricomprende anche l'annullamento o la modifica di ordini sulla base di informazioni privilegiate, una casistica tenuta in considerazione dal MAR e dalla MAD II che equiparano, sul piano del disvalore, il profitto ottenuto alla perdita evitata; lo stesso vale per le raccomandazioni e induzioni che non implicano la cessione dell'informazione sensibile (c.d. storno di operazioni non ancora effettuate).

Una difformità rilevabile rispetto agli atti comunitari è l'inserimento della condotta di comunicazione illecita di informazioni privilegiate nel presente articolo nonostante nei provvedimenti comunitari costituisca un illecito autonomo. Probabilmente la fattispecie è stata assimilata alla raccomandazione e all'induzione di operazioni in quanto si tratta di condotte che tendono ad aggirare il divieto di sfruttamento di informazioni privilegiate puntando al medesimo obiettivo: il compimento dell'operazione sulla base di un vantaggio informativo. Al contempo, però, il trattamento sanzionatorio non risulta differenziato come la MAD II ha previsto<sup>143</sup>, in considerazione del diverso disvalore tra l'illecito di abuso e quello di comunicazione illecita di informazioni privilegiate. Con riferimento alla condotta di comunicazione illecita di informazioni privilegiate, una parte della dottrina ha sostenuto, in virtù del principio di offensività, che la

---

<sup>141</sup> Sul tema, E. Amati, *cit.*, p. 132, precisa: "*Tali operazioni possono essere compiute, come specifica la norma, direttamente o indirettamente, per conto proprio o per conto di terzi*": in tal modo si introduce una formula più precisa della precedente "*per interposta persona*", in grado di ampliare l'ambito di operatività dei divieti".

<sup>142</sup> In proposito, Francesco Giavazzi, *L'abuso di informazioni privilegiate*, in Luigi Domenico Cerqua, Luca Luparia, Giovanni Canzio, *Diritto penale delle società*, Cedam, Padova, 2016, p. 747, osserva che "*sul piano dell'elemento oggettivo, deve sussistere la consapevolezza in capo all'insider primario del trasferimento di un'informazione privilegiata, con conseguente esclusione di responsabilità nel caso di comunicazione fortuita*". Tale consapevolezza della natura privilegiata delle informazioni deve sussistere anche in capo a chi sfrutti la comunicazione affinché possa essere considerato penalmente responsabile.

<sup>143</sup> L'art. 7, Direttiva (UE) 57/2014, prevede, infatti, per l'abuso di informazioni privilegiate e la manipolazione del mercato la reclusione nel massimo edittale non inferiore ad anni quattro, mentre per la comunicazione illecita di informazioni privilegiate la reclusione nel massimo edittale è non inferiore ad anni due.

comunicazione debba avere rilevanza penale solo qualora il soggetto beneficiario della comunicazione sfrutti le informazioni privilegiate sul mercato; tuttavia, *“la tesi in esame non risulta convincente in quanto introduce arbitrariamente nella fattispecie un elemento di concreta pericolosità della condotta che, viceversa non fa parte della tipicità dell’abuso di informazioni privilegiate, che è reato di pericolo astratto”*<sup>144</sup>. Pertanto, come anche nei casi di abuso di informazioni privilegiate e di raccomandazione o induzione di operazioni, il giudice sarà tenuto ad accertare l’idoneità della condotta realizzata a mettere in pericolo i beni giuridici tutelati, rimanendo irrilevanti considerazioni attinenti all’innocuità della condotta o al danno arrecato al mercato che possono, invece, pesare in fase di commisurazione della pena<sup>145</sup>.

Altro elemento irrilevante è la finalità di profitto ai fini della valutazione del dolo: infatti, tutte le condotte previste dall’art. 184 TUF sono sanzionate a titolo di dolo generico, essendo sufficiente la semplice consapevolezza del vantaggio informativo al momento dell’utilizzo dell’informazione, della sua comunicazione e della raccomandazione o induzione di operazioni sulla base di tale vantaggio informativo. Sebbene le condotte in esame siano spesso messe in pratica con l’obiettivo di ottenere un profitto, questo non rileva neanche con riferimento alla consumazione del reato che si configura con la semplice idoneità della condotta a ledere l’integrità del mercato, ossia il bene giuridico tutelato. Il reato, infatti, si consuma con l’esecuzione dell’operazione o, negli altri casi, con la ricezione della comunicazione, della raccomandazione o dell’induzione; nel caso di plurime raccomandazioni e comunicazioni aventi ad oggetto operazioni e informazioni diverse vengono integrati una pluralità di reati<sup>146</sup>. Il tentativo è configurabile.

Con riferimento al trattamento sanzionatorio, l’art. 184 TUF punisce l’*insider trading* con la multa da euro ventimila ad euro tre milioni e con la reclusione da uno a sei anni, pene raddoppiate in esecuzione dell’art. 39, co. 1<sup>147</sup>, della legge 28 dicembre 2005, n.

---

<sup>144</sup> F. D’Alessandro, *cit.*, p. 145.

<sup>145</sup> *“Non è necessario, come invece sostenuto dalla difesa, che, al fine di ritenere sussistente il reato di insider trading, si arrivi all’elisione del margine di rischio nell’operazione su titoli [...] né tanto meno rileva che detta elisione del rischio non si sia verificata nel caso di specie. [...] Piuttosto la norma configura un reato di pericolo e di mera condotta che realizza una tutela anticipata dei beni giuridici protetti (la stabilità e la trasparenza dei mercati, nonché ovviamente, la tutela degli investitori) a prescindere dal danno arrecato e, dunque, dal vantaggio eventualmente conseguito dall’insider, il quale, dunque, sarà punito anche se con la sua condotta non abbia guadagnato quanto si sarebbe aspettato grazie alla conoscenza privilegiata relativa all’investimento effettuato ed anche se, dunque, non abbia del tutto evitato i rischi connessi fisiologicamente alle operazioni speculative di borsa”* (Cass., sez. V, 15 aprile 2019, n. 39999).

<sup>146</sup> Cass., sez. V, 7 dicembre 2012, n. 49632.

<sup>147</sup> Art. 39, co. 1, legge n. 262/2005: *“Le pene previste dal testo unico di cui al decreto legislativo 1° settembre 1993, n. 385, dal testo unico di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, dalla legge 12 agosto 1982, n. 576, e dal*

262<sup>148</sup> (c.d. “legge sul risparmio”). Le sanzioni risultano essere eccessivamente severe<sup>149</sup> soprattutto in considerazione della disposizione di cui al comma 3 che prevede la possibilità per il giudice di aumentare la multa fino al triplo o fino al maggiore importo di dieci volte il prodotto o il profitto conseguito dal reato quando, per la rilevante offensività del reato, per le qualità personali del colpevole o per l’entità del prodotto o del profitto conseguito, la multa appare inadeguata anche nel massimo: una disposizione del genere si manifesta in palese conflitto con il principio della tassatività della pena. Inoltre, la considerazione dei suddetti fattori per giustificare tale possibilità in capo al giudice in realtà appare fuori luogo poiché si tratta di elementi che dovrebbero rilevare già nella commisurazione della pena di cui al comma 1<sup>150</sup>. Il comma 3-*bis*, infine, prevede una differente sanzione per le operazioni compiute detenendo informazioni privilegiate sugli strumenti finanziari di cui all’art. 180 TUF, comma 1, lettera a), numeri 2, 2-*bis* e 2-*ter*<sup>151</sup> limitatamente agli strumenti finanziari il cui prezzo o valore dipenda dal prezzo o valore di uno degli strumenti di cui ai numeri 2-*bis*) e 2-*ter*) ovvero ha un effetto su tale prezzo o valore: la sanzione penale, in tal caso, è dell’ammenda fino ad euro 100.291 e dell’arresto fino a tre anni. La tutela garantita dal comma in esame risulta nettamente più limitata di quella assicurata dal comma 1 in quanto viene richiamato solo il compimento di operazioni sulla base di un vantaggio informativo e non la loro raccomandazione o induzione e la comunicazione illecita di informazioni

---

*decreto legislativo 21 aprile 1993, n. 124, sono raddoppiate entro i limiti posti per ciascun tipo di pena dal libro I, titolo II, capo II, del codice penale”.*

<sup>148</sup> Pubblicata in G.U. Serie Generale del 28 dicembre 2005.

<sup>149</sup> Filippo Sgubbi, Désirée Fondaroli, Andrea Francesco Tripodi, *Diritto penale del mercato finanziario*, Cedam, Padova, 2013, p. 55, definiscono tali sanzioni “*draconiane*” anche in considerazione di un inasprimento ciclico delle misure punitive nei confronti dell’abuso di informazioni privilegiate che mai si è verificato prima nel ramo economico del diritto penale. Prima della MAD I, la condotta era sanzionata con la reclusione fino a due anni e una multa dai venti ai seicento milioni di lire; successivamente all’intervento della legge n. 62/2005 la pena della reclusione fu triplicata nel massimo e vide l’inclusione di un minimo edittale fissato ad un anno mentre la pena pecuniaria fu elevata nel minimo a ventimila euro e nel massimo a tre milioni. In seguito, è intervenuta la legge n. 262/2005 che, con l’art. 39, co. 1, ha raddoppiato gli estremi edittali. A queste sanzioni vanno aggiunte poi le pene accessorie di cui all’art. 186 TUF e la confisca di cui all’art. 187 TUF.

<sup>150</sup> In merito, F. Mucciarelli, *L’abuso di informazioni privilegiate: delitto e illecito amministrativo*, per Diritto penale e processo, 2005, p. 1471, fa notare che “*il riferimento alle “qualità personali del colpevole” è destinato ad assumere oggi un ambito assai più ristretto posto che [...] la qualità di componente di un organo di amministrazione, di direzione o controllo dell’emittente è divenuto uno degli elementi costitutivi della fattispecie base sotto il profilo della “provenienza” delle informazioni privilegiate. Con la non defettibile conseguenza che tale circostanza non potrà di per sé sola fondare la sussistenza della presente aggravante, in ossequio al principio del ne bis in idem sostanziale*”.

<sup>151</sup> Gli strumenti finanziari cui fa riferimento il comma 3-*bis* dell’art. 184 TUF sono: 2) gli strumenti finanziari di cui all’articolo 1, comma 2, ammessi alla negoziazione o per i quali è stata presentata una richiesta di ammissione alle negoziazioni in un sistema multilaterale di negoziazione italiano o di altro Paese dell’Unione europea (MTF); 2-*bis*) gli strumenti finanziari negoziati su un sistema organizzato di negoziazione italiano o di altro Paese dell’Unione europea (OTF); 2-*ter*) gli strumenti finanziari non contemplati dai precedenti numeri, il cui prezzo o valore dipende dal prezzo o dal valore di uno strumento finanziario ivi menzionato, ovvero ha un effetto su tale prezzo o valore, compresi, non in via esclusiva, i credit default swap e i contratti differenziali (OTC).

privilegiate: vi è, pertanto, un diverso e più ristretto ambito di applicazione. Va osservato, poi, che la previsione dell'arresto e dell'ammenda in luogo della sanzione, più pesante, di cui al comma 1 lascia perplessi: la differente sanzione, infatti, non si spiega di certo con una minore gravità della condotta descritta la quale è, al pari della condotta descritta al comma 1, comunque pregiudizievole per i beni tutelati.

Oltre alle sanzioni di cui all'art. 184 TUF, vanno applicate anche quelle di cui agli artt. 186 e 187 TUF che disciplinano le pene accessorie e la confisca. L'art. 186 TUF prevede l'applicazione, per una durata che va dai sei mesi ai due anni, delle pene accessorie di cui agli artt. 28, 30, 32-*bis* e 32-*ter* c.p.<sup>152</sup>, nonché la pubblicazione della sentenza su almeno due quotidiani, di cui uno economico, a diffusione nazionale<sup>153</sup>. L'art. 187 TUF prevede, in seguito alla commissione di uno dei reati al Capo II del Titolo I-*bis*, la confisca disposta dal giudice, anche per equivalente, del prodotto o del profitto conseguito tramite il reato e dei beni utilizzati per commetterlo. La previsione della confisca è senza dubbio condivisibile in quanto mira a trasmettere l'idea che la realizzazione di una delle condotte in esame non solo non passa inosservata ma risulta essere anche costosa: la norma svolge marcatamente una funzione deterrente<sup>154</sup> poiché vuole trasmettere il messaggio, a chi intende abusare di informazioni privilegiate o manipolare il mercato, che la sanzione si estende anche ai frutti della condotta che, alla fine, risulterà essere stata compiuta invano.

## 2.2 La fattispecie amministrativa

La norma contenente la fattispecie amministrativa di abuso di informazioni privilegiate, all'art. 187-*bis* TUF, è stata stravolta dalle modifiche apportate dal decreto legislativo n. 107/2018, il quale ha novellato i commi 1 e 5 e ha abrogato i commi 2, 3 e 4. Oggi, l'illecito, punito con la sanzione amministrativa pecuniaria dai ventimila euro a cinque

---

<sup>152</sup> Gli articoli del codice penale in questione riguardano l'interdizione dai pubblici uffici (art. 28 c.p.), l'interdizione da una professione o da un'arte (art. 30 c.p.), l'interdizione temporanea dagli uffici direttivi delle persone giuridiche e delle imprese (art. 32-*bis*) e l'incapacità a contrattare con la pubblica amministrazione (art. 32-*ter*)

<sup>153</sup> La dottrina maggioritaria, tra i quali S. Seminara, *Disposizioni comuni agli illeciti di abuso di informazioni privilegiate e di manipolazione del mercato*, per Diritto penale e Processo, Pavia, 2006, p. 11, ha osservato che “*se è vero che le pene accessorie dovrebbero mirare alla prevenzione di ulteriori reati da parte di chi si sia reso colpevole di un abuso di poteri o di una violazione dei doveri inerenti all'ufficio rivestito o alle funzioni esercitate, l'estrema latitudine delle interdizioni minacciate, che spaziano dai pubblici uffici alla professione e agli uffici direttivi delle persone giuridiche e delle imprese, fino all'incapacità di contrarre con la pubblica amministrazione, sembra piuttosto proporsi come obiettivo la totale emarginazione del reo*” sposando quella che nei sistemi di *common law* viene chiamata “*shame culture*”.

<sup>154</sup> In merito, rileva la pronuncia della Cassazione nella quale si riconosce che “*appare assai arduo, oggi, catalogare l'istituto della confisca nel rigido schema della misura di sicurezza, essendo agevole riconoscere, in quella di valore, i tratti distintivi di una vera e propria sanzione e, in quella “speciale”, una natura ambigua, sospesa tra funzione special-preventiva e vero e proprio intento punitivo*” (Cass., sez. un., 2 luglio 2008, n. 26654).

milioni di euro (un tempo addirittura quintuplicati a norma dell'art. 39, co. 3<sup>155</sup>, legge n. 262/2005), è individuato, al comma 1, attraverso un rinvio all'art. 14 del MAR che vieta l'abuso o il tentativo di abusare di informazioni privilegiate, la raccomandazione e l'induzione di operazioni basate su informazioni privilegiate e la loro comunicazione illecita. Il 187-*bis* TUF, quindi, sanziona anche la condotta degli *insider* secondari, ovvero coloro che hanno ricevuto l'informazione privilegiata attraverso un *tip* o coloro ai quali è stata raccomandata un'operazione o, ancora, coloro che sono stati indotti a compierla. Come impone lo stesso MAR, l'*insider* secondario al momento della consumazione dell'illecito doveva essere a conoscenza della natura privilegiata dell'informazione o, quanto meno, avrebbe dovuto esserlo, per essere ritenuto colpevole. Tale disposizione appare conforme al generale criterio di imputazione dolosa e colposa dell'illecito amministrativo<sup>156</sup> anche se, nel caso di un *insider* primario, è valida solo con riferimento alla condotta di *tipping*, in quanto l'utilizzazione di informazioni privilegiate e la raccomandazione o induzione di un'operazione basata sulle stesse sono condotte necessariamente dolose.

Come già precedentemente sottolineato, l'art. 187-*bis* è caratterizzato da un *incipit* che, riprendendo l'art. 30 del MAR, fa “*salve le sanzioni penali quando il fatto costituisce reato*”<sup>157</sup>: data la pressoché totale sovrapposibilità delle sfere applicative degli artt. 184 e 187-*bis* TUF (che si distinguono solo per la punibilità degli *insider* secondari e della condotta colposa a titolo esclusivamente amministrativo), la consumazione dell'illecito in esame implica l'applicazione di entrambe le tipologie di sanzione la cui proporzionalità complessiva è garantita dall'art. 187-*terdecies* TUF. Con riferimento

---

<sup>155</sup> Art. 39, co. 3, legge n. 262/2005: “*Le sanzioni amministrative pecuniarie previste dal testo unico di cui al decreto legislativo 1° settembre 1993, n. 385, dal testo unico di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, dalla legge 12 agosto 1982, n. 576, e dal decreto legislativo 21 aprile 1993, n. 124, che non sono state modificate dalla presente legge, sono quintuplicate*”. L'art. 6, co. 3, del decreto legislativo 12 maggio 2015, n. 72 è poi intervenuto per mitigare il carico sanzionatorio e disporre l'inapplicabilità della suddetta norma; tuttavia, il comma 2 dello stesso art. 6 non soltanto escludeva implicitamente che alla modifica apportata dal comma 3 alla Parte V (relativa alle disposizioni sanzionatorie) del TUF potesse essere attribuita efficacia retroattiva rispetto ai fatti commessi prima dell'entrata in vigore del decreto legislativo n. 72/2015, “*ma addirittura rinviava l'applicabilità delle nuove disposizioni al momento dell'entrata in vigore dei regolamenti che la Banca d'Italia e la Commissione nazionale per le società e la borsa (CONSOB) avrebbero dovuto adottare in forza del decreto legislativo medesimo*” (Corte Cost. 21 marzo 2019, n. 63). Pertanto, la Corte Costituzionale, con la sentenza riportata, ha dichiarato l'illegittimità costituzionale dell'art. 6, co. 2, del decreto legislativo n. 72/2015 nella parte in cui escludeva un'applicazione retroattiva di una modifica in favore del reo dell'art. 187-*bis* TUF.

<sup>156</sup> Antecedentemente alla riforma operata dal decreto legislativo n. 107/2018, l'art. 187-*bis* TUF evidenziava già la differente gradazione dell'elemento psicologico rispetto all'art. 184 TUF: la disposizione contenente la fattispecie amministrativa, al comma 4, che poi è stato abrogato, prevedeva l'applicazione della sanzione di cui al comma 1 a chiunque, in possesso di informazioni privilegiate, conoscendo o potendo conoscere in base all'ordinaria diligenza il carattere privilegiato delle stesse, compiva taluno dei fatti ivi previsti. Oggi, la fattispecie copre ancora condotte sia colpose che dolose ma rinviando all'art. 14 del MAR che a sua volta fa riferimento all'art. 8 dello stesso Regolamento.

<sup>157</sup> In proposito, F. D'Alessandro, *cit.*, p. 155: “*Sancendo, infatti, che sono fatte “salve le sanzioni penali quando il fatto costituisce reato” la norma fissa un'espressa deroga al generale principio di specialità che, ai sensi dell'art. 9, legge n. 689/1981, governa nel nostro ordinamento il possibile concorso tra illeciti penali e amministrativi*”.

invece al comma 5, anch'esso modificato dal decreto legislativo n. 107/2018, è necessario constatare ancora una volta la severità dell'apparato sanzionatorio in quanto, anche in questo caso come nell'art. 184 TUF, il giudice può aumentare la sanzione amministrativa pecuniaria, quando essa appaia inadeguata anche nel massimo, fino al triplo o fino al maggiore importo di dieci volte il profitto conseguito ovvero le perdite evitate, tenendo sempre conto dei criteri elencati all'art. 194-*bis*<sup>158</sup> TUF e dell'entità del prodotto o del profitto dell'illecito.

Altra criticità della norma in esame si rinviene al comma 6 che equipara il tentativo alla consumazione della condotta. Nonostante la disposizione imponga una sanzione amministrativa, si tenga a mente che l'applicazione dei *criteria* della sentenza *Engel contro Paesi Bassi*<sup>159</sup> a dette sanzioni amministrative, avverso gli abusi di mercato, ha implicato che le stesse fossero qualificate come “*sostanzialmente penali*”: ciò dovrebbe comportare, quindi, una diminuzione della sanzione irrogata per il tentativo rispetto a quella inflitta per la consumazione dell'illecito<sup>160</sup>.

Il parallelismo tra i due illeciti di abuso di informazioni privilegiate prosegue anche con riferimento alle sanzioni accessorie (art. 187-*quater* TUF) e alla confisca (art. 187-*sexies* TUF). Le sanzioni amministrative accessorie irrogate nei confronti dei responsabili di violazioni degli artt. 187-*bis* e 187-*ter* TUF hanno una durata non inferiore ai due mesi e non superiore ai tre anni e sono: (a) l'interdizione temporanea dallo svolgimento di funzioni di amministrazione, direzione e controllo presso soggetti autorizzati ai sensi del TUF, del decreto legislativo n. 385/1993, del decreto legislativo n. 209/2005 o presso

---

<sup>158</sup> L'art. 194-*bis* TUF impone alla Banca d'Italia e alla CONSOB, nel momento in cui devono determinare il tipo, la durata e l'ammontare di una sanzione prevista ai sensi dello stesso TUF, di tenere conto non solo del fatto che la persona sia fisica o giuridica ma anche di altri criteri quali: a) la gravità e la durata della violazione; b) il grado di responsabilità; c) la capacità finanziaria del responsabile della violazione; d) l'entità del vantaggio ottenuto o della perdita evitata attraverso la violazione, nella misura in cui essa sia determinabile; e) pregiudizi cagionati a terzi attraverso la violazione, nella misura in cui il loro ammontare sia determinabile; f) il livello di cooperazione del responsabile della violazione con la Banca d'Italia e la CONSOB; g) precedenti violazioni in materia bancaria e finanziaria commesse da parte del medesimo soggetto; g-*bis*) la criticità dell'indice di riferimento per la stabilità finanziaria; h) potenziali conseguenze sistemiche della violazione; h-*bis*) misure adottate dal responsabile della violazione, successivamente alla violazione stessa, al fine di evitare, in futuro, il suo ripetersi.

<sup>159</sup> Corte EDU, Grande camera, 8 giugno 1976, ricorso n. 5100/71. Nel caso citato alcuni militari olandesi hanno adito la Corte EDU in quanto sottoposti a procedimenti formalmente disciplinari che, tuttavia, avrebbero potuto condurre all'irrogazione di sanzioni privative della libertà personale. I giudici di Strasburgo, nella celebre sentenza, hanno elaborato tre distinti *criteria* in modo da rilevare la natura sostanzialmente penale di una sanzione e, quindi, del relativo procedimento, in contrapposizione al più comune criterio formalistico sul quale si fa affidamento nella maggioranza degli ordinamenti interni. Ovviamente se un procedimento viene qualificato come sostanzialmente penale, in seguito all'applicazione dei *criteria* di Engel, tale procedimento dovrà anche rispettare tutte le garanzie del *fair trial*, contenute all'art. 6 CEDU.

<sup>160</sup> In proposito, Giorgio Marinucci ed Emilio Dolcini, *Manuale di Diritto Penale, Parte Generale*, Giuffrè, Milano, 2017, p. 463, pur riferendosi alla materia penale, argomentano evidenziando che “*altrettanto coerente con il principio di offensività è la disciplina sanzionatoria del delitto tentato. Comportando il tentativo un'offesa meno grave rispetto al corrispondente reato consumato, la legge fa obbligo al giudice di applicare una pena diminuita*”.

fondi pensione e (b) società quotate e società appartenenti al medesimo gruppo di società quotate, (c) la sospensione dal Registro dei revisori contabili, delle società di revisione legale o del responsabile dell'incarico, (d) la sospensione dall'albo per i consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede e (e) la perdita temporanea dei requisiti di onorabilità per la partecipazione al capitale dei soggetti di cui alla lettera (a).

### 3. La manipolazione del mercato

#### 3.1 La fattispecie penale

Come già fatto con riferimento all'abuso di informazioni privilegiate, prima di cimentarsi nella disamina della fattispecie penale di manipolazione del mercato, si ritiene opportuno spendere qualche considerazione sulla *ratio* della norma incriminatrice. Come nel caso dell'*insider trading*, anche in questo caso la disposizione mira a tutelare il corretto funzionamento del mercato e la fiducia che gli investitori ripongono nel mercato stesso. Le due fattispecie, infatti, sebbene si sostanzino in condotte del tutto diverse, ledono entrambe l'integrità del mercato perché ne impediscono l'ordinario funzionamento e inquinano il patrimonio informativo degli altri partecipanti al mercato: se l'abuso di informazioni privilegiate presuppone la conoscenza di informazioni sensibili non-pubbliche e consiste, quindi, in un abuso della non-conoscenza altrui, la manipolazione del mercato, sia essa operativa o informativa, mira a fuorviare gli investitori attraverso notizie false o false operazioni che modificano il prezzo degli strumenti finanziari, il quale non rispecchierà più le informazioni disponibili al pubblico, con evidenti conseguenze sull'efficienza informativa del mercato e sul patrimonio informativo del singolo investitore che risulterà contaminato dall'attività manipolativa<sup>161</sup>. Quindi, sebbene le condotte siano diverse, il bene giuridico tutelato è lo stesso: il corretto funzionamento del mercato e, in particolare, con riferimento alla manipolazione del mercato, la regolare formazione dei prezzi<sup>162</sup> che permette a chi opera sul mercato di investire la sua quota di risparmio in modo razionale<sup>163</sup> senza essere fuorviati da false notizie o da prezzi manipolati. In definitiva,

---

<sup>161</sup> In merito, E. Amati, *cit.*, p. 177, evidenzia che “sotto quest’aspetto, peraltro, riveste certamente un ruolo di primo piano l’interesse dell’investitore ad un’informazione corretta (chiara e tempestiva) e tendenzialmente completa, che gli permetta scelte razionali”.

<sup>162</sup> I giudici del c.d. “crack Parmalat” hanno dichiarato che “sotto il profilo dell’interesse tutelato, la manipolazione [...] è, in ogni caso, posta a tutela non già del patrimonio dei destinatari della comunicazione, bensì della regolarità *tout court* delle negoziazioni del mercato mobiliare” (Trib. Milano, sez. I, 4 maggio 2009, n. 98). Le stesse conclusioni sono state confermate in appello da Cort. app. Milano, sez. II, 26 maggio 2010, n. 104.

<sup>163</sup> In tal senso, Roberto Zanotti, *Il nuovo diritto penale dell’economia*, Giuffrè, Milano, 2008, p. 432: “Soltanto se il predetto meccanismo (ndr. di formazione dei prezzi) funziona regolarmente i risparmiatori saranno posti nella

dietro un interesse di natura pubblicistica se ne cela uno di natura strettamente individuale: quello della tutela del risparmio, sancito all'art. 47 della Costituzione.

La disposizione di cui all'art. 185 TUF delinea un reato comune la cui consumazione, contrariamente all'abuso di informazioni privilegiate, non necessita di una determinata qualifica del soggetto attivo. La qualifica dell'agente può rilevare in fase di commisurazione della pena o, al massimo, ai fini delle circostanze aggravanti di cui all'art. 185, co. 2, TUF.

La condotta tipica consiste nella diffusione di notizie false ovvero in operazioni simulate o altri artifici concretamente idonei a provocare una sensibile alterazione del prezzo degli strumenti finanziari, intesi ai sensi dell'art. 180 TUF. La norma tipizza un reato a fattispecie aperta: le condotte penalmente rilevanti ai sensi dell'art. 185 TUF, quindi, sono molteplici e vengono individuate attraverso la loro concreta idoneità ad alterare il prezzo degli strumenti finanziari. Non si tratta, quindi, di un reato di evento poiché non è necessario, per la consumazione del reato, che il prezzo degli strumenti finanziari venga alterato, bensì di un reato di pericolo concreto. Il comma 1-*bis*, inserito dal decreto legislativo n. 107/2018, prevede una causa di giustificazione quando l'operazione sia stata effettuata per motivi legittimi o in conformità alle prassi di mercato ammesse, ai sensi dell'art. 13 del MAR.

Premesso che con il termine "*alterazione*" l'art. 185 TUF include non solo il rialzo o ribasso dei prezzi dei titoli ma anche il loro mantenimento forzato ad un livello diverso da quello che, altrimenti, si sarebbe determinato senza l'attività manipolativa, si rileva anche nella disposizione nazionale la distinzione tra manipolazione informativa e manipolazione operativa nonostante, in molti casi, tra le due fattispecie vi siano commistioni in quanto un'operazione simulata su un titolo genera a sua volta un'informazione falsa sullo stesso<sup>164</sup>. La manipolazione informativa si sostanzia nella diffusione, con qualsiasi mezzo, anche telematico, e in qualsiasi forma, di notizie false verso un pubblico indeterminato: la condotta, di conseguenza, si consuma nel momento in cui la notizia viene divulgata; non basta, invece, la semplice comunicazione ad una persona per integrare il reato eccetto nei casi in cui si tratti di un espediente per favorire la divulgazione della notizia attraverso quella singola persona. In ogni caso, il momento

---

*condizione di allocare liberamente la loro quota di risparmio, nella certezza che il prezzo degli strumenti finanziari è variabile in funzione delle regole naturali che governano il mercato e non in funzione di attività fraudolente o artificiose*".

<sup>164</sup> In tal senso, S. Seminara, *cit.*, p. 90, il quale evidenzia che "*questa distinzione tra information based manipulation e trade based manipulation risulta aderente alla formulazione normativa, sebbene la dinamica concreta del fenomeno in esame riveli non solo commistioni tra le due forme manipolative (inevitabili nella misura in cui ogni operazione genera a sua volta un'informazione sul titolo), ma anche difforni tipologie che sollecitano ulteriori caratterizzazioni*".

in cui si consuma il reato rimane ancorato al momento in cui la notizia è resa disponibile al pubblico<sup>165</sup>. Resta fondamentale il requisito della concreta idoneità ad alterare il corso dei titoli: la diffusione di una falsa notizia in ambienti estranei a quelli dell'economia e della finanza, ad esempio, difficilmente risulterà concretamente idonea ad alterare il prezzo di strumenti finanziari. Con riferimento, invece, alla nozione di "notizia", è da segnalare l'esistenza di due opposte interpretazioni della dottrina: vi sono taluni Autori che sostengono che possa essere classificata come notizia la descrizione di fatti o eventi attinenti al mondo del commercio, dell'economia, della finanza e della politica, non rilevando ai fini dell'incriminazione in esame opinioni, valutazioni soggettive o anche semplici *rumors* privi di fondamento<sup>166</sup>. Altri Autori, invece, ritengono la predetta interpretazione della nozione eccessivamente restrittiva in quanto la falsa notizia necessaria ad integrare il reato in esame spesso si sostanzia in un'opinione, in una valutazione soggettiva o in un pronostico su eventi futuri da parte del *market manipulator* che presenta l'informazione con un nuovo ed elevato livello di credibilità<sup>167</sup>. Il criterio da seguire, in ogni caso, è esplicito nella norma incriminatrice: la notizia, qualunque sia la sua natura, deve essere idonea a manipolare il prezzo degli strumenti finanziari e, quindi, ad influenzare le scelte di investimento di chi opera sul mercato.

La notizia diffusa dal *market manipulator* deve essere falsa e, quindi, presentare come veri o quanto meno probabili eventi o dati che in realtà non lo sono: l'art. 185 TUF, come anche l'art. 2637 c.c. ("Aggiotaggio"<sup>168</sup>), si distingue dall'art. 501 c.p. ("*Rialzo e ribasso fraudolento di prezzi sul pubblico mercato e nelle borse di commercio*"<sup>169</sup>) in quanto non menziona le notizie esagerate e tendenziose accanto a quelle false. Anche in questo caso si è acceso il dibattito: da un lato, vi è chi sostiene che tale esclusione abbia

---

<sup>165</sup> Sull'argomento, E. Amati, *cit.*, pp. 182-183: "*In proposito si è sostenuto che si è in presenza di una condotta di diffusione di una notizia allorquando non sia più possibile controllare la reale consistenza dei soggetti che ne sono venuti a conoscenza*".

<sup>166</sup> Tra questi F. Mucciarelli, *Aggiotaggio*, in Alberto Alessandri, *Il nuovo diritto penale delle società: D. lgs 11 aprile 2002, n. 61*, IPSOA, Milano, 2002, p. 424; ma anche Enzo Musco, *I nuovi reati societari*, Giuffrè, Milano, 2007, p. 277.

<sup>167</sup> Ad esempio, S. Seminara *L'aggiotaggio (art. 2637 c.c.)*, in Angelo Giarda e Sergio Seminara, *I nuovi reati societari: diritto e processo*, Cedam, Padova, 2002, p. 554.

<sup>168</sup> La fattispecie di aggiotaggio societario, tipizzata all'art. 2637 c.c., è un reato societario descritto in modo simile alla manipolazione del mercato; le condotte si distinguono esclusivamente per il diverso ambito applicativo nel quale vengono poste in essere: l'aggiotaggio societario, infatti, si sostanzia nella diffusione di notizie false e nel compimento di operazioni simulate o altri artifici idonei a manipolare il prezzo di strumenti finanziari non quotati o per i quali non è stata fatta richiesta di ammissione alle negoziazioni in un mercato regolamentato.

<sup>169</sup> La fattispecie di rialzo o ribasso fraudolento di prezzi sul pubblico mercato e nelle borse di commercio, anche nota come aggiotaggio comune, si distingue dall'aggiotaggio societario e da quello finanziario poiché ha ad oggetto merci o valori ammessi nelle liste di borsa o negoziabili nel pubblico mercato.

limitato il campo applicativo della norma<sup>170</sup>; dall'altro, vi è chi si oppone, sostenendo che tale esclusione non abbia posto limiti di sorta in quanto l'insieme delle notizie false contiene al suo interno il sottoinsieme delle notizie esagerate, che sono notizie falsate sotto il profilo quantitativo, e il sottoinsieme delle notizie tendenziose ovvero notizie che riportano fatti veri ma comunicate in modo da rappresentare in modo distorto, e quindi falso, la realtà<sup>171</sup>. La Corte Costituzionale ha sposato quest'ultimo orientamento ritenendo l'espressione "*notizie false, esagerate e tendenziose*" come un'endiadi "*con il quale il legislatore si è proposto di abbracciare ogni specie di notizie che, in qualche modo, rappresentino la realtà in modo alterato*"<sup>172</sup>.

La seconda modalità esecutiva del reato in esame, alternativa ed equivalente, è costituita da "*operazioni simulate o altri artifici*". Per "*operazioni simulate*" si intendono operazioni fittizie su strumenti finanziari caratterizzate da una nota di frode che si sostanzia nello scopo di manipolare il corso degli strumenti finanziari in modo da rappresentare una situazione di mercato non corrispondente alla realtà e indirizzare le scelte di investimento di chi opera sul mercato<sup>173</sup>. Un esempio è costituito dai c.d. *wash trades*, ovvero compravendite di strumenti finanziari che non comportano un'effettiva modifica della proprietà degli stessi strumenti e che hanno la sola conseguenza di aumentare il loro volume di scambi, con evidenti ricadute sull'andamento del prezzo. Alle operazioni simulate sono equiparati gli "*altri artifici*" idonei a provocare una sensibile alterazione dei prezzi: l'espressione include un insieme variegato di condotte, siano esse lecite o illecite, e svolge, quindi, il ruolo di clausola residuale all'interno della norma. Secondo un'interpretazione oggettiva, con "*altri artifici*" si intendono condotte che fanno uso esplicito di mezzi illeciti, tuttavia una parte consistente della dottrina ha interpretato l'espressione in modo da includere qualsiasi tipo di condotta, indipendentemente dai mezzi dei quali si serva, a patto che siano usati in modo artificioso, quindi fraudolento, e tale da essere concretamente idoneo a manipolare l'andamento dei prezzi degli strumenti finanziari<sup>174</sup>. L'interpretazione oggettiva, infatti,

---

<sup>170</sup> Tra i tanti, F. Mucciarelli, *Aggiotaggio*, in A. Alessandri, *cit.*, p. 425.

<sup>171</sup> In tal senso, si espone S. Seminara, *L'aggiotaggio (art. 2637 c.c.)*, in A. Giarda e S. Seminara, *cit.*, p. 555.

<sup>172</sup> Corte Cost., 8 marzo 1962, n. 19, in riferimento alla locuzione "*notizie false, esagerate o tendenziose*" contenuta nell'art. 656 c.p. (Pubblicazione o diffusione di notizie false, esagerate o tendenziose, atte a turbare l'ordine pubblico). In tal senso si, esprime anche la relazione ministeriale al decreto legislativo n. 61/2002 recante la riforma dei reati societari ove si qualifica la notizia esagerata o tendenziosa come *species* del *genus* delle notizie false.

<sup>173</sup> Possono rilevare tanto ipotesi di simulazione assoluta quanto ipotesi di simulazione relativa: alla prima categoria appartengono quelle operazioni che i contraenti non vogliono in alcun modo realizzare, della seconda invece fanno parte le operazioni che presentano un'apparenza diversa da ciò che i contraenti realmente vogliono.

<sup>174</sup> In proposito, E. Amati, *cit.*, p. 218, fa riferimento alla giurisprudenza della Corte di Appello di Milano secondo la quale "*per comprendere il significato della nozione di "altri artifici" l'interprete può trovare un utile riferimento nella genesi della "norma madre" rappresentata dall'art. 501 c.p.: tale norma contiene l'identica espressione e dalla*

finirebbe per lasciare fuori dal campo applicativo della norma condotte idonee ad ostacolare la regolare formazione dei prezzi. Ancora una volta è la concreta idoneità della condotta a manipolare i prezzi che indirizza le interpretazioni della dottrina e che funge da filtro selettivo dei fatti penalmente rilevanti: un artificio che non è minimamente idoneo a manipolare i prezzi non può in alcun modo rilevare ai sensi dell'art. 185 TUF.

La concreta idoneità della condotta ad alterare il corso degli strumenti finanziari è l'elemento che evidenzia la natura del reato in esame, quella di reato di pericolo concreto: pertanto, *“il giudice deve accertare se nel singolo caso concreto il bene giuridico ha corso un effettivo pericolo”*<sup>175</sup> attraverso un accertamento che non costituisce di certo un'operazione semplice e che necessita della cooperazione di esperti delle dinamiche di mercato. Infatti, il giudice dovrà valutare, attraverso un giudizio di c.d. prognosi postuma, se la condotta posta in essere dal soggetto agente in quel determinato frangente e con i mezzi che sono stati effettivamente usati abbia potuto anche solo mettere in concreto pericolo il bene giuridico tutelato, ovvero la regolare formazione dei prezzi, ma senza tener conto dell'effettiva alterazione dei prezzi provocata e dei successivi eventi. Il rischio che si corre, infatti, è quello dell'accertamento di un reato di pericolo concreto modellato sulla base di un reato di danno: l'alterazione del corso degli strumenti finanziari è un elemento estraneo alla fattispecie in esame e non rileva ai fini della valutazione che deve compiere il giudice. Il reato di pericolo concreto è caratterizzato da una consumazione anticipata rispetto a quella del reato di danno ed è proprio nella giuntura temporale tra la commissione dell'illecito e il verificarsi dell'alterazione dei prezzi (che può essere considerato il danno provocato dalla condotta) che il giudice deve sviluppare il suo accertamento. Non ha seguito tale linea il Tribunale di Torino, ad esempio, chiamato a pronunciarsi su un caso di manipolazione del mercato sorto in seguito a due false comunicazioni al pubblico effettuate dall'emittente su richiesta della CONSOB: il collegio giudicante ha, infatti, constatato come non gli rimanesse altra via che analizzare la reazione del mercato alla pubblicazione dei due comunicati<sup>176</sup>. Tuttavia, in questo modo la valutazione

---

*Relazione al codice del 1930 emerge che oggetto di tutela penale dovessero essere anche quelle attività di per sé lecite che producessero di fatto attività illecite. Il termine “altri artifici”, secondo l'intento del Guardasigilli, aveva contenuto più ampio del termine “mezzi fraudolenti” presente nel codice Zanardelli all'art. 293, posto che avrebbe dovuto comprendere anche <<forme di attività lecite, poste, nondimeno, in essere artificiosamente, avuto riguardo alle modalità con cui si è realizzata.>> (Cort. app. Milano, 31 marzo 2004)”.*

<sup>175</sup> G. Marinucci, E. Dolcini, *cit.*, p. 240.

<sup>176</sup> Il Tribunale di Torino ha, infatti, argomentato così la sua scelta: *“per la sussistenza del reato contestato [...] non è richiesto che si accerti l'avvenuta alterazione di strumenti finanziari, ma non è neppure sufficiente ipotizzare che il*

operata dai giudici sembra essere tutt'altro che una prognosi postuma poiché ha concentrato la sua attenzione sul danno di un reato che è di pericolo concreto<sup>177</sup>. A conclusioni totalmente diverse è giunto invece il Tribunale di Milano in un caso relativo a condotte manipolative tra le quali l'elusione di alcuni obblighi informativi ai sensi dell'art. 122 TUF: i giudici hanno preso le distanze dall'interpretazione del Tribunale di Torino sostenendo che *“proprio perché si tratta di un reato di pericolo concreto appare più coerente con tale connotazione ritenere che la sua sussistenza dovrà essere innanzi tutto frutto di una seria ed esauriente prognosi postuma e non potrà dipendere, al contrario, come sembra essere stato ritenuto in recenti decisioni di merito, esclusivamente dall'accertamento effettivo della lesione realizzatasi”*<sup>178</sup>.

L'elemento soggettivo del reato è il dolo, essendo sufficiente la volontà di diffondere notizie false e di realizzare operazioni simulate o altri artifici con la consapevolezza di poter alterare il prezzo dei titoli. Non rileva ai fini dell'art. 185 TUF lo scopo di lucro o un qualsiasi altro obiettivo, e ciò vale a sottolineare come la disposizione si erga a tutela di un bene giuridico superiore quale la regolare formazione dei prezzi e il corretto funzionamento del mercato.

Per quanto attiene alla consumazione del reato, la fattispecie è integrata già prima dell'effettiva alterazione del prezzo degli strumenti finanziari in quanto si tratta di un reato di pericolo concreto: nel caso di manipolazione informativa il reato si consuma con la diffusione delle false notizie, in particolare dal momento in cui sono disponibili al pubblico; nel caso di manipolazione operativa il reato si consuma con la realizzazione delle operazioni simulate o di altri artifici che mettono in pericolo il bene giuridico tutelato. Il tentativo è configurabile

L'apparato sanzionatorio dedicato alla fattispecie penale di manipolazione del mercato si articola tra i commi 1 e 2 dell'art. 185 TUF e prevede, poi, anche le pene accessorie (art. 186 TUF) e la confisca (art. 187 TUF) cui si è fatto cenno in sede di commento della fattispecie penale di abuso di informazioni privilegiate. Il comma 1 stabilisce la reclusione da uno a sei anni e la multa da ventimila euro a cinque milioni, pene in realtà

---

*comunicato in parola avesse solo l'intrinseca capacità di provocare l'alterazione, perché occorre verificare se, in concreto, a seguito di tale comunicato, il pericolo per l'alterazione di strumenti finanziari si sia effettivamente prodotto. [...] Non sembra esservi altro modo per effettuare tale verifica, se non attraverso l'attenta analisi della reazione del mercato al comunicato in questione”* (Trib. Torino, sez. I, 21 dicembre 2010, dep. 18 marzo 2011).

<sup>177</sup> Conseguentemente, la sentenza del Tribunale di Torino è stata annullata, a seguito del ricorso per *salutem* proposto della Procura, dalla Corte di Cassazione che ha rilevato come la decisione di primo grado del Tribunale torinese fosse *“non giuridicamente corretta”* in quanto il reato di manipolazione del mercato è un reato di pericolo concreto e non di evento, di fatto *“l'unico criterio applicabile è quello della prognosi postuma”* (Cass., sez. V, 20 giugno 2012, n. 40393).

<sup>178</sup> Trib. Milano, sez. II, 28 maggio 2011, p. 18.

raddoppiate dal già noto art. 39, co. 1, della legge n. 262/2005. Il comma 2, invece, è specularmente al comma 3 dell'art. 184 TUF e conferisce al giudice la possibilità di aumentare la multa fino al triplo o fino al maggiore importo di dieci volte il prodotto o il profitto conseguito dal reato quando, per la rilevante offensività del fatto, per le qualità personali del colpevole o per l'entità del prodotto o del profitto, essa appaia inadeguata anche se applicata nel massimo. Il comma 2-*bis*, infine, contiene una diversa cornice di pena per una figura contravvenzionale che si consuma nel caso di manipolazioni operate sul corso degli strumenti finanziari di cui all'art. 180 TUF, co. 1, lettera a), numeri 2), 2-*bis*) e 2-*ter*), limitatamente agli strumenti finanziari il cui prezzo o valore dipenda dal prezzo o valore di uno degli strumenti di cui ai numeri 2-*bis*) e 2-*ter*) ovvero ha un effetto su tale valore o prezzo: in tal caso è prevista l'ammenda fino a 103.291 euro e l'arresto fino a tre anni.

Infine, l'ultimo comma, il 2-*ter*, inserito dal decreto legislativo n. 107/2018, estende l'ambito di applicazione della norma a condotte manipolative di una serie ulteriore di strumenti finanziari e, in particolare, degli indici di riferimento (*benchmark*).

### 3.2 La fattispecie amministrativa

L'art. 187-*ter* TUF disciplina l'illecito amministrativo di manipolazione del mercato. La disposizione è stata introdotta, come l'art. 187-*bis* TUF, dalla legge n. 62/2005 che ha adeguato la normativa nazionale alla MAD I. In seguito alla riforma apportata dal decreto legislativo n. 107/2018, la norma è stata modificata radicalmente: oggi l'art. 187-*ter* TUF applica la sanzione amministrativa da ventimila euro a cinque milioni di euro (anche in tal caso, gli estremi edittali erano un tempo quintuplicati a norma dell'art. 39, co. 3<sup>179</sup>, legge n. 262/2005), a chiunque violi il divieto di manipolazione del mercato di cui all'art. 15 del MAR. Anche in questo caso, come nella fattispecie amministrativa di abuso di informazioni privilegiate, la riforma ha optato per una tipizzazione della fattispecie attraverso la tecnica del rinvio; rimane invariato, tuttavia, l'*incipit* della disposizione che fa salve le sanzioni penali quando il fatto costituisce reato mantenendo, quindi, fermo il regime del doppio binario sanzionatorio. Tuttavia, sebbene le condotte descritte siano le stesse, la natura degli illeciti in esame rimane diversa e implica una differente gradazione dell'elemento psicologico: l'illecito amministrativo di cui all'art. 187-*ter* TUF è, infatti, punibile anche a titolo colposo.

---

<sup>179</sup> Vedi nota 155.

Il comma 2 conferisce al giudice il potere di aumentare fino al triplo o fino al maggiore importo di dieci volte il profitto conseguito o la perdita evitata per effetto dell'illecito la sanzione amministrativa quando la stessa appaia inadeguata anche nel massimo, tenendo conto dei criteri stabiliti dall'art. 194-*bis*<sup>180</sup>. Il comma 4 prevede la causa di giustificazione in base alla quale non può essere assoggettato a sanzione amministrativa chi dimostri di aver operato per motivi legittimi e in conformità alle prassi di mercato ammesse.

Infine, va precisato che l'apparato sanzionatorio amministrativo non si esaurisce con la comminazione della semplice sanzione pecuniaria: come per l'abuso di informazioni privilegiate, anche in questo caso il responsabile vedrà irrogate nei suoi confronti le sanzioni amministrative accessorie di cui all'art. 187-*quater* TUF e la confisca del prodotto o del profitto dell'illecito ai sensi dell'art. 187-*sexies* TUF.

#### 4. Responsabilità degli enti

Il coinvolgimento sul piano sanzionatorio delle persone giuridiche e il superamento del principio giuridico *societas delinquere non potest* trovano la propria giustificazione nell'esecuzione di convenzioni internazionali<sup>181</sup> e nell'acquisita consapevolezza dell'insufficienza delle sanzioni nei confronti delle sole persone fisiche nei casi di *corporate crimes*. Gli illeciti di impresa, infatti, raramente sono frutto della condotta di un singolo individuo, bensì sono il risultato di processi decisionali che si consumano ai vertici della società.

La responsabilità degli enti<sup>182</sup> derivante dalla realizzazione di abusi di mercato è disciplinata dall'art. 187-*quinquies* TUF e, allo stesso tempo, dall'art. 25-*sexies*<sup>183</sup> del

---

<sup>180</sup> Vedi nota 158.

<sup>181</sup> Il decreto legislativo 8 giugno 2001, n. 231 (“*Disciplina della responsabilità amministrativa delle persone giuridiche, delle società e delle associazioni anche prive di personalità giuridica a norma dell’art. 11 della legge 29 settembre 2000, n. 300*”) è stato adottato in esecuzione della delega contenuta nella legge 20 settembre 2000, n. 300 recante norme per la “*Ratifica ed esecuzione dei seguenti Atti internazionali elaborati in base all’articolo K.3 del Trattato sull’Unione europea: Convenzione sulla tutela finanziaria della Comunità europea, fatta a Bruxelles il 26 luglio 1975, del suo primo protocollo fatto a Dublino il 27 settembre 1996, del Protocollo concernente l’interpretazione in via pregiudiziale, da parte della Corte di Giustizia delle Comunità europee, di detta Convenzione, con annessa dichiarazione, fatta a Bruxelles il 29 novembre 1996, nonché della Convenzione relativa alla lotta contro la corruzione nella quale sono coinvolti funzionari delle Comunità europee o degli Stati membri dell’Unione europea, fatta a Bruxelles il 26 maggio 1997 e della Convenzione OCSE sulla lotta alla corruzione dei pubblici ufficiali stranieri nelle operazioni economiche internazionali, con annesso, fatta a Parigi il 17 dicembre 1997*”.

<sup>182</sup> Il termine “ente” è stato usato volutamente in modo da ricomprendere una vasta gamma di soggetti che si compone, quindi, non solo di società ma anche di tutti gli enti forniti di personalità giuridica e anche delle associazioni che ne sono prive (art. 1, co. 2, decreto legislativo n. 231/2001). Il minimo comune denominatore tra queste persone giuridiche è precisato dall’art. 27, decreto legislativo n. 231/2001, il quale dispone che dell’obbligazione risponde soltanto l’ente con il suo patrimonio o con il suo fondo comune: l’ente deve, pertanto, possedere una sua autonomia patrimoniale.

<sup>183</sup> Vedi cap. II, par. 1.2.

decreto legislativo n. 231/2001. Nel primo caso, la competenza è della CONSOB, nel secondo dell'autorità giudiziaria. La differenza tra le due fattispecie attiene alla qualifica formale della condotta presupposto della responsabilità dell'ente: l'art. 187-*quinquies* TUF, infatti, disciplina la responsabilità amministrativa dell'ente che deriva dalla realizzazione degli illeciti amministrativi di cui agli artt. 14 e 15 del MAR<sup>184</sup>; l'art. 25-*sexies* disciplina la responsabilità amministrativa dell'ente dipendente da reato<sup>185</sup> che sorge con la consumazione delle condotte di cui agli artt. 184 e 185 TUF. Ciò comporta che, anche in ambito di responsabilità degli enti, si possa verificare una violazione del *ne bis in idem*<sup>186</sup>: ci si chiede, tuttavia, se non sia sufficiente sanzionare gli enti solo a titolo amministrativo o solo a titolo amministrativo dipendente da reato. Il sistema vigente, infatti, sanziona l'ente due volte poiché gravato di due responsabilità che, come vedremo, presentano gli stessi elementi costitutivi<sup>187</sup>. L'ordinamento, dal canto suo, si avvale dello stesso rimedio impiegato per temperare il doppio binario sanzionatorio a carico delle persone fisiche, l'art. 187-*terdecies* TUF, che mitiga il doppio binario anche nel caso in cui le sanzioni siano irrogate nei confronti di un ente e siano di natura amministrativa e di natura amministrativa dipendente da reato: il raccordo avviene nelle stesse modalità, la CONSOB e l'autorità giudiziaria dovranno tenere conto delle sanzioni già irrogate, in modo da garantire una sanzione complessiva proporzionale, e l'esazione della sanzione irrogata per seconda è limitata alla parte eccedente la prima. Il decreto legislativo n. 231/2001 punisce gli enti, in relazione ai casi di abuso di informazioni privilegiate e manipolazione del mercato, all'art. 25-*sexies*, con una sanzione che va da quattrocento a mille quote<sup>188</sup>, aumentabile fino a dieci volte il prodotto o il profitto quando questi siano di rilevante entità. L'art. 187-*quinquies* TUF, che si ispira al modello disciplinare contenuto nel decreto legislativo n. 231/2001, al

---

<sup>184</sup> Antecedentemente alla riforma apportata dal decreto legislativo n. 107/2018, l'art. 187-*quinquies* TUF faceva riferimento agli artt. 187-*bis* e 187-*ter* TUF: oggi, quegli stessi articoli non descrivono più la fattispecie ma rinviano la definizione della condotta illecita agli artt. 14 e 15 del MAR; di conseguenza anche l'art. 187-*quinquies* TUF è stato novellato conformemente alla modifica dei suddetti articoli.

<sup>185</sup> Con riferimento alla locuzione "dipendente da reato", la Relazione ministeriale al decreto legislativo n. 231/2001, al par. 1.1, dichiara: "*Tale responsabilità, poiché conseguente da reato e legata (per espressa volontà della legge delega) alle garanzie del processo penale, diverge in non pochi punti dal paradigma di illecito amministrativo ormai classicamente desunto dalla l. 689 del 1981. Con la conseguenza di dar luogo alla nascita di un tertium genus che coniuga i tratti essenziali del sistema penale e di quello amministrativo nel tentativo di temperare le ragioni dell'efficacia preventiva con quelle, ancor più ineludibili, della massima garanzia*".

<sup>186</sup> Sul tema, E. Amati, *cit.*, p. 442, aggiunge che "*peraltro, in ragione della sostanziale sovrapponibilità strutturale delle fattispecie [...] il concorso di norme (penali e amministrative) si risolve (anche in relazione agli enti) in una deroga al principio generale di cui all'art. 9 della legge 689/1981*".

<sup>187</sup> "*Tale concentrazione/duplicazione di misure punitive sulla persona giuridica rappresenta un incomprensibile accanimento del legislatore*" che R. Zanotti, *cit.*, p. 442, definisce "*sproporzionato e vessatorio*".

<sup>188</sup> Vedi nota 62.

comma 1, punisce con una sanzione amministrativa dai ventimila euro ai quindici milioni di euro, ovvero fino al quindici per cento del fatturato quando tale importo sia superiore a quindici milioni di euro e il fatturato è determinabile ai sensi dell'art. 195, co. 1-*bis*<sup>189</sup>, TUF, gli enti nel caso in cui vengano commesse violazioni degli artt. 14 e 15 del MAR nel loro interesse o in loro vantaggio da persone che esercitano funzioni di amministrazione, rappresentanza o direzione dell'ente o di una sua unità organizzativa dotata di autonomia finanziaria e funzionale, nonché da persone che esercitano di fatto il controllo dello stesso ente o da persone sottoposte alla direzione e alla vigilanza dei soggetti apicali. La sanzione, a norma del comma 2, è aumentata fino a dieci volte il prodotto o il profitto quando questi sono di rilevante entità; tuttavia, l'ente non è responsabile, ai sensi del comma 3, se dimostra che l'autore dell'illecito ha agito per contro proprio o di terzi e non nell'interesse della società o in suo vantaggio.

Una funzione centrale nel disposto dell'art. 187-*quinquies* TUF è ricoperta dai concetti di interesse e vantaggio che sono elementi costitutivi anche della responsabilità disciplinata dal decreto legislativo n. 231/2001: l'interesse è valutato *ex ante* e può essere considerato come lo scopo che l'ente intende perseguire attraverso la realizzazione dell'illecito da parte di un soggetto apicale o di un soggetto a lui subordinato; il vantaggio, invece, è accertato *ex post* e consiste in qualsiasi utilità che l'ente abbia ricavato dalla condotta illecita, indipendentemente dall'interesse che aveva prima della realizzazione dell'illecito<sup>190</sup>. I due elementi in esame differiscono anche dal punto di vista dell'accertamento: l'interesse è un dato esclusivamente potenziale che sussiste indipendentemente dal compimento della condotta; il vantaggio, invece, è un dato riscontrabile e oggettivo. È sufficiente la sussistenza di anche solo uno dei due elementi per integrare la responsabilità dell'ente<sup>191</sup>: infatti, se l'illecito viene commesso nell'interesse o in vantaggio di persone giuridiche “*non si vede perché esse debbano godere di un'immunità*”<sup>192</sup>.

Tuttavia, non è sufficiente che l'illecito sia stato commesso nell'interesse o in vantaggio dell'ente, essendo necessaria anche una sorta di *culpa in vigilando*<sup>193</sup>: l'art. 187-

---

<sup>189</sup> Art. 195, co. 1-*bis*: “*Ai fini dell'applicazione delle sanzioni amministrative pecuniarie previste dal presente titolo, per fatturato si intende il fatturato totale annuo della società o dell'ente, risultante dall'ultimo bilancio disponibile approvato dall'organo competente, così come definito dalle disposizioni attuative di cui all'articolo 196-bis*”.

<sup>190</sup> Relazione ministeriale al decreto legislativo n. 231/2001, par. 3.2.

<sup>191</sup> Cass., sez. II, 9 dicembre 2016, n. 52316.

<sup>192</sup> A. Alessandri, S. Seminara, *Diritto Penale Commerciale, volume I, I principi generali*, Giappichelli, Torino, 2018, p. 88.

<sup>193</sup> G. Marinucci ed E. Dolcini, *cit.*, pp. 814-815, sottolineano che “*ad avviso della Corte di Cassazione [...] il d. lgs. 231/2001 rispetta il principio di colpevolezza: non delinea infatti “un'ipotesi di responsabilità oggettiva, prevedendo al contrario, la necessità che sussista la c.d. colpa di organizzazione dell'ente, il non aver cioè predisposto un insieme di*

*quinquies* TUF, al comma 4, impone, in relazione agli illeciti di cui al comma 1, l'applicazione degli artt. 6, 7, 8 e 12 del decreto legislativo n. 231/2001, determinando in tal modo una piena identità dei criteri di imputazione soggettiva e oggettiva tra le due responsabilità. Gli artt. 6 e 7 del richiamato decreto legislativo, in particolare, delineano l'istituto dei modelli di organizzazione e gestione idonei a prevenire i reati (c.d. *compliance programs*). Si tratta di modelli di condotta che assolvono ad una funzione preventiva: evitare la commissione di reati attraverso l'adozione e l'esecuzione di disposizioni mirate. Qualora l'illecito non sia commesso nell'interesse o in vantaggio dell'ente, quest'ultimo può essere ritenuto comunque responsabile se non ha adottato modelli di organizzazione e gestione idonei a prevenire la condotta illecita oppure se ne ha adottato uno non idoneo<sup>194</sup> o, ancora, se lo stesso modello di organizzazione e gestione non è stato attuato efficacemente. Nel caso in cui l'illecito sia stato commesso da un soggetto apicale (art. 6, co. 1), l'adozione di un idoneo modello di organizzazione e gestione funge da causa di esclusione della punibilità e sarà l'ente a dover dimostrare che: *a*) l'organo dirigente ha adottato ed efficacemente attuato, prima della commissione del fatto, modelli di organizzazione e di gestione idonei a prevenire reati della specie di quello verificatosi; *b*) il compito di vigilare sul funzionamento e l'osservanza dei modelli e di curare il loro aggiornamento è stato affidato a un organismo dell'ente dotato di autonomi poteri di iniziativa e controllo; *c*) le persone hanno commesso l'illecito eludendo fraudolentemente i modelli di organizzazione e gestione; *d*) non vi è stata omessa o insufficiente vigilanza da parte dell'organismo di cui alla lettera *b*). Nel caso, disciplinato dall'art. 7, co. 1, in cui è un "sottoposto" a compiere l'illecito, l'onere della prova incombe ordinariamente sull'accusa alla quale spetterà provare la c.d. colpa in

---

*accorgimenti preventivi idonei ad evitar la commissione di reati del tipo di quello realizzato" (Cass., sez. I, 16 luglio 2010, n. 27735)".*

<sup>194</sup> Ai sensi dell'art. 6, co. 2, decreto legislativo n. 231/2001, i modelli di organizzazione e gestione idonei a prevenire gli illeciti devono rispettare le seguenti esigenze: *a*) individuare le attività nel cui ambito possono essere commessi reati; *b*) prevedere specifici protocolli diretti a programmare la formazione e l'attuazione delle decisioni dell'ente in relazione ai reati da prevenire; *c*) individuare modalità di gestione delle risorse finanziarie idonee ad impedire la commissione dei reati; *d*) prevedere obblighi di informazione nei confronti dell'organismo deputato a vigilare sul funzionamento e l'osservanza dei modelli; *e*) introdurre un sistema disciplinare idoneo a sanzionare il mancato rispetto delle misure indicate nel modello. Ai sensi dell'art. 6, co. 2-bis, i modelli prevedono: *a*) uno o più canali che consentano ai soggetti indicati nell'articolo 5, comma 1, lettere *a*) e *b*), di presentare, a tutela dell'integrità dell'ente, segnalazioni circostanziate di condotte illecite, rilevanti ai sensi del presente decreto e fondate su elementi di fatto precisi e concordanti, o di violazioni del modello di organizzazione e gestione dell'ente, di cui siano venuti a conoscenza in ragione delle funzioni svolte; tali canali garantiscono la riservatezza dell'identità del segnalante nelle attività di gestione della segnalazione; *b*) almeno un canale alternativo di segnalazione idoneo a garantire, con modalità informatiche, la riservatezza dell'identità del segnalante; *c*) il divieto di atti di ritorsione o discriminatori, diretti o indiretti, nei confronti del segnalante per motivi collegati, direttamente o indirettamente, alla segnalazione; *d*) nel sistema disciplinare adottato ai sensi del comma 2, lettera *e*), sanzioni nei confronti di chi viola le misure di tutela del segnalante, nonché di chi effettua con dolo o colpa grave segnalazioni che si rivelano infondate.

organizzazione dell'ente, che si sostanzia nel mancato adempimento agli obblighi di direzione e vigilanza o, alternativamente, nella mancata adozione e attuazione di un modello di organizzazione e gestione idoneo a prevenire l'illecito. Ai sensi del comma 2, poi, l'ente è esonerato da responsabilità se, prima del compimento dell'illecito da parte del "sottoposto", ha adottato ed efficacemente attuato un modello di organizzazione e gestione idoneo a prevenire gli illeciti.

Le altre disposizioni del decreto legislativo n. 231/2001 richiamate dall'art. 187-*quinquies*, TUF come già accennato, sono gli artt. 8 e 12. Il primo sancisce il principio di autonomia della responsabilità amministrativa dell'ente rispetto a quella del soggetto agente: l'ente, pertanto, è responsabile anche quando l'autore dell'illecito non è stato identificato, non è imputabile o quando il reato si estingue per causa diversa dall'amnistia. La disposizione sembra essere conforme all'intento del legislatore che mira a sanzionare l'ente qualora abbia beneficiato della condotta illecita o qualora abbia agevolato la sua realizzazione a causa dei suoi difetti di organizzazione in chiave preventiva. L'art. 12, infine, elenca i casi nei quali la sanzione pecuniaria può essere ridotta<sup>195</sup>.

## 5. Enforcement

### 5.1 L'accertamento della CONSOB

L'attività di *enforcement* è volta ad assicurare il rispetto della normativa in materia di abusi di mercato e ricopre un ruolo fondamentale nella lotta alle stesse condotte abusive. Lo evidenzia, ad esempio, il *considerando* 70 del MAR il quale afferma che "*Un quadro solido in materia prudenziale e di condotta degli affari nel settore finanziario dovrebbe basarsi su regimi di vigilanza, di indagine e sanzionatori forti. A tal fine, le autorità di vigilanza dovrebbero essere dotate dei poteri necessari per intervenire e dovrebbero poter contare su regimi sanzionatori uniformi, severi e dissuasivi per tutti i reati finanziari e sull'effettiva applicazione delle sanzioni*". In Italia, è la CONSOB che svolge questa funzione dal 2005 a seguito del recepimento della MAD I che, all'art. 11,

---

<sup>195</sup> Art. 12, decreto legislativo n. 231/2001: "*La sanzione pecuniaria è ridotta della metà e non può comunque essere superiore a euro 103.291 se: a) l'autore del reato ha commesso il fatto nel prevalente interesse proprio o di terzi e l'ente non ne ha ricavato vantaggio o ne ha ricavato un vantaggio minimo; b) il danno patrimoniale cagionato è di particolare tenuità. La sanzione è ridotta da un terzo alla metà se, prima della dichiarazione di apertura del dibattimento di primo grado: a) l'ente ha risarcito integralmente il danno e ha eliminato le conseguenze dannose o pericolose del reato ovvero si è comunque efficacemente adoperato in tal senso; b) è stato adottato e reso operativo un modello organizzativo idoneo a prevenire reati della specie di quello verificatosi. Nel caso in cui concorrono entrambe le condizioni previste dalle lettere del precedente comma, la sanzione è ridotta dalla metà ai due terzi. In ogni caso, la sanzione pecuniaria non può essere inferiore a euro 10.329*".

imponere agli Stati membri di designare un'autorità competente a vigilare sui mercati e, all'art. 12, menzionava una serie di poteri istruttori che le stesse autorità competenti avrebbero potuto esercitare nell'ambito delle proprie funzioni di vigilanza. Con l'approvazione del MAR le istituzioni europee hanno tentato di conformarsi alle considerazioni del rapporto De Larosière che sottolineavano l'esigenza di un'attività di *enforcement* coordinata tra le autorità competenti dei singoli Stati membri e l'ESMA: il *considerando* 67 del Regolamento evidenzia che “*dal momento che gli abusi di mercato possono verificarsi attraverso i mercati e a livello transfrontaliero , le autorità competenti dovrebbero essere sempre tenute, tranne in circostanze eccezionali, a collaborare e scambiare informazioni con altre autorità competenti e di regolamentazione, oltre che con l'ESMA*” e, proprio per questa ragione, negli artt. 24, 25 e 25 del MAR è disciplinato l'obbligo di cooperazione con l'ESMA, con le autorità competenti di Stati membri e di Stati terzi.

La legge n. 62/2005 ha ampliato notevolmente i poteri di indagine attribuiti alla CONSOB: la relativa disciplina è contenuta nell'art. 187-*octies* TUF e parte della dottrina ha definito i poteri così attribuiti “*assimilabili a quelli investigativi di un pubblico ministero*”<sup>196</sup>. In particolare, l'autorità competente, ai sensi del comma 3, può richiedere a chiunque sia informato dei fatti - quindi non solo ai soggetti vigilati - notizie, dati, documenti, registrazioni relative a conversazioni telefoniche, a comunicazioni elettroniche e a scambi di dati, può procedere ad audizioni personali e ad ispezioni; può, inoltre, procedere al sequestro di beni che possono essere oggetto di confisca ai sensi dell'art. 187-*sexies* TUF ed effettuare perquisizioni. La gamma di poteri di cui dispone la CONSOB non si esaurisce qui. Il comma 4, infatti, conferisce all'autorità vigilante la possibilità di richiedere dati e informazioni alle pubbliche amministrazioni, in deroga all'art. 25, co. 1, decreto legislativo n. 196/2003, e di richiedere l'accesso all'anagrafe tributaria; inoltre, la Commissione può chiedere l'acquisizione presso il fornitore di dati relativi al traffico di cui al decreto legislativo 196/2003 o acquisire tali dati mediante connessione telematica. In taluni casi, l'esercizio dei poteri della Commissione è subordinato all'autorizzazione del procuratore della Repubblica il quale attesta che la compressione dei diritti individuali è giustificata dall'esistenza di gravi indizi a carico del destinatario del provvedimento; a norma del comma 5, gli atti che necessitano di tale autorizzazione sono il sequestro di beni, le perquisizioni, la richiesta di acquisizione presso il fornitore di dati relativi al traffico di

---

<sup>196</sup> F. Sgubbi, D. Fondaroli e A. F. Tripodi, *cit.*, p. 164.

cui al decreto legislativo n. 196/2003 e, nei casi in cui il provvedimento sia emesso nei confronti di soggetti diversi dai soggetti abilitati e dagli altri soggetti vigilati<sup>197</sup> ai sensi del MAR e del TUF, le richieste di registrazioni esistenti relative a conversazioni telefoniche, comunicazioni elettroniche e scambio di dati, le ispezioni e la richiesta di dati personali in deroga all'art. 25, co. 1, decreto legislativo n. 196/2003.

La Commissione, tuttavia, dispone anche di poteri cautelari da esercitare qualora siano rinvenuti elementi che facciano presumere una violazione del TUF o del MAR: in particolare, la CONSOB può ordinare la cessazione temporanea o permanente di qualunque pratica o condotta sul mercato e può adottare qualunque misura necessaria atta a garantire che il pubblico sia correttamente informato come, ad esempio, ordinare la correzione di informazioni false o fuorvianti precedentemente divulgate imponendo ai soggetti interessati di pubblicare una dichiarazione di rettifica.

Come ha confermato una parte della dottrina, i poteri della CONSOB somigliano a quelli investigativi di un pubblico ministero: va sottolineato, in proposito, che l'art. 187-*octies* TUF appare coerente con questa considerazione in quanto, al comma 7, fa salva l'applicazione di alcuni articoli del codice di procedura penale tra i quali gli artt. 199 (Facoltà di astensione dei prossimi congiunti), 200 (Segreto professionale), 201 (Segreto d'ufficio), 202 (Segreto di Stato) e 203 (Informatori della polizia giudiziaria e dei servizi di sicurezza) i quali rilevano nei casi di audizioni e di richiesta di informazioni. Tuttavia, allo stesso tempo, il sequestro di cui al comma 3, lettera *d*), è soggetto a un regime disciplinare diverso da quello imposto dall'art. 322 c.p.p.<sup>198</sup> nonostante il provvedimento si innesti in un procedimento con un forte carattere sanzionatorio: a norma del comma 9, infatti, gli interessati possono proporre opposizione al sequestro solo alla CONSOB che decide con provvedimento motivato entro trenta giorni (comma 10). La norma esclude, quindi, qualsiasi tipo di rimedio avente carattere giurisdizionale nei confronti del provvedimento di sequestro: agli interessati non rimane che proporre un'opposizione di natura amministrativa alla stessa autorità che ha emanato il

---

<sup>197</sup> Sull'argomento, Paolo Stella, *L'enforcement nei mercati finanziari*, Giuffrè, Milano, 2008, pp. 60-61: "L'esercizio di taluni di questi poteri è, però, subordinato ad una riserva di giurisdizione relativa o assoluta, necessitandosi, a seconda dei casi o in tutti, la preventiva autorizzazione del Procuratore della Repubblica. Nella prima ipotesi, rientrano le potestà di richiedere le registrazioni telefoniche esistenti e la comunicazione di dati personali, nonché le ispezioni, quando hanno come destinatari soggetti non sottoposti alla vigilanza dell'Autorità, mentre nella seconda il sequestro di beni, la perquisizione e la richiesta dei dati relativi al traffico elettronico". L'autore evidenzia, quindi, come vi sia una gradualità in relazione alla necessità di ottenere l'autorizzazione del Procuratore della Repubblica a seconda del soggetto che vede compressi i suoi diritti: l'utilizzazione dei poteri maggiormente penetranti, infatti, richiederà l'autorizzazione del Procuratore nei casi in cui il soggetto non sia sottoposto alla vigilanza CONSOB.

<sup>198</sup> Art. 322. c.p.p.: "Contro il decreto di sequestro emesso dal giudice l'imputato e il suo difensore, la persona alla quale le cose sono state sequestrate e quella che avrebbe diritto alla loro restituzione possono proporre richiesta di riesame, anche nel merito, a norma dell'art. 324. La richiesta di riesame non sospende l'esecuzione del provvedimento".

provvedimento di sequestro<sup>199</sup>, con una plausibile lesione del principio della terzietà e dell'imparzialità del giudice. In ogni caso, i valori sequestrati devono essere riconsegnati agli aventi diritto nei casi previsti dal comma 11<sup>200</sup>.

Per terminare la disamina dell'art. 187-*octies* TUF, è opportuno segnalare che la CONSOB, nell'esercizio dei poteri di cui ai commi 2, 3 e 4, si avvale della cooperazione della Guardia di Finanza<sup>201</sup> la quale opera con i poteri ad essa attribuiti ai fini dell'accertamento dell'imposta sul valore aggiunto e delle imposte sui redditi; inoltre, tutte le informazioni e i dati da essa raccolte sono coperti da segreto d'ufficio e vengono comunicati senza indugio ed esclusivamente alla CONSOB.

I poteri di accertamento dei quali si è discusso finora compongono, insieme ai poteri sanzionatori, l'"arsenale" del quale dispone la CONSOB per svolgere l'attività di *enforcement* la quale logicamente e temporalmente segue quella regolamentare e quella di vigilanza. Attraverso le attribuzioni conferite dall'art. 187-*octies* TUF la Commissione indaga e istruisce il procedimento amministrativo cercando di individuare le condotte abusive meritevoli di essere sanzionate. Con riferimento all'abuso di informazioni privilegiate, l'accertamento della condotta risulta molto ostico a causa della natura della condotta, tuttavia la predisposizione di presidi quali, ad esempio, gli elenchi delle persone aventi accesso alle informazioni privilegiate di cui all'art. 115-*bis* TUF permettono di circoscrivere l'insieme di soggetti che hanno maneggiato l'informazione. Il passo successivo consiste nell'individuazione del periodo sospetto, ovvero del periodo di tempo delimitato, da un lato, dalla genesi dell'informazione privilegiata e, dall'altro, dalla sua *disclosure*, in modo tale da poter esaminare l'ingente ma limitato numero di scambi e poter individuare l'operazione anomala la quale si distingue per la sua natura apparentemente rischiosa. Tuttavia, una semplice operazione di mercato, per quanto rischiosa, può rimanere entro in confini del lecito: ecco perché l'individuazione dell'operazione anomala è seguita da un monitoraggio dell'attività del

---

<sup>199</sup> Tuttavia, F. D'Alessandro, *cit.*, pp. 315-316, ribatte sostenendo che "*in prospettiva, de iure condendo, perciò delle due l'una: o si rinuncia alla figura di sequestro cautelare che deborda facilmente sul versante sanzionatorio, oppure, se si sceglie di mantenerlo in vita (conformemente ad altri ambiti dell'ordinamento penale), si assicura un'adeguata tutela giurisdizionale a chi ne sia colpito*".

<sup>200</sup> Art. 187-*octies*, co. 11, TUF: "*I valori sequestrati devono essere restituiti agli aventi diritto quando: a) è deceduto l'autore della violazione; b) viene provato che gli aventi diritto sono terzi estranei all'illecito; c) l'atto di contestazione degli addebiti non è notificato nei termini prescritti dall'articolo 187-septies, comma; d) la sanzione amministrativa pecuniaria non è stata applicata entro il termine di due anni dall'accertamento della violazione*".

<sup>201</sup> Proprio con la Guardia di Finanza la CONSOB ha stipulato recentemente, nel 2019, un nuovo protocollo di intesa che ha sostituito il precedente siglato nel 2013. "*L'accordo - che aggiorna e sostituisce quello siglato nel 2013 - intende rafforzare ulteriormente i rapporti di collaborazione già in essere, con l'obiettivo di rendere più efficace l'attività di vigilanza e di accertamento, anche con riguardo agli abusi di mercato, ai fenomeni abusivi e in materia di antiriciclaggio*" (Comunicato sul protocollo di intesa con la Guardia di Finanza, Roma, 15 ottobre 2019).

soggetto sul mercato da parte della CONSOB che mira a rinvenire significative differenze tra la strategia di investimento adottata nell'operazione anomala e quella adottata successivamente. Per quanto attiene all'accertamento di condotte manipolative del mercato, in tal caso, la natura di reato a fattispecie aperta implica una "strategia istruttoria" che a sua volta sia aperta ad ogni possibilità: la fattispecie, infatti, può essere integrata attraverso la diffusione di false notizie o attraverso operazioni di mercato e, di conseguenza, l'indagine della Commissione mira ad individuare quali sono state le informazioni o le operazioni che hanno avuto una valenza decettiva e fuorviante tale da alterare sensibilmente il prezzo degli strumenti finanziari.

## 5.2 Il procedimento sanzionatorio

La fase sanzionatoria segue immediatamente quella di accertamento della condotta e svolge un ruolo centrale nell'attività di *enforcement* e nella repressione degli abusi di mercato. Il procedimento sanzionatorio a carico dei responsabili di abusi di mercato vede la CONSOB come autorità competente ad emanare la sanzione amministrativa; è disciplinato dagli artt. 187-*septies* e 195 del TUF e, internamente, dal Regolamento generale sui procedimenti sanzionatori della CONSOB adottato con la delibera n. 18750 del 19 dicembre 2013 e più volte modificato. Ma procediamo con ordine.

L'art. 187-*septies*, insieme all'art. 195, è stato una delle tante novità introdotte dalla legge n. 62/2005 e ha dato il via all'evoluzione normativa del procedimento sanzionatorio che è culminata con la modifica più recente ad opera dell'art. 5 del decreto legislativo 12 maggio 2015, n. 72<sup>202</sup>. Il citato articolo, infatti, ha abrogato il comma 3 dell'art. 187-*septies* TUF e ne ha novellato alcuni commi: ad esempio, al comma 1 ha introdotto la possibilità per il soggetto interessato dalla contestazione degli addebiti di chiedere un'audizione personale accompagnato dal suo avvocato; al comma 4, ha sostituito la locuzione "*ricorso in opposizione*" con il semplice "*ricorso*" e ha elevato il termine, originariamente di trenta giorni, a sessanta per i soggetti residenti all'estero che devono notificare il ricorso alla CONSOB. Al comma 5, poi, la legge ha modificato la natura del provvedimento con il quale la Corte di appello sospende l'esecuzione della sanzione per gravi motivi: non si tratta più di un decreto motivato ma di un'ordinanza non impugnabile. Infine, il comma 6 che imponeva che il giudizio di opposizione fosse svolto nelle forme previste dall'art. 23 della legge n. 689/1981 è stato completamente stravolto e, insieme ai nuovi commi 6-*bis* e 6-*ter*, disciplina il funzionamento della fase

---

<sup>202</sup> Pubblicato in G.U. Serie Generale n. 134 del 12 giugno 2015.

giurisdizionale in Corte di appello. L'art. 187-*septies* TUF, infatti, disciplinando la procedura sanzionatoria la articola in due fasi: una prima fase di natura amministrativa di fronte alla CONSOB che si chiude con un provvedimento sanzionatorio che ha efficacia di titolo esecutivo e una seconda fase giurisdizionale di fronte alla Corte di appello che è competente ad esaminare i ricorsi avverso le decisioni della Commissione. La prima fase inizia previa contestazione degli addebiti agli interessati entro un termine di centottanta giorni dall'accertamento ovvero entro trecentosessanta se gli interessati risiedono all'estero; i soggetti interessati possono, entro trenta giorni dalla contestazione, presentare deduzioni o partecipare ad un'audizione personale, dal 2015 con l'assistenza di un avvocato. Il comma 2 enuncia i principi sui quali si regge il procedimento, ovvero quelli del contraddittorio, della conoscenza degli atti istruttori, della verbalizzazione nonché della distinzione tra funzioni istruttorie e funzioni decisorie<sup>203</sup>. La seconda parte dell'articolo, dal comma 4 in poi, disciplina la fase giurisdizionale che si apre con la notifica alla CONSOB del ricorso entro trenta giorni dalla comunicazione del provvedimento impugnato, ovvero sessanta se il ricorrente risiede all'estero; il ricorso deve essere, poi, depositato presso la cancelleria della Corte di appello entro trenta giorni dalla notifica. Il comma 5 chiarisce che il ricorso non sospende l'esecuzione della sanzione irrogata dalla CONSOB, tale provvedimento può essere disposto solo dalla Corte di appello con un'ordinanza non impugnabile. Designato il giudice relatore e fissata l'udienza pubblica con decreto notificato alle parti almeno sessanta giorni prima della stessa, la procedura può cominciare. La Commissione può depositare memorie e documenti nel termine di dieci giorni prima dell'udienza, durante la quale i giudici possono disporre d'ufficio dei mezzi probatori che più ritengono necessari. La sentenza, impugnabile in Cassazione, può respingere il ricorso o accoglierlo, annullando *in toto* o in parte il provvedimento o riducendo quantitativamente la sanzione. La cancelleria, poi, si occupa di comunicare la sentenza

---

<sup>203</sup> A questo proposito interessa rilevare come parte della dottrina sottolinei che l'estensione dell'applicazione di diritti fondamentali quali quelli del giusto processo all'ambito amministrativo trova ragione nella natura della autorità in seno alla quale si svolge il procedimento amministrativo, ovvero quella di autorità autonoma e indipendente. In proposito, Elena Bindi e Andrea Pisaneschi, *Sanzioni Consob e Banca d'Italia – Procedimenti a doppio binario al vaglio della Corte europea dei diritti dell'uomo*, Giappichelli, Torino, 2018, pp. 109-110, evidenziano che “per esercitare queste funzioni (ndr. paragiurisdizionali) la legge e i regolamenti delle stesse autorità hanno previsto modelli di partecipazione del soggetto privato alla decisione pubblica che sono più avanzati di quelli delineati nella L. 241 de 1990 sul procedimento amministrativo. La ragione principale di questo ampliamento è da ricondursi alla particolare posizione di indipendenza e autonomia di queste autorità rispetto al tradizionale circuito dell'indirizzo politico, e quindi alla necessità di recuperare, attraverso la partecipazione procedimentale, quel deficit democratico sul quale questo modello organizzativo alla fine si basa”.

alla CONSOB anche ai fini della pubblicazione di cui all'art. 195-bis<sup>204</sup>. Infine, il comma 8 dispone che il pagamento in misura ridotta di cui all'art. 16, legge n. 689/1981, non si applica alle sanzioni pecuniarie irrogate ai responsabili di abusi di mercato.

I principi concernenti il procedimento sanzionatorio recati dall'art. 24<sup>205</sup> della legge n. 262/2005 sono stati attuati con la delibera n. 15086 del 2005 concernente “*Disposizioni organizzative e procedurali relative all'applicazione di sanzioni amministrative e istituzione dell'Ufficio Sanzioni Amministrative*”. Tuttavia, tra il 2006 e il 2013 sono intervenute tendenze, sia nazionali che sovranazionali, che, in nome di una semplificazione e di una maggior celerità dei procedimenti amministrativi<sup>206</sup>, hanno spinto verso la formulazione di un nuovo Regolamento interno. L'esito di queste

---

<sup>204</sup> Art. 195-bis, co. 1: “*Il provvedimento di applicazione delle sanzioni previste dal presente decreto è pubblicato senza ritardo e per estratto nel sito internet della Banca d'Italia o della Consob, in conformità alla normativa europea di riferimento. Nel caso in cui avverso il provvedimento di applicazione della sanzione sia adita l'autorità giudiziaria, la Banca d'Italia o la Consob menzionano l'avvio dell'azione giudiziaria e l'esito della stessa a margine della pubblicazione. La Banca d'Italia o la Consob, tenuto conto della natura della violazione e degli interessi coinvolti, possono stabilire modalità ulteriori per dare pubblicità al provvedimento, ponendo le relative spese a carico dell'autore della violazione*”.

<sup>205</sup> Art. 24, legge n. 262/2005: “*Ai procedimenti della Banca d'Italia, della CONSOB, dell'ISVAP e della COVIP volti all'emanazione di provvedimenti individuali si applicano, in quanto compatibili, i principi sull'individuazione e sulle funzioni del responsabile del procedimento, sulla partecipazione al procedimento e sull'accesso agli atti amministrativi recati dalla legge 7 agosto 1990, n. 241, e successive modificazioni. I procedimenti di controllo a carattere contenzioso e i procedimenti sanzionatori sono inoltre svolti nel rispetto dei principi della facoltà di denuncia di parte, della piena conoscenza degli atti istruttori, del contraddittorio, della verbalizzazione nonché della distinzione tra funzioni istruttorie e funzioni decisorie rispetto all'irrogazione della sanzione. Le Autorità di cui al presente comma disciplinano le modalità organizzative per dare attuazione al principio della distinzione tra funzioni istruttorie e funzioni decisorie rispetto all'irrogazione della sanzione. Gli atti delle Autorità di cui al comma 1 devono essere motivati. La motivazione deve indicare le ragioni giuridiche e i presupposti di fatto che hanno determinato la decisione, in relazione alle risultanze dell'istruttoria. Le Autorità di cui al comma 1 disciplinano con propri regolamenti l'applicazione dei principi di cui al presente articolo, indicando altresì i casi di necessità e di urgenza o le ragioni di riservatezza per cui è ammesso derogarvi. Alle sanzioni amministrative irrogate dalla Banca d'Italia, dalla CONSOB, dall'ISVAP, dalla COVIP e dall'Autorità garante della concorrenza e del mercato non si applicano le disposizioni sul pagamento in misura ridotta contenute nell'articolo 16 della legge 24 novembre 1981, n. 689, e successive modificazioni, salvo che per le sanzioni indicate dall'articolo 193, comma 2, del testo unico di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, per la violazione delle disposizioni previste dall'articolo 120, commi 2, 3 e 4, del medesimo testo unico. Avverso gli atti adottati dalle Autorità di cui al comma 4 può essere proposto ricorso giurisdizionale dinanzi al tribunale amministrativo regionale del Lazio. I termini processuali sono ridotti della metà, con esclusione di quelli previsti per la presentazione del ricorso. Non possono essere nominati consulenti tecnici d'ufficio i dipendenti dell'Autorità sul cui atto verte il ricorso, anche se cessati dal servizio. Restano ferme le disposizioni previste per l'impugnazione dei provvedimenti sanzionatori dall'articolo 145, commi 4 e seguenti, del testo unico di cui al decreto legislativo 1° settembre 1993, n. 385, dall'articolo 195, commi 4 e seguenti, del testo unico di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, dall'articolo 6 della legge 5 marzo 2001, n. 57, dagli articoli 12, quinto comma, e 19, settimo comma, della legge 7 febbraio 1979, n. 48, dall'articolo 10, sesto comma, della legge 28 novembre 1984, n. 792, dall'articolo 11, comma 5, della legge 17 febbraio 1992, n. 166, e dall'articolo 18-bis, comma 5-bis, del decreto legislativo 21 aprile 1993, n. 124. L'appello al Consiglio di Stato avverso la sentenza o le ordinanze emesse in primo grado non sospende l'esecuzione delle stesse né l'efficacia dei provvedimenti impugnati*”.

<sup>206</sup> “*Sulla base delle pronunce giurisprudenziali intervenute in materia nel periodo 2006-2013, può sicuramente affermarsi che il modello di procedimento sanzionatorio della CONSOB quale sopra descritto ha dato buona prova di sé, sia sotto il profilo della garanzia del diritto di difesa dei soggetti interessati e nel rispetto dei principi del contraddittorio, sia per quel che concerne il rispetto del principio della distinzione fra la fase istruttoria e la fase decisoria. Ciò nondimeno, l'attuale modello procedimentale è chiamato a misurarsi con le tendenze in atto, di matrice nazionale e sovranazionale, che indicano quali strumenti per ottenere recuperi di efficienza, efficacia e tempestività dell'azione amministrativa nel suo complesso, la semplificazione e l'accelerazione dei procedimenti amministrativi*” (Documento di consultazione, Regolamento sul procedimento sanzionatorio CONSOB, 5 agosto 2013, p. 2).

tendenze è stata l'adozione, con delibera n. 18750 del 2013, di un nuovo Regolamento che, poi, è stato corretto con tre diverse delibere tra il 2014 e il 2016<sup>207</sup> tra cui la delibera n. 19158/2015 che ha apportato dei cambiamenti rivelatisi necessari in seguito alla sentenza *Grande Stevens e altri contro Italia* della Corte EDU che ha rilevato, nel procedimento sanzionatorio CONSOB, il mancato rispetto di alcuni diritti fondamentali del “giusto processo” con conseguente violazione dell’art. 6 CEDU. Nell’ambito della suddetta vicenda, la Corte EDU ha ritenuto che le sanzioni amministrative inflitte ai responsabili di manipolazione del mercato fossero da considerarsi come “sostanzialmente penali” e, pertanto, l’autorità competente avrebbe dovuto emanare la decisione sanzionatoria nel rispetto di tutte le garanzie del c.d. *fair trial*. I giudici di Strasburgo hanno ravvisato che il procedimento sanzionatorio della CONSOB fosse carente sotto i profili dello svolgimento di un’udienza pubblica e del rispetto della parità delle armi tra accusa e difesa: quest’ultimo *deficit* di tutela si sostanzialmente in una preclusione, per gli interessati, dall’accesso alla relazione finale redatta dagli organi investigativi (Ufficio sanzioni amministrative e Ufficio Insider trading) alla conclusione della fase istruttoria. Tale preclusione, di conseguenza, determinava un’impossibilità di replicare e di difendersi in modo convincente di fronte all’organo competente ad emanare la sanzione, la Commissione, che decide proprio sulla base della suddetta relazione finale<sup>208</sup>. La lesione del principio del contraddittorio era, quindi, evidente ma la Corte EDU è andata oltre, segnalando un’ulteriore violazione dei principi del “giusto processo”: non vi era, infatti, una effettiva separazione tra gli organi deputati ad istruire la causa (l’Ufficio sanzioni amministrative e Ufficio Insider trading) e quelli competenti ad irrogare la sanzione (la Commissione) “con la conseguenza che il principio di separazione, pur formalmente attuato tramite l’articolazione del procedimento sanzionatorio in due fasi di competenza di organi diversi, risulta nei fatti vanificato”<sup>209</sup> in quanto tutti gli organi appartenevano alla stessa CONSOB<sup>210</sup>.

---

<sup>207</sup> Oltre alla già nota delibera n. 19158 del 2015, le altre due sono la delibera n. 18774 del 2014, che impone di applicare ai procedimenti sanzionatori avviati prima dell’entrata in vigore del Regolamento del 2013 le Disposizioni organizzative e procedurali relative all’applicazione di sanzioni amministrative e istituzione dell’Ufficio Sanzioni Amministrative e il Regolamento concernente la determinazione dei termini di conclusione e delle unità organizzative responsabili dei procedimenti sanzionatori CONSOB, e la delibera n. 19521 del 2016.

<sup>208</sup> In proposito, E. Bindi e A. Pisaneschi, *cit.*, p. 125, affermano che “*la segretezza delle valutazioni conclusive dell’USA (non accessibili per prassi della stessa CONSOB neppure a seguito di richiesta di accesso) era difficilmente giustificabile non solo alla luce della qualificazione come penali delle sanzioni irrogate (e quindi del più elevato livello di contraddittorio necessario), ma nemmeno sulla base della legge sul procedimento amministrativo e sul diritto di accesso*”.

<sup>209</sup> B. Raganelli, *cit.*, p. 272.

<sup>210</sup> “*Rimane comunque il fatto che l’ufficio IT, l’ufficio sanzioni e la commissione non sono che suddivisioni dello stesso organo amministrativo, che agiscono sotto l’autorità e la supervisione di uno stesso presidente. Secondo la Corte, ciò si*

La delibera n. 19158 del 2015 è stata adottata per sanare quei *deficit* di tutela evidenziati dalla sentenza *Grande Stevens e altri contro Italia*, ma anche da alcuni giudici nazionali<sup>211</sup>, e per assicurare il rispetto di diritti fondamentali quali quelli del “giusto processo”: il provvedimento ha inserito, all’art. 5 del Regolamento CONSOB, la facoltà per gli interessati di esercitare il proprio diritto di difesa nella fase istruttoria mediante la presentazione di deduzioni scritte e documenti o con un’audizione personale; inoltre, ha consentito agli interessati di accedere alla relazione finale che l’Ufficio sanzioni amministrative e l’Ufficio Insider trading trasmettono alla Commissione alla conclusione della fase istruttoria, a condizione che gli stessi interessati abbiano presentato le deduzioni in forma scritta di cui all’art. 5, co. 2 del Regolamento e che abbiano partecipato all’audizione personale di cui all’art. 5, co. 4. Tale accesso alla relazione finale dell’USA funge da presupposto per presentare, successivamente, controdeduzioni in forma scritta alla Commissione che decide la sanzione (art. 8, co. 2). Nonostante le buone intenzioni, va infatti segnalato che, *sic rebus stantibus*, la possibilità di difendersi di fronte alla Commissione che decide la sanzione è subordinata ad una precedente manifestazione di interesse a difendersi dei destinatari della lettera di contestazione degli addebiti i quali, quindi, devono aver presentato deduzioni scritte o partecipato all’audizione, di cui all’art. 5, commi 2 e 4: la scelta è sicuramente dettata da esigenze di celerità ed efficienza del procedimento amministrativo<sup>212</sup>. Tuttavia, il bilanciamento degli interessi, così operato, suscita qualche dubbio: infatti, pur essendo nettamente più soddisfacente la risposta alle esigenze di tutela rispetto alla versione previgente del Regolamento interno, vi è ancora un’evidente compressione del diritto al contraddittorio, un principio che il Regolamento in esame pone alla base del procedimento sanzionatorio della CONSOB e che, invece, è garantito all’avverarsi di determinate condizioni. La delibera n. 19158 del 2015, poi, inserisce, all’art. 4, co. 3, alcuni elementi che le lettere in materia di contestazioni degli addebiti devono contenere, tra i quali l’indicazione del numero univoco del procedimento, la

---

*esprime nel consecutivo esercizio di funzioni di indagine e di giudizio in seno ad una stessa istituzione; ora, in materia penale tale cumulo non è compatibile con le esigenze di imparzialità richieste dall'articolo 6 § 1 della Convenzione”* (Corte EDU, sez. II, 4 marzo 2014, ricorso n. 18640/10).

<sup>211</sup> Tar Lazio, sez. II, 27 novembre 2014, nn. 11886 e 11887.

<sup>212</sup> “*La trasmissione della relazione finale USA a prescindere da concrete manifestazioni di interesse alla difesa nel procedimento in questione favorirebbe infatti l’instaurarsi di meri comportamenti opportunistici – volti soltanto a dilazionare il termine per l’irrogazione della sanzione – al fine di privare la Commissione delle valutazioni di USA sulle deduzioni difensive. Tale adempimento deve pertanto essere correlato ad un interesse concreto alla difesa, manifestato dai soggetti interessati (evitando dunque i sopra menzionati comportamenti opportunistici). Esigenze di efficienza, efficacia e buon andamento dell’azione amministrativa inducono pertanto a non apportare le modifiche al Regolamento richieste dai rispondenti alla consultazione”* (Modifiche al procedimento sanzionatorio della CONSOB, Esiti della consultazione, 29 maggio 2015).

comunicazione che la data di conclusione del procedimento è consultabile sul sito internet della CONSOB successivamente all'espletamento delle procedure di notificazione della lettere di contestazione degli addebiti e l'indicazione della facoltà, per i destinatari della lettera che abbiano presentato le deduzioni scritte ovvero abbiano partecipato ad audizioni personali, di presentare proprie deduzioni finali scritte alla Commissione nei trenta giorni successivi alla data di ricezione della relazione finale dell'Ufficio sanzioni amministrative la quale è anche l'unità organizzativa responsabile del procedimento. In conclusione, la delibera di riforma del 2015 ha sicuramente sanato, in parte, le violazioni di principi quali quello del contraddittorio e della conoscenza degli atti istruttori, tuttavia ha lasciato irrisolto il problema strutturale di una separazione tra funzione istruttoria e funzione decisoria

Si è fatto riferimento ad alcune pronunce da parte di giudici nazionali che hanno assecondato l'orientamento che la Corte EDU ha sviluppato nella sentenza *Grande Stevens e altri contro Italia*; tuttavia, non sono mancate voci fuori dal coro che si sono espresse in senso contrario. Il Consiglio di Stato, in due note sentenze<sup>213</sup>, sebbene abbia riconosciuto la violazione dei principi del contraddittorio, della conoscenza degli atti e della separazione tra funzioni istruttorie e funzioni decisorie in seno alla CONSOB, ha avallato il procedimento sanzionatorio che era in vigore in quanto non riteneva che il Regolamento presentasse profili di illegittimità e di contrasto con l'art. 6 CEDU. In particolare, i giudici amministrativi hanno ritenuto che il procedimento sanzionatorio della CONSOB, essendo un procedimento amministrativo e non un vero e proprio giudizio penale, non richiedesse il rispetto delle garanzie del "giusto processo" e che i diritti di cui all'art. 6 CEDU potessero essere comunque garantiti con una fase giurisdizionale davanti alla Corte di appello profilando così un sistema di compensazione differita. Pronunciandosi in tal senso, i giudici hanno evitato una "giurisdizionalizzazione del procedimento amministrativo"<sup>214</sup> il quale, secondo il Consiglio di Stato, deve essere conforme ai soli principi di parità di trattamento, imparzialità e buon andamento dell'azione amministrativa, contenuti negli artt. 3 e 97 della Costituzione.

---

<sup>213</sup> Cons. Stato, Sez. VI, 26 marzo 2015, nn. 1595 e 1596.

<sup>214</sup> B. Raganelli, *Sanzioni Consob e tutela del contraddittorio procedimentale*, per *Giornale di diritto amministrativo*, 2015, p. 518.

### 5.3 Il rapporto tra procedimenti

La configurazione di un doppio binario sanzionatorio in materia di abusi di mercato ha reso necessaria la predisposizione di norme che regolino il rapporto tra i due procedimenti che, proprio come due rotaie parallele, proseguono su delle traverse. Gli artt. 187-*decies* TUF e seguenti possono essere considerati le traverse di questo sistema che vede nella CONSOB e nell'autorità giudiziaria i soggetti agenti.

Il rapporto tra procedimento amministrativo e processo penale a carico di persone responsabili per gli illeciti di abuso di mercato è, per certi versi, simmetrico: in particolare sotto il punto di vista dell'autonomia dei due procedimenti. L'art. 187-*duodecies* TUF, infatti, afferma che il procedimento amministrativo di accertamento e il procedimento di opposizione di cui all'art. 187-*septies* TUF non possono essere sospesi per la pendenza del procedimento penale avente ad oggetto i medesimi fatti o fatti dal cui accertamento dipende la relativa definizione. La disposizione, introdotta con l'art. 9 della legge n. 62/2005, evidenzia una novità per il procedimento amministrativo che, almeno in materia di abusi di mercato, gode quindi di un'autonomia pari a quella del processo penale il quale, solitamente, è favorito dal canone della pregiudizialità penale. Il rapporto tra i procedimenti si manifesta simmetrico anche con riferimento alle interazioni tra le due autorità che sono improntate al principio di leale collaborazione e disciplinate dall'art. 187-*decies* TUF: in particolare, il comma 3 predispone una collaborazione tra CONSOB e autorità giudiziaria, anche attraverso lo scambio di informazioni, al fine di agevolare l'accertamento degli abusi di mercato, anche quando questi non costituiscano reato. Lo stesso art. 187-*decies* TUF, al comma 1, impone al pubblico ministero di informare senza ritardo il Presidente della CONSOB quando ha notizia di uno dei reati di cui al Capo II del Titolo I-*bis* del TUF. Il successivo comma 2 lascia, invece, un maggiore spazio di manovra al Presidente della CONSOB che trasmette al pubblico ministero la documentazione raccolta nello svolgimento dell'attività di accertamento solo nel caso in cui emergano elementi che facciano presumere l'esistenza di un reato; inoltre, la trasmissione di tali atti può essere differita al termine dell'accertamento delle violazioni. Attività di accertamento che, considerato l'elevato livello di competenze tecniche necessarie ad indagare nel mondo della finanza, risulterà essere utile anche nell'ambito del processo penale: la documentazione fornita dalla CONSOB, infatti, potrà essere posta alla base dell'accusa del PM.

La CONSOB è autorizzata, poi, dall'art. 187-*undecies* TUF ad esercitare, nei processi per i reati di cui agli artt. 184 e 185 TUF, i diritti e le facoltà attribuite dal codice di

procedura penale agli enti e alle associazioni rappresentativi di interessi lesi dal reato, tra i quali vi è la costituzione come parte civile e la richiesta di una somma di denaro determinata dal giudice, a titolo di riparazione dei danni cagionati all'integrità del mercato.

La norma più interessante del Capo V, dedicato al rapporto tra i procedimenti, è sicuramente l'art. 187-terdecies TUF introdotto dalla legge n. 62/2005 per temperare il cumulo sanzionatorio in capo alla stessa persona, fisica o giuridica, (*eadem persona*) per il medesimo fatto di abuso di mercato (*idem factum*). La modifica operata dal decreto legislativo n. 107/2018 ha sanato solo in parte i vizi della precedente formulazione che limitava semplicemente l'esazione della pena pecuniaria o della sanzione pecuniaria dipendente da reato alla parte eccedente la somma già riscossa dalla CONSOB<sup>215</sup>. L'ambito di applicazione della disposizione, precedentemente all'ultima modifica, era eccessivamente ristretto poiché la norma poteva essere applicata solo nei casi in cui il procedimento amministrativo fosse giunto al termine prima di quello penale e qualora la sanzione irrogata dall'autorità giudiziaria fosse di natura pecuniaria<sup>216</sup>. Insomma, il temperamento vi era esclusivamente per il cumulo sanzionatorio pecuniario e va rilevato, inoltre, che l'operatività della disposizione era limitata al momento esecutivo della sanzione, lasciando così ampia discrezionalità al giudice in ordine al *quantum* della sanzione di sua competenza e, di conseguenza, anche in ordine alla sanzione complessiva a carico del responsabile dell'illecito<sup>217</sup>. La norma, come modificata dal

---

<sup>215</sup> Sul tema, E. Fusco e G. Baggio, *cit.*, p. 72: “Innegabile è il miglioramento, posto che, nella previgente versione, l'art. 187-terdecies TUF limitava il suo ambito all'esazione delle sole sanzioni pecuniarie. Ma, in assenza di espliciti parametri normativi, è incerta la rilevanza da attribuirsi alle misure punitive già irrogate rispetto a quelle che l'Autorità giudiziaria o la CONSOB dovrà ancora applicare, intervenendo in seconda battuta”.

<sup>216</sup> Così la Corte di Giustizia dell'Unione Europea si è espressa riguardo la precedente formulazione dell'art. 187-terdecies TUF: “Si deve aggiungere, con riferimento al cumulo di sanzioni autorizzato dalla normativa discussa nel procedimento principale, che quest'ultima sembra limitarsi a prevedere, all'articolo 187-terdecies del TUF, che quando per lo stesso fatto sono state applicate una multa e una sanzione amministrativa pecuniaria di natura penale, l'esazione della prima è limitata alla parte eccedente l'importo della seconda. Orbene, dal momento che l'articolo 187-terdecies sembra avere ad oggetto solamente il cumulo di pene pecuniarie, e non il cumulo di una sanzione amministrativa pecuniaria di natura penale e di una pena della reclusione, risulta che detto articolo non garantisce che la severità dell'insieme delle sanzioni inflitte sia limitata a quanto strettamente necessario rispetto alla gravità del reato in questione” (CGUE, Grande sez., 20 marzo 2018, C-537/16).

<sup>217</sup> Per limitare la discrezionalità del giudice concessa dall'art. 187-terdecies TUF, come formulato ante riforma, la giurisprudenza della Cassazione aveva individuato nell'art. 133 c.p. (“Gravità del reato: valutazione agli effetti della pena”) la chiave normativa che potesse imporre il principio di proporzionalità anche in fase di determinazione della sanzione. In tal senso, la Cassazione ha dichiarato che “il giudice comune deve valutare la proporzionalità del cumulo sanzionatorio rispetto al disvalore del fatto, da apprezzarsi con riferimento agli aspetti propri di entrambi gli illeciti [...], tenendo conto, con riguardo alla pena della multa, del meccanismo “compensativo” di cui all'art. 187-terdecies TUF”. Tale operazione di attenuazione del cumulo sanzionatorio rientrerebbe peraltro sotto la sfera di operatività del principio di legalità, in quanto la valutazione al quale è chiamato il giudice “è sostanzialmente affine alle valutazioni sottese ai parametri commisurativi di cui all'art. 133 c.p., determinando, rispetto a essi, un “allargamento” dell'oggetto di tali valutazioni, che, per un verso, devono essere estese al trattamento sanzionatorio inteso come comprensivo anche della

decreto legislativo n. 107/2018, oltre a limitare l'esecuzione della sanzione pecuniaria emessa per seconda alla parte eccedente la prima, impone all'autorità giudiziaria e alla CONSOB di tenere conto, nell'irrogazione delle sanzioni di propria competenza, delle sanzioni già inflitte dall'altra autorità, anticipando così *“l'area di intervento della disposizione sino a coprire la fase antecedente (ndr. all'esecuzione), ossia quella della determinazione delle sanzioni”*<sup>218</sup>. Il predetto decreto legislativo ha, infatti, tentato di includere nell'ambito applicativo della norma anche le sanzioni detentive in modo tale da temperare la gravità del cumulo sanzionatorio anche nei casi, numerosi, in cui la sanzione emessa dall'autorità giudiziaria sia di natura detentiva. Tuttavia, da una norma come l'art. 187-terdecies TUF che ha la funzione di mitigare il doppio binario sanzionatorio ci si sarebbe aspettato l'utilizzo di criteri concreti e quantitativi; la disposizione, invece, delega semplicemente le autorità a *“tenere conto”* delle sanzioni già irrogate, che altro non vuol dire se non irrogare una sanzione che il giudice chiamato a pronunciarsi per secondo ritiene complessivamente proporzionale<sup>219</sup>. Senza contare che, data la maggior celerità con cui il procedimento amministrativo giunge a conclusione, sarà quasi sempre l'autorità giudiziaria a dover tenere conto della sanzione emessa dalla CONSOB: e ciò rappresenta un problema per i giudici penali in quanto risulta difficile raccordare una sanzione come quella detentiva a una sanzione amministrativa pecuniaria o, in taluni casi, a una misura interdittiva la quale, a dirla tutta, non viene neanche presa in considerazione dalla norma in esame.

Infine, va sottolineato che sebbene la disposizione abbia lo scopo di mitigare il cumulo sanzionatorio in materia di abusi di mercato, lo fa solo con riferimento al profilo sostanziale<sup>220</sup> andando ad incidere esclusivamente sul *quantum* sanzionatorio: viene

---

*sanzione formalmente amministrativa e, per altro verso, devono investire il fatto commesso nei diversi aspetti propri dei due illeciti”* (Cass., sez. V, 31 ottobre 2018, n. 49869).

<sup>218</sup> Luca Baron, *Test di proporzionalità e ne bis in idem. La giurisprudenza interna alla prova delle indicazioni euro-convenzionali in materia di market abuse*, per Archivio Penale, 2019, p. 34.

<sup>219</sup> In proposito, rileva la sentenza del Tribunale di Milano (Trib. Milano, sez. III, 15 novembre 2018, n. 14767) con la quale i giudici si sono fatti carico delle lacune cui ha dato vita l'art. 187-terdecies TUF attraverso l'espressione *“tengono conto”*: i giudici, infatti, si sono trovati in difficoltà a compensare la sanzione amministrativa già emessa con quella penale di loro competenza. F. Mucciarelli, *“Doppio binario” sanzionatorio degli abusi di mercato e ne bis in idem: prime ricadute pratiche dopo le sentenze della CGUE e la (parziale) riforma domestica*, per Diritto Penale Contemporaneo, 15 marzo 2019, p. 1, sul tema, afferma che *“lo snodo problematico sta nel fatto che la sanzione amministrativa pecuniaria già definitivamente inflitta è maggiore di quella che il giudice penale stima adeguata rispetto al caso di specie, sicché sul piano della commisurazione della pena si è di fronte a una (significativa) eccedenza, destinata a incidere sul fondamentale parametro della proporzione tra il cumulo delle sanzioni che verrebbero a essere complessivamente irrogate e la gravità dell'illecito”*. Il tribunale ha, infine, sopperito alla maldestra stesura dell'art. 187-terdecies TUF rinvenendo all'art. 135 c.p. (*“Ragguaglio fra pene pecuniarie e pene detentive”*) la norma che ha permesso di superare l'impasse generato dal problematico coordinamento tra sanzioni penali e amministrative.

<sup>220</sup> *“Tale nuova norma ha subito destato perplessità, nella misura in cui essa da un lato non tiene in alcun conto il rilievo processuale del ne bis in idem, limitandosi ad intervenire sulla sua dimensione sostanziale, dall'altro lato non fa rientrare nel meccanismo di scomputo le (gravose) sanzioni amministrative interdittive, previste al nuovo articolo 187-quater”*.

tralasciato, invece, il profilo umano-processuale permettendo il proseguimento di entrambi procedimenti in capo alla stessa persona costretta a sopportarli entrambi<sup>221</sup>.

---

(Lorenzo Roccagliata, *La riforma del diritto sanzionatorio per illeciti finanziari. Guida ragionata al D. lgs. 107/2018*, per Giurisprudenza Penale, 2018, pp. 16-17).

<sup>221</sup> Sia l'articolo in esame sia una parte della giurisprudenza comunitaria e nazionale (ad es. Cass., sez. V, 16 luglio 2018, n. 45829) sposano un orientamento che va verso lo snaturamento del principio del *ne bis in idem*. Secondo C. Deodato, *cit.*, p. 21, "se rettamente inteso, inoltre, il diritto dell'uomo a non essere giudicato due volte per lo stesso fatto non può esaurirsi nel diverso diritto a ricevere un trattamento sanzionatorio nel complesso proporzionato (peraltro autonomamente presidiato dall'art. 52 CDFUE). La giurisprudenza ricordata, infatti, rischia di degradare il divieto di *ne bis in idem* nel diritto a ricevere una pena complessivamente proporzionata, all'esito, tuttavia di due procedimenti autonomi e distinti, ancorché coordinati".

## Capitolo IV: Il *ne bis in idem* e le sue implicazioni

**Sommario:** 1. La nozione di *ne bis in idem* – 1.1 Nel diritto interno – 1.2 Nel diritto convenzionale – 1.3 Nel diritto comunitario – 2. Il *ne bis in idem* sostanziale e il *ne bis in idem* processuale – 3. La giurisprudenza in materia di doppio binario sanzionatorio – 3.1 I criteria della sentenza *Engel contro Paesi Bassi* – 3.2 La sentenza *Grande Stevens e altri contro Italia* – 3.3 La sentenza *A e B contro Norvegia* – 3.4 Le sentenze della Corte di Giustizia C-524/15, C-537/16, C-596/16 e C-597/16 – 4. Possibili rimedi – 4.1 *de lege lata* – 4.2 *de lege ferenda*

### 1. La nozione di *ne bis in idem*

#### 1.1 Nel diritto interno

La previsione di due diverse sanzioni nei confronti dei responsabili di abuso di informazioni privilegiate e manipolazione del mercato è l'elemento che più caratterizza il profilo sanzionatorio della disciplina degli abusi di mercato e che lo pone in conflitto con uno dei principi giuridici, tutt'oggi riconosciuto, ma che affonda le radici in quello che può essere considerato un lontano parente del diritto vigente, il diritto romano. La garanzia contenuta nel brocardo latino *ne bis in idem* (letteralmente “non due nello stesso”), sebbene non trovi riconoscimento costituzionale, è ritenuta a tutti gli effetti un'estrinsecazione del diritto di difesa di cui all'art. 24 della Costituzione in quanto espressione di un diritto strettamente connesso ai valori di equità e irrevocabilità della decisione penale sui quali si basa il sistema processuale accusatorio<sup>222</sup>. Il principio, infatti, esplicita il diritto di una persona a non essere giudicata due volte per il medesimo fatto.

Il *ne bis in idem* è, quindi, una conseguenza necessaria dell'adozione di un modello processuale accusatorio che si caratterizza per la terzietà e imparzialità del giudice, per l'onere probatorio a carico delle parti e, soprattutto, per il ruolo assegnato al giudicato<sup>223</sup>: il principio in esame, infatti, si sostanzia in un limite al potere

---

<sup>222</sup> In proposito, Bruno Nascimbene, *Ne bis in idem, diritto internazionale e diritto europeo*, per Diritto Penale Contemporaneo, 2 maggio 2018, p. 3, evidenzia che “come ha affermato il Parlamento europeo in uno dei primi atti che riguardano il tema, e come si ribadisce nella giurisprudenza della Corte di giustizia, “il principio del *ne bis in idem* trae motivo dall'interesse, tanto per la società, quanto per l'individuo, a che venga pienamente riconosciuta l'autorità della cosa giudicata, e ciò a garanzia del rispetto delle sentenze giudiziarie e della tutela del singolo”. Il principio “poggia su due presupposti fra loro complementari, vale a dire la libertà individuale da un lato e, dall'altro, la *vis rei iudicatae* come elemento di pace sociale”. Si intende, insomma, assicurare la certezza del diritto, l'equo processo, la proporzionalità della pena rispetto all'offesa”.

<sup>223</sup> In tal senso, la Cassazione dichiara: “L'efficacia del giudicato penale nasce dalla necessità di certezza e stabilità giuridica, propria della funzione tipica del giudizio, ma anche dall'esigenza di porre un limite all'intervento dello Stato nella sfera individuale, sicché si esprime essenzialmente nel divieto di “*bis in idem*”, e non implica l'immodificabilità in assoluto del trattamento sanzionatorio stabilito con la sentenza irrevocabile di condanna nei casi in cui la pena debba

giurisdizionale dell'organo giudicante al quale è precluso un nuovo giudizio, una volta che se ne sia concluso un altro a carico della stessa persona e per il medesimo fatto.

Il divieto di un doppio giudizio trova legittimazione in diverse considerazioni, una delle quali attiene alla differente disponibilità di mezzi economici tra lo Stato e il cittadino che, nel caso di un ulteriore processo, si troverebbe in difficoltà a doversi difendere un'altra volta. In secondo luogo, ed è questa la ragione che merita più considerazione, in un sistema che prevede l'istituto del giudicato, la persona ha il diritto di essere giudicata in modo definitivo, senza che possa essere possibile riesaminare la causa e aprire un secondo giudizio sul medesimo fatto<sup>224</sup>. Tale diritto assume una connotazione "umana", non solo in quanto impedisce che una persona già processata debba sopportare i pregiudizi economici e umani derivanti da un ulteriore giudizio, ma anche perché scongiura derive tiranniche che mirano a servirsi del processo come uno strumento di repressione.

Nel diritto nazionale il principio del *ne bis in idem* è riconosciuto dall'art. 649 c.p.p. che, al comma 1, vieta la sottoposizione a procedimento penale di una persona prosciolta o condannata con sentenza o decreto penale<sup>225</sup> divenuti irrevocabili per lo stesso fatto, neppure se questo viene considerato diversamente per il titolo, per il grado o per le circostanze, salvo quanto disposto dagli artt. 69, co. 2<sup>226</sup>, e 345<sup>227</sup> c.p.p. Il comma 2 dichiara che se viene iniziato un nuovo processo il giudice in ogni stato e grado del processo pronuncia sentenza di proscioglimento o di non luogo a procedere,

---

*subire le modificazioni necessarie imposte dal sistema a tutela dei diritti primari della persona*" (Cass., sez. un., 14 ottobre 2014, n. 42858).

<sup>224</sup> In tal senso, Giovanni Bausilio, *Il principio del ne bis in idem*, Key Editore, Vicalvi (FR), 2017, p. 14: "Le ragioni a sostegno dell'accettazione di tale principio e cioè che una persona non possa essere processata due volte per la stessa fattispecie di reato, possono sintetizzarsi nel considerare che il sistema giudiziario non possa tenere ad infinitum un cittadino, sotto la spada di Damocle, che esprime insicurezza".

<sup>225</sup> Il divieto in esame è efficace anche quando il precedente provvedimento giurisdizionale sul medesimo fatto sia stato una sentenza di applicazione della pena su richiesta delle parti o una sentenza predibattimentale di proscioglimento, ex art. 469 c.p.p. Non comporta il divieto di un doppio giudizio, invece, il provvedimento di archiviazione, il quale non impedisce che siano svolte nuove indagini e sia formulata una nuova imputazione.

<sup>226</sup> Art. 69 c.p.p.: "Se risulta la morte dell'imputato, in ogni stato e grado del processo il giudice, sentiti il pubblico ministero e il difensore, pronuncia sentenza a norma dell'articolo 129. La sentenza non impedisce l'esercizio dell'azione penale per il medesimo fatto e contro la medesima persona, qualora successivamente si accerti che la morte dell'imputato è stata erroneamente dichiarata". Il secondo comma permette l'esercizio dell'azione penale nei confronti della stessa persona e per lo stesso fatto in questo caso perché il precedente processo, a causa dell'erronea dichiarazione della morte dell'imputato, si sarebbe chiuso con sentenza di non luogo a procedere e non sarebbe arrivato a conclusione.

<sup>227</sup> Art. 345 c.p.p.: "Il provvedimento di archiviazione e la sentenza di proscioglimento o di non luogo a procedere, anche se non più soggetta a impugnazione, con i quali è stata dichiarata la mancanza della querela, della istanza, della richiesta o dell'autorizzazione a procedere, non impediscono l'esercizio dell'azione penale per il medesimo fatto e contro la medesima persona se è in seguito proposta la querela, l'istanza, la richiesta o è concessa l'autorizzazione ovvero se è venuta meno la condizione personale che rendeva necessaria l'autorizzazione. La stessa disposizione si applica quando il giudice accerta la mancanza di una condizione di procedibilità diversa da quelle indicate nel comma 1, nonché quando, dopo che è stata pronunciata sentenza di non luogo a procedere o di non doversi procedere a norma dell'articolo 72-bis, lo stato di incapacità dell'imputato viene meno o si accerta che è stato erroneamente dichiarato".

enunciandone la causa nel dispositivo<sup>228</sup>. Ad una prima lettura è inevitabile pensare che la disposizione limiti la sua applicabilità alla “materia penale” e, di fatti, è così. Ciò nonostante, le implicazioni del principio in esame nella disciplina degli abusi di mercato sono rilevanti e trovano ragione nella qualifica attribuita dalla Corte EDU, nella sentenza *Grande Stevens e altri contro Italia*, alle sanzioni amministrative di cui all’art. 187-ter TUF, e indirettamente anche a quelle di cui all’art. 187-bis TUF, che vengono equiparate, per severità e natura dell’illecito, a sanzioni penali. I due binari sanzionatori, secondo la Corte EDU, sono entrambi di natura penale e, di conseguenza, un secondo giudizio ricadrebbe nell’area di operatività dell’art. 649 c.p.p., oltre che dell’art. 4, Protocollo n. 7, CEDU.

L’art. 649 c.p.p. è inserito nel Libro X del codice di procedura penale, al Titolo I che è rubricato “*Giudicato*”: il giudicato è, infatti, il presupposto logico del principio del *ne bis in idem* e uno dei tre pilastri sui quali, in base ad un’interpretazione letterale, il principio si regge; gli altri due sono l’*eadem persona* e l’*idem factum*. La stessa disposizione sottolinea come non possa essere posto sotto procedimento penale chi sia stato già prosciolto o condannato con sentenza o decreto penale divenuti irrevocabili e, quindi, passati in giudicato<sup>229</sup>. La *res judicata* è caratterizzata dalla sua esecutività che, a norma dell’art. 650 c.p.p., ricorre quando le sentenze e i decreti penali sono divenuti irrevocabili e, pertanto, non più soggetti ad impugnazione, oltre che dalla sua obbligatorietà che si sostanzia nella capacità di fare stato e disciplinare i rapporti giuridici fra tutti i soggetti verso i quali si irradiano gli effetti del giudicato. In caso di violazione della norma in esame, il codice di procedura penale all’art. 669, co. 1, c.p.p. prevede l’applicazione del principio del *favor rei* per risolvere il conflitto tra giudicati: se, infatti, vengono pronunciate più sentenze o più decreti penali di condanna nei confronti della stessa persona e per lo stesso fatto, il giudice ordina l’esecuzione della sentenza che contiene la pena meno grave, revocando le altre.

---

<sup>228</sup> In proposito, Gianrico Ranaldi e Federico Gaito, *Introduzione allo studio dei rapporti tra ne bis in idem sostanziale e processuale*, per Archivio Penale, 2017, p. 20, chiariscono che “nell’ambiguità della locuzione normativa, dalla quale è impossibile evincere gli ambiti applicativi e le eventuali interferenze reciproche tra le due formule, c’è chi argomenta che il criterio discrezionale sarebbe fornito dal favor rei: proscioglimento ove il tenore della prima decisione sia stato liberatorio, non luogo a procedere in ogni altro caso”.

<sup>229</sup> L’irrevocabilità è definita all’art. 648 c.p.p. che prevede: “Sono irrevocabili le sentenze pronunciate in giudizio contro le quali non è ammessa impugnazione diversa dalla revisione. Se l’impugnazione è ammessa, la sentenza è irrevocabile quando è inutilmente decorso il termine per proporla o quello per impugnare l’ordinanza che la dichiara inammissibile. Se vi è stato ricorso per cassazione, la sentenza è irrevocabile dal giorno in cui è pronunciata l’ordinanza o la sentenza che dichiara inammissibile o rigetta il ricorso. Il decreto penale di condanna è irrevocabile quando è inutilmente decorso il termine per proporre opposizione o quello per impugnare l’ordinanza che la dichiara inammissibile”.

Tuttavia, la necessità che la persona sia stata già prosciolta o condannata per lo stesso fatto in maniera irrevocabile e, quindi, con sentenza o decreto penale passati in giudicato, affinché sia impedito il secondo giudizio, non sempre è stata accolta pacificamente dalla dottrina. Secondo una diversa interpretazione, nonostante la lettera della norma richieda il presupposto del giudicato, il principio in realtà è finalizzato a evitare che la persona sia sottoposta a un secondo procedimento, indipendentemente dalla conclusione del primo con un provvedimento irrevocabile, e mira a impedire che, in relazione allo stesso fatto, vengano emessi provvedimenti differenti e autonomi<sup>230</sup>. Tale interpretazione ha ricevuto un'approvazione giurisprudenziale, per la prima volta nel 1995, dalla Corte di Cassazione che ha indicato un orientamento più profondo e più coerente con la *ratio* del principio, successivamente condiviso da ulteriori sentenze<sup>231</sup> della medesima Cassazione, secondo le quali l'art. 649 c.p.p., pur ricollegando il divieto del *bis in idem* all'emissione di una sentenza o un decreto penale divenuti irrevocabili, certamente non intende significare che fin quando non sia stata pronunciata sentenza o decreto penale si possano svolgere altri processi nei confronti della stessa persona per lo stesso fatto. In questo modo la Cassazione ha anticipato la tutela garantita dall'art. 649 c.p.p. che sarebbe, invece, scattata solo a seguito dell'emissione di un provvedimento irrevocabile. La pronuncia aveva provocato accesi contrasti giurisprudenziali in quanto l'esegesi della Cassazione si era allontanata dalla lettera della norma; ma, nel 2005, la stessa Corte è intervenuta un'altra volta<sup>232</sup> per confermare tale interpretazione, ritenuta più funzionale alla *ratio* e agli scopi di tutela della disposizione.

Si è già fatto cenno agli altri due pilastri sui quali si poggia il principio del *ne bis in idem*: l'*eadem persona* e l'*idem factum*. Se con riferimento al primo non sorgono grandi problemi interpretativi, è proprio con riferimento all'*idem factum* che, invece, si sono manifestate le opinioni più contrastanti. È evidente, infatti, che l'esegesi dell'*idem*

---

<sup>230</sup> L'art. 649 c.p.p. è, infatti, secondo la Cassazione un'espressione del "generale principio di *ne bis in idem* che tende innanzi tutto ad evitare che per lo stesso fatto si svolgano più procedimenti e si emettano più provvedimenti, l'uno indipendente dall'altro" (Cass., sez. V, 10 luglio 1995, n. 2611).

<sup>231</sup> Cass., sez. VI, 11 febbraio 1999, rv. 212864; Cass., sez. VI, 25 febbraio 2002, rv. 225004; Cass., sez. VI, 18 novembre 2004, rv. 230760.

<sup>232</sup> Una sentenza nella quale la Corte si è espressa favorevolmente circa l'ammissibilità della pronuncia di una sentenza di non luogo a procedere per improponibilità dell'azione penale nelle ipotesi di litispendenza: "Le situazioni di litispendenza, non riconducibili nell'ambito dei conflitti di competenza di cui all'art. 28 c.p.p., devono essere risolte dichiarando nel secondo processo, pur in mancanza di una sentenza irrevocabile, l'improponibilità dell'azione penale in applicazione della preclusione fondata sul principio generale del *ne bis in idem*, sempre che i due processi abbiano ad oggetto il medesimo fatto attribuito alla stessa persona, siano stati instaurati ad iniziativa dello stesso ufficio del pubblico ministero e siano devoluti, anche se in fasi o in gradi diversi, alla cognizione di giudici della stessa sede giudiziaria" (Cass., sez. un., 28 giugno 2005, n. 34655).

*factum*, come quella di ognuno dei tre pilastri, è decisiva ai fini della definizione dell'ambito di operatività del *ne bis in idem* e dell'art. 649 c.p.p. che non fornisce delucidazioni a proposito del significato della locuzione “*medesimo fatto*”, la quale è suscettibile di due diverse interpretazioni.

Secondo la prima, ormai minoritaria, l'*idem factum* va interpretato non solo nel senso di medesimo fatto materiale e reale composto dagli elementi della condotta, del nesso causale e dell'evento, ma anche come medesimo fatto giuridico inteso come fattispecie astratta e qualifica giuridica della condotta, il c.d. *idem* giuridico. Una tale interpretazione comporterebbe l'inapplicabilità del principio del *ne bis in idem* ad un qualunque caso di concorso formale tra reati nel quale con una singola condotta vengono integrate più fattispecie di reato. Il diverso capo di imputazione, infatti, precluderebbe l'applicazione del *ne bis in idem* ad un ulteriore processo in quanto la qualifica giuridica della condotta materiale non sarebbe la stessa del precedente processo. Tale orientamento è stato condiviso, in un primo momento, dalla Corte di Cassazione<sup>233</sup> ma è stato ben presto abbandonato in favore di una seconda interpretazione più garantista, soprattutto in seguito alla sentenza della Corte Costituzionale sul caso *Eternit bis*<sup>234</sup>. La Consulta, nel caso citato, si è pronunciata sulla questione di legittimità costituzionale dell'art. 649 c.p.p. sollevata durante il processo per omicidio volontario a carico del titolare della multinazionale Eternit, già processato precedentemente per gli stessi fatti con differenti capi di imputazione: omissione dolosa di cautele contro gli infortuni sul lavoro (art. 437 c.p.) e disastro doloso (art. 434 c.p.). La questione di legittimità dell'art. 649 c.p.p. era stata sollevata dai giudici torinesi in quanto l'interpretazione della nozione di *idem* formulata dal diritto “vivente” italiano non combaciava con quella formulata dalla Corte EDU, nelle sentenze *Grande Stevens e altri contro Italia* e *Zolotukhin contro Russia*<sup>235</sup> e, disegnando una sfera di operatività più stretta, non era rispettosa dei vincoli derivanti dall'ordinamento comunitario e dagli obblighi internazionali, di cui all'art. 117, co. 1, Cost. Il presentimento dei giudici *a quo* è stato, poi, confermato dalla Corte Costituzionale che ha seguito l'orientamento dei giudici di Strasburgo optando per un'interpretazione materiale e naturalistica dell'*idem factum* e dichiarando l'illegittimità costituzionale dell'art. 649 c.p.p. “*nella parte in cui esclude che il fatto sia il medesimo*”

---

<sup>233</sup> “La preclusione del “*ne bis in idem*” non opera ove tra i fatti già irrevocabilmente giudicati e quelli ancora da giudicare sia configurabile un'ipotesi di “concorso formale di reati”, potendo in tal caso la stessa fattispecie essere riesaminata sotto il profilo di una diversa violazione di legge” (Cass., sez. III, 13 dicembre 2017, n. 55474). In tal senso, anche precedenti sentenze: Cass., sez. V, 20 gennaio 2016, n. 11918; Cass., sez. III, 18 settembre 2014, n. 50310.

<sup>234</sup> Corte Cost., 31 maggio 2016, dep. 21 luglio 2016, n. 200.

<sup>235</sup> Corte EDU, Grande camera, 10 febbraio 2009, ricorso n. 14939/03.

per la sola circostanza che sussiste un concorso formale tra il reato già giudicato con sentenza divenuta irrevocabile e il reato per cui è iniziato il nuovo procedimento penale”. Al contempo, la Corte ha tenuto a precisare che il fatto materiale risulta il medesimo del precedente processo solo qualora il giudice riscontri la coincidenza dei tre elementi fondamentali che lo compongono: condotta, nesso causale ed evento<sup>236</sup>. La sentenza della Corte Costituzionale, in definitiva, ha modellato il diritto “vivente” italiano e ha indirizzato anche la Cassazione su una strada più garantista che porta ad un’ esegesi dell’art. 649 c.p.p. più funzionale ai suoi scopi di tutela, come gli stessi giudici di legittimità hanno avuto modo di dimostrare in seguito<sup>237</sup>, ma soprattutto in linea con l’interpretazione che la Corte EDU aveva dato dell’art. 4, Protocollo n. 7 della CEDU.

## 1.2 Nel diritto convenzionale

Il dialogo fra Corti, come abbiamo visto, è fitto e intenso ed è indispensabile approfondire i punti salienti della disciplina convenzionale del *ne bis in idem* per comprendere come questo dialogo abbia contribuito all’evoluzione dell’ esegesi del principio in esame.

Sebbene il riconoscimento del *ne bis in idem* a livello internazionale, in origine, sia stato giustificato dalla necessità di evitare la sovrapposizione, in capo alla stessa persona e per il medesimo fatto, di procedimenti penali di diversi Stati che, per motivi diversi, avrebbero potuto rivendicarne la giurisdizione, l’ambito di applicazione del *ne bis in idem*, così come disciplinato dall’art. 4, Protocollo n. 7, CEDU, è limitato al livello nazionale, come si evince dalla locuzione “*dello stesso Stato*” contenuta nel testo della norma<sup>238</sup>. Il riconoscimento di un *ne bis in idem* internazionale, che impedisca lo

---

<sup>236</sup> “Sulla base della triade condotta-nesso causale-evento naturalistico, il giudice può affermare che il fatto oggetto del nuovo giudizio è il medesimo solo se riscontra la coincidenza di tutti questi elementi, assunti in una dimensione empirica, sicché non dovrebbe esservi dubbio, ad esempio, sulla diversità dei fatti, qualora da un’unica condotta scaturisca la morte o la lesione dell’integrità fisica di una persona non considerata nel precedente giudizio, e dunque un nuovo evento in senso storico. Ove invece tale giudizio abbia riguardato anche quella persona occorrerà accertare se la morte o la lesione siano già state specificamente considerate, unitamente al nesso di causalità con la condotta dell’imputato, cioè se il fatto già giudicato sia nei suoi elementi materiali realmente il medesimo, anche se diversamente qualificato per il titolo, per il grado e per le circostanze” (Corte Cost. 31 maggio 2016, dep. 21 luglio 2016, n. 200).

<sup>237</sup> La giurisprudenza in materia di *idem factum* è, infatti, ormai costante nel sostenere l’interpretazione del fatto materiale composto da condotta, nesso causale ed evento. “*Ai fini del divieto di “bis in idem”, l’identità del fatto deve essere valutata in relazione al concreto oggetto del giudicato e della nuova contestazione, senza confrontare gli elementi delle fattispecie astratte di reato*” (Cass., sez. II, 6 febbraio 2018, n. 1144). In tal senso, anche Cass., sez. IV, 14 marzo 2017, n. 12175; Cass., sez. IV, 23 gennaio 2017, 3315.

<sup>238</sup> Art. 4, Protocollo n. 7, CEDU: “*Nessuno può essere perseguito o condannato penalmente dalla giurisdizione dello stesso Stato per un reato per il quale è già stato assolto o condannato a seguito di una sentenza definitiva conformemente alla legge ed alla procedura penale di tale Stato. Le disposizioni del paragrafo precedente non impediscono la riapertura del processo, conformemente alla legge ed alla procedura penale dello Stato interessato, se fatti sopravvenuti o nuove*

svolgimento di due processi a carico della stessa persona e per lo stesso fatto ma in Stati diversi, era avvenuto con altri e precedenti accordi<sup>239</sup>.

La *ratio* della norma è quella di voler conferire un diritto esercitabile e rivendicabile davanti alla Corte EDU, previo esaurimento delle vie di ricorso interne, dalle persone che, già assolte o condannate con sentenza definitiva, vengono coinvolte in ulteriore procedimento nel medesimo Stato. Il principio, nella CEDU, viene inteso, infatti, in un'accezione umanitaria, diversa rispetto al riconoscimento operato dall'art. 649 c.p.p. nel quale il divieto di *bis in idem* viene presentato come la logica conseguenza dell'esigenza di certezza del diritto e dell'irrevocabilità di una sentenza o di un decreto penale passati in giudicato<sup>240</sup>. La CEDU riconosce il diritto a non essere perseguiti o condannati due volte per il medesimo reato come diritto fondamentale dell'uomo e impone agli Stati contraenti, a norma del paragrafo 3, di non derogare a tale diritto neanche in caso di guerra o di altro pericolo pubblico che minacci la vita dello stesso Stato. Allo stesso tempo, il paragrafo 2 contiene le eccezioni al principio in esame che sono costituite da fatti sopravvenuti, da nuove rivelazioni o da vizi fondamentali della procedura che ne possano inficiare la sentenza: in tali casi è ammessa la riapertura del processo.

Sul piano esegetico, negli ultimi anni la Corte EDU sembra aver indirizzato, come abbiamo visto, la Corte Costituzionale nell'interpretazione del *ne bis in idem*, in particolare con il caso *Zolotukhin contro Russia*; tuttavia, nel corso degli anni anche i giudici di Strasburgo hanno seguito orientamenti fra loro divergenti che hanno dato vita ad un quadro giurisprudenziale piuttosto confuso, soprattutto con riferimento alle nozioni di *bis* e di *idem*. In merito al significato di *bis*, la Corte EDU ha alternato orientamenti che ne davano una sfumatura processuale permettendo, quindi, l'irrogazione di due distinte sanzioni che avessero funzioni diverse<sup>241</sup>, ad altri

---

*rivelazioni o un vizio fondamentale nella procedura antecedente sono in grado di inficiare la sentenza intervenuta. Non è autorizzata alcuna deroga al presente articolo ai sensi dell'articolo 15 della Convenzione*".

<sup>239</sup> Si fa riferimento, ad esempio, alla Convenzione europea per l'extradizione del 1957, il cui art. 9 dichiara: "L'extradizione non sarà accordata quando la persona richiesta è stata giudicata in forma definitiva dalle autorità competenti della Parte richiesta, per il fatto od i fatti per i quali l'extradizione è domandata". La Convenzione di applicazione dell'accordo di Schengen del 1990, inoltre, all'art. 54 dichiara: "Una persona che sia stata giudicata con sentenza definitiva in una Parte contraente non può essere sottoposta ad un procedimento penale per i medesimi fatti in un'altra Parte contraente a condizione che, in caso di condanna, la pena sia stata eseguita o sia effettivamente in corso di esecuzione attualmente o, secondo la legge dello Stato contraente di condanna, non possa più essere eseguita".

<sup>240</sup> In tal senso, è indicativa la posizione dell'art. 649 c.p.p. che è inserito nel Libro X del codice di procedura penale, al Titolo I rubricato "Giudicato".

<sup>241</sup> Ad esempio, nel caso *Gradinger contro Austria* (Corte EDU, Camera, 23 ottobre 1995, ricorso n. 15963/90), la Corte EDU ricollega la violazione del *ne bis in idem* al fatto che il soggetto avesse subito due distinti procedimenti per la medesima condotta concreta che era rilevante sia a livello penale che a livello amministrativo. In tal caso, i giudici di

orientamenti che ne davano una sfumatura sostanziale e sanzionatoria, in base alla quale non era consentito infliggere due sanzioni per la stessa condotta<sup>242</sup>. Con riferimento, invece, alla nozione di *idem* la giurisprudenza della Corte EDU, in passato, è stata costante nell'applicazione del criterio dell'*idem* legale, nonostante ne fossero date, in alcuni casi, letture tra loro divergenti: ad esempio, nel caso *Ponsetti e Chesnel contro Francia*<sup>243</sup>, i giudici di Strasburgo hanno accolto un'interpretazione particolarmente stringente secondo la quale il principio si applicava nei casi di perfetta identità giuridica tra gli illeciti, anche dal punto di vista dell'elemento psicologico. Nel caso *Franz Fischer contro Austria*<sup>244</sup>, invece, la Corte ha esteso la nozione di *idem* fino a ricomprendere le fattispecie astratte convergenti sulla stessa condotta materiale che possedessero i medesimi elementi essenziali, identificandolo sostanzialmente con i casi di concorso apparente di norme: in tal caso, i giudici hanno favorito un'interpretazione processuale del principio secondo la quale era proprio la celebrazione di un ulteriore processo a violare l'art. 4, Protocollo n. 7, CEDU, essendo irrilevante qualsiasi successivo tentativo di mitigazione del cumulo sanzionatorio. Il *leading case* in materia è costituito dal già noto caso *Zolotukhin contro Russia*<sup>245</sup>, più volte richiamato nella sentenza n. 200/2016 della Corte Costituzionale, che ha messo fine al susseguirsi di orientamenti giurisprudenziali discordanti<sup>246</sup>: la sentenza ha chiarito che il diritto di cui

---

Strasburgo sposano un'interpretazione materiale dell'*idem* e una concezione processuale di *bis*, ammettendo allo stesso tempo la legittimità del cumulo sanzionatorio in ragione dei diversi scopi delle sanzioni inflitte.

<sup>242</sup> Nel caso *Oliveira contro Svizzera* (Corte EDU, Camera, 30 luglio 1998, ricorso n. 25711/94), la Corte EDU adotta un orientamento totalmente opposto rispetto a quello del caso *Gradinger contro Austria*, ritenendo possibili due diversi procedimenti in capo alla stessa persona e giustificando questa duplicazione in quanto il *factum* non viene considerato lo stesso poiché inteso nella sua accezione giuridica, ovvero quella dell'*idem* legale, in base alla quale si sono configurati sia il reato di lesioni colpose sia la violazione di norme della circolazione stradale. La Corte, poi, impone che la sanzione più lieve sia assorbita da quella più grave: è evidente, in questo caso, la preferenza sia per un *ne bis in idem* sostanziale che per un'accezione giuridica dell'*idem*.

<sup>243</sup> Corte EDU, sez. III, 14 settembre 1999, ricorsi nn. 36855/97 e 41731/98.

<sup>244</sup> Corte EDU, sez. III, 29 maggio 2001, ricorso n. 37950/97.

<sup>245</sup> Il caso *Zolotukhin contro Russia* risulta essere significativo in quanto la Corte EDU ha sostenuto che “il criterio pertinente ai fini dell'applicazione di tale articolo è quello dell'identità dei fatti materiali, inteso come l'esistenza di un insieme di fatti inscindibilmente collegati tra loro, indipendentemente dalla qualificazione giuridica di tali fatti o dell'interesse giuridico tutelato. [...] La Corte ritiene che l'uso della parola “reato” nel testo dell'articolo 4 del protocollo n. 7 non possa giustificare l'interpretazione di coloro che aderiscono ad un approccio più restrittivo. Ribadisce che la Convenzione deve essere interpretata e applicata in modo da rendere i diritti in essa sanciti pratici ed efficaci, non teorici e illusori” (Corte EDU, Grande camera, 10 febbraio 2009, ricorso n. 14939/03).

<sup>246</sup> Mentre in *Franz Fischer contro Austria*, la Corte EDU si è interrogata sull'ammissibilità di un concorso formale tra fattispecie penali e amministrative da un punto di vista prettamente sostanziale, nel caso *Zolotukhin contro Russia*, come abbiamo visto, matura un orientamento che inquadra l'*idem factum* in una dimensione storico-naturalistica “di chiaro stampo processuale” ma che non tiene conto della differente qualifica formale degli illeciti e, quindi, dei procedimenti. Come afferma Francesco Mazzacuva, *Le pene nascoste: topografia delle sanzioni punitive e modulazione dello statuto garantistico*, Giappichelli, Torino, 2017, p. 289, “si tratta di un approdo del tutto originale che ha colto impreparati gli Stati membri poiché, almeno nei sistemi caratterizzati da una chiara distinzione tra pene e sanzioni amministrative, non è mai stata concepita tale forma di ultraoperatività della preclusione processuale, neanche in un ordinamento come quello tedesco contraddistinto, come si è visto, dalla più ampia estensione dello statuto garantistico penale”.

all'art. 4, Protocollo n. 7, CEDU, non si limita a garantire che il soggetto non sia punito due volte, ma si estende al diritto a non essere perseguito due volte; inoltre, i giudici di Strasburgo hanno conferito all'*idem factum* una connotazione esclusivamente materiale e naturalistica che ha ampliato i confini della tutela garantita, fino ad allora, dal *ne bis in idem*. I più recenti approdi giurisprudenziali, infine, sono rappresentati dalla sentenza *Grande Stevens e altri contro Italia* e dalla sentenza *A e B contro Norvegia*<sup>247</sup>: entrambe saranno esaminate nel successivo paragrafo.

### 1.3 Nel diritto comunitario

L'ultima versione del *ne bis in idem* che rimane da esaminare è quella comunitaria. Nel diritto dell'Unione europea il principio è garantito dalla Carta europea dei diritti dell'uomo che, all'art. 50, dichiara: “*Nessuno può essere perseguito o condannato per un reato per il quale è già stato assolto o condannato nell'Unione a seguito di una sentenza penale definitiva conformemente alla legge*”. La disposizione gode di un'efficacia vincolante in quanto l'art. 6, co. 1<sup>248</sup>, del Trattato di Lisbona gli conferisce lo stesso valore giuridico dei Trattati fondamentali dell'Unione europea. Va precisato che tale efficacia non è limitata al livello nazionale, come nel caso dell'art. 4, Protocollo n. 7, CEDU, ma dispiega i suoi effetti sia a livello interno che a livello comunitario, come si occupa di chiarire il documento contenente le “*Spiegazioni relative alla Carta dei diritti fondamentali*”<sup>249</sup>. Il riconoscimento del *ne bis in idem* in ottica internazionale è, in tal caso, coerente con l'intento delle istituzioni europee di creare un unico spazio giudiziario europeo all'interno del quale sia garantita l'autorità e l'unicità di una decisione penale definitiva.

L'ambito di applicazione del *ne bis in idem*, come quello di qualunque altra garanzia contenuta nella Carta di Nizza, è definito dall'art. 51<sup>250</sup> CDFUE il quale sostiene che le

---

<sup>247</sup> Corte EDU, Grande camera, 15 novembre 2016, ricorsi nn. 24130/11 e 29758/11.

<sup>248</sup> Art. 6, co. 1, del Trattato di Lisbona: “*L'Unione riconosce i diritti, le libertà e i principi sanciti nella Carta dei diritti fondamentali dell'Unione europea del 7 dicembre 2000, adattata il 12 dicembre 2007 a Strasburgo, che ha lo stesso valore giuridico dei trattati. Le disposizioni della Carta non estendono in alcun modo le competenze dell'Unione definite nei trattati. I diritti, le libertà e i principi della Carta sono interpretati in conformità delle disposizioni generali del titolo VII della Carta che disciplinano la sua interpretazione e applicazione e tenendo in debito conto le spiegazioni cui si fa riferimento nella Carta, che indicano le fonti di tali disposizioni*”.

<sup>249</sup> In riferimento all'art. 50 della Carta, le Spiegazioni relative alla Carta dei diritti fondamentali, 2007/C 303/02, chiariscono che: “*Ai sensi dell'articolo 50, la regola «ne bis in idem» non si applica solo all'interno della giurisdizione di uno stesso Stato, ma anche tra giurisdizioni di più Stati membri*”.

<sup>250</sup> Art. 51, CDFUE: “*Le disposizioni della presente Carta si applicano alle istituzioni e agli organi dell'Unione nel rispetto del principio di sussidiarietà come pure agli Stati membri esclusivamente nell'attuazione del diritto dell'Unione. Pertanto, i suddetti soggetti rispettano i diritti, osservano i principi e ne promuovono l'applicazione secondo le rispettive competenze. La presente Carta non introduce competenze nuove o compiti nuovi per la Comunità e per l'Unione, né modifica le competenze e i compiti definiti dai trattati*”.

disposizioni della Carta si applicano “*alle istituzioni e agli organi dell’Unione nel rispetto del principio di sussidiarietà come pure agli Stati membri esclusivamente nell’attuazione del diritto dell’Unione*”. L’occasione per chiarire la portata della norma si è presentata con il caso *Fransson*<sup>251</sup>: la Corte di Giustizia, nel caso di specie, è stata investita di un rinvio pregiudiziale sollevato da un Tribunale di primo grado svedese il quale aveva sospeso il procedimento penale per frode fiscale a carico del sig. Fransson, già sanzionato dall’amministrazione tributaria svedese per il medesimo fatto, e aveva sottoposto ai giudici di Lussemburgo cinque diversi quesiti pregiudiziali con i quali, in breve, si chiedevano delucidazioni riguardo la compatibilità di un ulteriore procedimento penale con l’art. 50 CDFUE e con l’art. 4, Protocollo n. 7, CEDU. La Corte, prima di risolvere le questioni sottoposte, ha ritenuto opportuno definire l’ambito di applicazione *ex art. 51 CDFUE* e chiarire che tipo di connessione debba sussistere tra una normativa nazionale e il diritto dell’Unione affinché possano essere applicate le disposizioni della Carta. Secondo la Corte, i diritti fondamentali contenuti nella Carta si applicano agli Stati membri quando una normativa nazionale rientra nell’ambito di applicazione del diritto dell’Unione europea<sup>252</sup>: considerato che la comunicazione all’amministrazione tributaria di informazioni inesatte da parte del sig. Fransson ha violato la normativa nazionale in materia di IVA, che dava esecuzione alla Direttiva 2006/112/CE del Consiglio del 28 novembre 2006 relativa al sistema comune d’imposta sul valore aggiunto, la Corte ha ritenuto la questione di sua competenza. La decisione della Corte e la sua *ratio* possono considerarsi valide anche con riferimento alla normativa nazionale in materia di abusi di mercato: anch’essa, infatti, è stata introdotta sulla base di provvedimenti comunitari quali il MAR e la MAD, e, in quanto tale, deve garantire il rispetto dei diritti contenuti nella Carta di Nizza, tra le quali il diritto a non essere perseguiti o condannati due volte per il medesimo fatto. Un’altra disposizione che consacra il divieto di *bis in idem* e, sulla cui applicazione, è competente anche in questo caso la Corte di Giustizia dell’Unione Europea è l’art. 54

---

<sup>251</sup> CGUE, Grande sez., 26 febbraio 2013, C-617/10.

<sup>252</sup> In tal senso, anche le Spiegazioni relative alla Carta dei diritti fondamentali, 2007/C 303/02: “*Di conseguenza, dato che i diritti fondamentali garantiti dalla Carta devono essere rispettati quando una normativa nazionale rientra nell’ambito di applicazione del diritto dell’Unione, non possono quindi esistere casi rientranti nel diritto dell’Unione senza che tali diritti fondamentali trovino applicazione. L’applicabilità del diritto dell’Unione implica quella dei diritti fondamentali garantiti dalla Carta*” (CGUE, Grande sez., 26 febbraio 2013, C-617/10). In tal senso, anche la Spiegazione dell’art. 51: “*Per quanto riguarda gli Stati membri, la giurisprudenza della Corte sancisce senza ambiguità che l’obbligo di rispettare i diritti fondamentali definiti nell’ambito dell’Unione vale per gli Stati membri soltanto quando agiscono nell’ambito di applicazione del diritto dell’Unione*”.

della Convenzione di applicazione dell'accordo di Schengen (CAAS)<sup>253</sup>. Il *ne bis in idem* ivi riconosciuto è inserito in un quadro normativo che ha finalità parzialmente diverse da quelle umanitarie della Carta di Nizza. Il principio, come enunciato nella CAAS, è volto a regolare i rapporti tra gli Stati contraenti e a risolvere questioni di compatibilità delle giurisdizioni, in modo tale da garantire la libera circolazione dei cittadini europei e assicurare loro l'unicità del giudizio penale nell'area di Schengen. Per questa ragione, la Corte di Giustizia, nel caso *van Esbroeck*<sup>254</sup>, ha delineato una nozione di "medesimi fatti", ai sensi dell'art. 54 CAAS, molto vicina a quella che ne darà poi la Corte EDU nel caso *Zolotukhin contro Russia*: qualora, infatti, la Corte avesse condiviso l'opposto orientamento dell'*idem* legale, la tutela garantita dalla disposizione sarebbe stata vanificata dalle diverse qualificazioni giuridiche che gli Stati contraenti attribuiscono al medesimo fatto materiale<sup>255</sup>. Si può dedurre, quindi, che il riconoscimento di un *ne bis in idem* internazionale, come quello di cui all'art. 54 CAAS e all'art. 50 CDFUE, comporti un'interpretazione di *idem* che sia necessariamente materiale.

Nonostante entrambe le disposizioni esplicitino un *ne bis in idem* internazionale, il rapporto tra l'art. 50 CDFUE e l'art. 54 CAAS è contraddistinto da alcune difformità che attengono al momento in cui scatta la tutela garantita dal *ne bis in idem*: mentre l'art. 50 CDFUE presuppone una sentenza penale definitiva per garantire il diritto a non essere perseguito o condannato due volte, l'art. 54 CAAS sancisce il divieto di doppio

---

<sup>253</sup> Sul tema, B. Nascimbene, *Ne bis in idem, diritto internazionale e diritto europeo*, cit., p. 10: "La CAAS (spec. artt. 54-56) si ispira e riproduce, sostanzialmente, le disposizioni della Convenzione di Bruxelles. La CAAS viene poi incorporata nel quadro istituzionale dell'Unione, in virtù del Protocollo n. 2 sull'acquis di Schengen integrato nell'ambito dell'Unione europea, introdotto dal Trattato di Amsterdam e divenuto, a seguito del Trattato di Lisbona (2007, in vigore dal 2009), Protocollo n. 19. L'incorporazione dell'acquis trasforma la cooperazione intergovernativa in integrazione, confermando lo stretto nesso con la libera circolazione delle persone: libertà fondamentale che non può essere ostacolata dal rischio che una persona subisca un nuovo giudizio, per gli stessi fatti, in un altro Stato membro".

<sup>254</sup> "Orbene, data l'assenza di armonizzazione delle legislazioni penali nazionali, un criterio fondato sulla qualificazione giuridica dei fatti o sull'interesse giuridico tutelato sarebbe tale da creare altrettanti ostacoli alla libertà di circolazione nello spazio Schengen quanti sono i sistemi penali esistenti negli Stati contraenti. Alla luce di quanto sopra, l'unico criterio pertinente ai fini dell'applicazione dell'art. 54 della CAAS è quello dell'identità dei fatti materiali, intesi come esistenza di un insieme di circostanze concrete inscindibilmente collegate tra loro" (CGUE, sez. II, 9 marzo 2006, C-436/04).

<sup>255</sup> Sul tema, Ludovico Bin, *Anatomia del ne bis in idem: da principio unitario a trasformatore neutro di principi in regole*, per Sistema Penale, 2018, p. 14: "La definizione dell'*idem* in termini di fatto concreto è evidentemente una conseguenza della funzione attribuita al principio, poiché la valutazione di elementi giuridici impedirebbe al cittadino la sicurezza di poter circolare liberamente senza temere le inevitabili diversità di qualificazione dei fatti già oggetto di un procedimento; e poiché il principio si inserisce nel quadro di un ravvicinamento degli Stati, obiettivo perseguito con decisione dalla Corte di Giustizia, quest'ultima ne favorisce interpretazioni assai estensive. Sempre alla specifica ratio sottesa al divieto è da attribuire inoltre la particolare formulazione testuale del principio dell'art. 54 CAAS, che non aggancia le condizioni di validità del divieto al passaggio in giudicato di una sentenza ma all'esecuzione della pena, cioè all'esaurimento (o impossibilità di soddisfacimento) delle pretese punitive di uno Stato Membro, così da contemperare l'interesse alla libera circolazione dei cittadini con le esigenze punitive dei singoli Stati".

giudizio a condizione che la pena inflitta durante il primo processo sia stata eseguita o, quanto meno, sia in corso di esecuzione. Tale asincronia emerge, in particolare, nel caso *Spasic*<sup>256</sup> nel quale la circostanza che la condanna definitiva emessa in Italia, a carico del sig. Spasic imputato per truffa, non sia stata eseguita legittimava, a norma dell'art. 54 CAAS, l'apertura di un nuovo procedimento in Germania, mentre non era rilevante ai fini dell'art. 50 CDFUE ai sensi del quale è sufficiente una decisione definitiva per impedire l'apertura del secondo procedimento. La Corte di Giustizia, interrogata sulla compatibilità dell'art. 54 CAAS con l'art. 50 CDFUE con una questione pregiudiziale, ha concluso sostenendo che l'art. 54 CAAS abbia un effetto derogatorio dell'art. 50 CDFUE, nonostante la Carta abbia un valore gerarchicamente superiore rispetto alla Convenzione. La condizione della pena eseguita o in corso di esecuzione costituisce, infatti, una vera e propria limitazione all'art. 50 CDFUE; tale fattispecie può, quindi, essere disciplinata dall'art. 52<sup>257</sup> CDFUE il quale richiede che le limitazioni ai diritti sanciti dalla Carta siano: *a)* previste dalla legge; *b)* rispettose del contenuto essenziale di detti diritti; *c)* necessarie al conseguimento di obiettivi di interesse generale; *d)* proporzionate, e quindi idonee e necessarie. La limitazione imposta dall'art. 54 CAAS rispetta tali requisiti, tenuto conto anche della *ratio* della norma che mira a soddisfare esigenze di giustizia sostanziale consentendo un nuovo processo qualora il precedente si sia concluso in maniera definitiva ma senza un'effettiva esecuzione della pena: la Corte, quindi, ritiene il principio sancito all'art. 50 CDFUE derogabile, ai sensi dell'art. 52 CDFUE. La stessa Corte è stata investita, sempre nel caso *Spasic*, di un ulteriore questione pregiudiziale: i giudici tedeschi hanno chiesto chiarimenti in merito alla suddetta condizione posta dall'art. 54 CAAS e, in particolare, hanno domandato se possa ritenersi soddisfatta tale condizione anche quando la pena è stata eseguita solo in parte (nel caso di specie l'imputato aveva scontato la pena pecuniaria ma non quella detentiva). La Corte di Giustizia ha risolto la questione negativamente sostenendo "*che l'art. 54 CAAS deve essere interpretato nel senso che il solo pagamento della sanzione pecuniaria penale, inflitta ad una persona che con la medesima decisione di un giudice*

---

<sup>256</sup> CGUE, Grande sez., 27 maggio 2014, C-129/14.

<sup>257</sup> Art. 52, CDFUE: "*Eventuali limitazioni all'esercizio dei diritti e delle libertà riconosciuti dalla presente Carta devono essere previste dalla legge e rispettare il contenuto essenziale di detti diritti e libertà. Nel rispetto del principio di proporzionalità, possono essere apportate limitazioni solo laddove siano necessarie e rispondano effettivamente a finalità di interesse generale riconosciute dall'Unione o all'esigenza di proteggere i diritti e le libertà altrui. I diritti riconosciuti dalla presente Carta che trovano fondamento nei trattati comunitari o nel trattato sull'Unione europea si esercitano alle condizioni e nei limiti definiti dai trattati stessi. Laddove la presente Carta contenga diritti corrispondenti a quelli garantiti dalla convenzione europea per la salvaguardia dei diritti dell'uomo e delle libertà fondamentali, il significato e la portata degli stessi sono uguali a quelli conferiti dalla suddetta convenzione. La presente disposizione non preclude che il diritto dell'Unione conceda una protezione più estesa*".

*di un altro Stato membro sia stata condannata ad una pena detentiva che non è stata eseguita, non permette di considerare che la sanzione sia stata eseguita o sia in corso di esecuzione ai sensi di tale disposizione”.*

Il citato articolo 52 CDFUE contiene, inoltre, una disposizione di grande rilevanza per il momento interpretativo della norma: al paragrafo 3, infatti, dispone che *“laddove la presente Carta contenga diritti corrispondenti a quelli garantiti dalla convenzione europea per la salvaguardia dei diritti dell’uomo e delle libertà fondamentali, il significato e la portata degli stessi sono uguali a quelli conferiti dalla suddetta convenzione. La presente disposizione non preclude che il diritto dell’Unione conceda una protezione più estesa”*. Si tratta di una norma di raccordo tra l’attività esegetica della Corte di Giustizia dell’Unione Europea e quella della Corte EDU le quali devono manifestare una certa coerenza tra loro; tuttavia, ciò non esclude la possibilità di divergenze, come ha confermato la Corte di Giustizia nella sentenza *Garlsson Real Estate*<sup>258</sup> che sarà oggetto di analisi nel prosieguo del capitolo.

La riflessione sulla nozione di *ne bis in idem* ha comportato l’esame di diverse norme in quanto tale principio è riconosciuto da una molteplicità di fonti normative e non sempre con lo stesso intento: mentre è evidente che la CEDU e la Carta di Nizza riconoscano il divieto di doppio giudizio come un diritto della persona e una garanzia processuale<sup>259</sup>, la Convenzione di applicazione dell’accordo di Schengen e l’art. 649 c.p.p. riconoscono il medesimo diritto sotto una luce diversa. Nel primo caso, l’intento comunitario di abbattere le barriere alla libertà di circolazione e la volontà di creare un unico spazio economico europeo ha implicato il riconoscimento del *ne bis in idem* come uno strumento per regolare i conflitti di giurisdizione tra gli Stati contraenti<sup>260</sup>; nel secondo caso il divieto di doppio giudizio è la principale conseguenza dell’istituto del giudicato. Solo la citata giurisprudenza della Cassazione, allontanandosi

---

<sup>258</sup> “Secondo le spiegazioni relative all’art. 52 della Carta, il paragrafo 3 del suddetto articolo intende assicurare la necessaria coerenza tra la Carta e la CEDU, “senza che ciò pregiudichi l’autonomia del diritto dell’Unione e della Corte di Giustizia dell’Unione europea” (CGUE, Grande sez., 20 marzo 2018, C-537/16).

<sup>259</sup> In tal senso, Piermaria Corso, *Prospettive evolutive del ne bis in idem*, per Archivio Penale, 2017, p. 2, afferma che “il riferimento è, in specifico, a recenti pronunce della Corte di Giustizia dell’Unione europea e della Corte EDU che, valorizzando il principio del divieto di bis in idem come strumento per la protezione dei diritti del singolo più che come strumento di cooperazione giudiziaria tra Stati, lo hanno riproposto in una nuova dimensione con il risultato di determinare una rilettura del fondamento e dell’ambito di applicazione dell’istituto come previsto dalla normativa processuale penale alla luce delle garanzie costituzionali e sovranazionali e la constatazione di un livello di equilibrio ancora da ricercare”.

<sup>260</sup> Sul tema, G. Bausilio, *cit.*, p. 71: “In ambito europeo il citato divieto giuridico (ndr. di bis in idem), viste le sue finalità e il suo contenuto apparve di pacifica applicazione sulla scorta della legislazione comunitaria, entrata in vigore con la Convenzione in esecuzione dell’Accordo di Schengen del 14 giugno 1985. Solo per opportuna memoria si sa che in tale data tredici Paesi della comunità europea decisero di sottoscrivere l’Accordo di cui sopra avente come finalità la graduale soppressione dei controlli alle frontiere per rendere più libera e spedita la circolazione”.

dall'interpretazione letterale, è riuscita a riconsegnare alla norma quel *quid* umanitario e a renderla custode del diritto dell'imputato a non essere sottoposto a giudizio due volte per il medesimo fatto.

## 2. Il *ne bis in idem* sostanziale e il *ne bis in idem* processuale

Gli orientamenti giurisprudenziali formulati dalle diverse Corti nelle citate sentenze e i fiumi di inchiostro versati dalla dottrina hanno conferito al principio del *ne bis in idem* due sfumature distinte che si impernano sul significato di *bis*. Nonostante siano un'estrinsecazione del medesimo brocardo, queste due sfumature tutelano interessi notevolmente eterogenei e garantiscono all'individuo due livelli di protezione ben diversi. Il binomio interpretativo può essere colto immediatamente dando uno sguardo alla rubrica dell'art. 50 della Carta di Nizza che enuncia il “*Diritto di non essere giudicato o punito due volte per lo stesso reato*”. È evidente che l'alternativa insita nella rubrica del suddetto articolo sia foriera di domande e dubbi, considerando che il giudizio e la punizione sono due fasi ben distinte della reazione dell'ordinamento ad una condotta illecita. L'alternativa appena presentata riassume quelli che sono due filoni interpretativi sviluppatisi intorno al principio del *ne bis in idem*: il primo a favore di un *ne bis in idem* processuale, il secondo a favore di un *ne bis in idem* sostanziale.

Secondo l'interpretazione sostanziale (o sanzionatoria), il principio impone all'ordinamento il divieto di addebitare più volte il medesimo fatto a diverso titolo e, quindi, di infliggere un'ulteriore sanzione a carico della stessa persona già sanzionata per la medesima condotta (*nemo debet bis puniri pro uno*). Lo scopo finale che tale orientamento persegue è quello di una pena proporzionata alla condotta illecita realizzata: in tal senso, il *ne bis in idem* sostanziale si manifesta come un'estrinsecazione del canone di proporzionalità della pena. Il principio, così inteso, infatti, risponde ad esigenze di equità e di giustizia sostanziale mirando ad impedire l'irrogazione di un cumulo sanzionatorio “*qualora l'applicazione di una sola delle norme in cui il fatto è suscumbibile ne esaurisca, per intero, il contenuto di disvalore sia da un punto di vista oggettivo, che soggettivo*”<sup>261</sup>.

Lo scopo del *ne bis in idem* sostanziale, ovvero quello di evitare un “accanimento sanzionatorio” nei confronti della stessa persona per il medesimo fatto, presuppone necessariamente che il fatto sia sanzionato da due distinte norme concretizzandosi, in

---

<sup>261</sup> G. Ranaldi, F. Gaito, *cit.*, p. 9.

tal caso, un concorso apparente di norme incriminatrici<sup>262</sup>. L'istituto pone, ovviamente, il problema dell'individuazione della norma da applicare e l'ordinamento ha predisposto, quanto meno per la "materia penale", tre diversi criteri: quelli di specialità (*lex specialis derogat legi generali*), di sussidiarietà (*lex primaria derogat legi subsidiariae*) e di assorbimento (*lex conumens derogat legi consumptae*). Tali criteri possono essere considerati dei corollari della versione sostanziale del *ne bis in idem* in quanto lo scopo che perseguono è il medesimo<sup>263</sup>: l'irrogazione di una pena equa e proporzionata al disvalore della condotta, nel caso in cui questa sia sanzionata dall'ordinamento con una molteplicità di norme incriminatrici.

Tuttavia, in alcuni casi, la condotta materiale può essere sanzionata da norme che appartengono a rami diversi dell'ordinamento e che danno vita a distinti procedimenti: la disciplina di alcuni illeciti è caratterizzata, infatti, da un doppio binario sanzionatorio penale-amministrativo e l'applicazione del *ne bis in idem* sostanziale, in tal caso, non proibisce che i due procedimenti siano avviati entrambi; vige, a norma dell'interpretazione sostanziale, la sola condizione che il cumulo sanzionatorio risulti proporzionato all'offesa giuridica perpetrata. In tal senso, l'attuale normativa italiana in materia di abusi di mercato è un perfetto esempio di come il *ne bis in idem* sostanziale abbia un'efficacia limitata alla sola fase di commisurazione della sanzione complessiva<sup>264</sup>: la consumazione di un abuso di mercato, infatti, comporta l'apertura sia del procedimento amministrativo in seno alla CONSOB che del processo penale in capo all'autorità giudiziaria, mentre l'attenuazione del cumulo sanzionatorio è affidata all'art. 187-terdecies TUF che impone all'autorità che si esprime successivamente di tener conto delle sanzioni già irrogate e, qualora entrambe siano di natura pecuniaria, di limitare l'esecuzione della sanzione di sua competenza alla parte eccedente la sanzione

---

<sup>262</sup> In proposito, F. Mazzacuva, *cit.*, pp. 295-296, afferma che "*pare ormai recepito, tuttavia, un inquadramento del principio (ndr. del ne bis in idem sostanziale) come istanza superiore che informa la disciplina del concorso apparente di norme, dalle regole espressamente stabilite dal codice penale sino ai criteri "evolutivi" elaborati dalla dottrina*".

<sup>263</sup> Nel paragrafo dedicato al criterio di assorbimento, Giovanni Fiandaca ed Enzo Musco, *Diritto Penale, Parte Generale*, Zanichelli, Bologna, 1985, p. 389, evidenziano come i criteri per la risoluzione del concorso apparente di norme siano un'estrinsecazione del *ne bis in idem* sostanziale: "*la duplicazione della qualificazione penale si porrebbe pertanto in contrasto col principio del ne bis in idem sostanziale, principio che fa divieto di attribuire due volte ad un medesimo autore un accadimento unitariamente valutabile dal punto di vista normativo*".

<sup>264</sup> È intuitivo dedurre che, mentre nei casi di concorso apparente di norme penali non è l'unicità del processo che viene messa in discussione quanto piuttosto la proporzionalità del cumulo sanzionatorio da ottenersi con i citati criteri che sono un'estrinsecazione del *ne bis in idem* sostanziale, nei casi di concorso apparente tra norme penali e amministrative che implicano l'apertura di due distinti procedimenti, sarebbe il *ne bis in idem* processuale a garantire una tutela più elevata: infatti, F. Mazzacuva, *cit.*, pp. 313-314, evidenzia che "*la preclusione processuale stabilita dall'art. 649 c.p.p. non potrebbe impedire l'applicazione in un unico procedimento di più norme incriminatrici ancorché le stesse siano in un'evidente relazione di concorso apparente e, per altro verso, essa deve operare indipendentemente da qualsiasi valutazione in ordine alla proporzionalità della pena*" mentre potrebbe impedire la celebrazione di un ulteriore procedimento sul medesimo fatto.

comminata per prima. La scelta di un procedimento da avviare rispetto all'altro è ostacolata, innanzi tutto, dalle c.d. "clausole di cumulo" di cui agli artt. 187-*bis* e 187-*ter* TUF che fanno salva l'applicazione delle sanzioni penali oltre a quelle amministrative; né può invocarsi la disapplicazione di una delle due norme facendo ricorso all'art. 9<sup>265</sup> della legge 24 novembre 1981, n. 689<sup>266</sup> che esplicita il principio di specialità tra disposizioni sanzionatorie penali e amministrative: tale principio, oltre a essere inconciliabile con le suddette "clausole di cumulo", risulta essere di difficile applicazione in quanto le norme penali e quelle amministrative che sanzionano gli abusi di mercato sono pressoché totalmente sovrapponibili<sup>267</sup>.

La versione processuale del *ne bis in idem* è l'unica tra le due espressamente prevista dal nostro ordinamento, all'art. 649 c.p.p., e si sostanzia nel divieto di intraprendere un ulteriore giudizio nei confronti della stessa persona già giudicata per lo stesso fatto (*nemo debet bis vexari*). L'art. 649 c.p.p., testualmente, richiede per l'operatività della preclusione che la sentenza o il decreto penale siano irrevocabili e, quindi, passati in giudicato, in quanto il principio ivi contenuto è vassallo dell'istituto del giudicato e dell'autorità della *res judicata*; ma, come già evidenziato<sup>268</sup>, la giurisprudenza della Cassazione ha temperato il rigore della norma, impedendo il proseguimento di un nuovo giudizio anche nel caso in cui il precedente non si sia concluso in maniera irrevocabile. La lettura dell'art. 649 c.p.p. evidenzia, inoltre, come l'interpretazione processuale del *ne bis in idem* sia spesso associata, anche da parte di alcune Corti europee<sup>269</sup>, ad una concezione materiale e naturalistica dell'*idem*: in tal senso, è significativa l'esclusione della rilevanza del titolo, del grado e della circostanza del reato ai fini della definizione di "*medesimo fatto*", di cui all'art. 649, co. 1, c.p.p.

---

<sup>265</sup> Art. 9, legge n. 689/1981: "*Quando uno stesso fatto è punito da una disposizione penale e da una disposizione che prevede una sanzione amministrativa, ovvero da una pluralità di disposizioni che prevedono sanzioni amministrative, si applica la disposizione speciale. Tuttavia, quando uno stesso fatto è punito da una disposizione penale e da una disposizione regionale o delle province autonome di Trento e Bolzano che preveda una sanzione amministrativa, si applica in ogni caso la disposizione penale, salvo che quest'ultima sia applicabile solo in mancanza di altre disposizioni penali. Ai fatti puniti dagli articoli 5, 6 e 12 della legge 30 aprile 1962, n. 283, e successive modificazioni ed integrazioni, si applicano soltanto le disposizioni penali, anche quando i fatti stessi sono puniti con sanzioni amministrative previste da disposizioni speciali in materia di produzione, commercio o igiene degli alimenti e delle bevande*".

<sup>266</sup> Pubblicata in G.U. Serie Generale n. 329 del 30 novembre 1981.

<sup>267</sup> La perfetta coincidenza tra gli ambiti di applicazione delle disposizioni penali e di quelle amministrative in materia di abusi di mercato non è l'unico ostacolo all'applicazione del principio di specialità di cui all'art. 9 della legge n. 689/1981, infatti, è chiara, secondo E. Amati, *cit.*, p. 397, "*la volontà del legislatore di derogare al tradizionale criterio di specialità nella regolazione dei rapporti fra illeciti amministrativi ed illeciti penali di cui all'art. 9, l. 689/1981. Ciò parrebbe desumibile dalle disposizioni del TUF che ammettono il cumulo delle sanzioni e dei procedimenti. In particolare, si tratta dell'art. 187-duodecies ("Rapporti tra procedimento penale e procedimento amministrativo e di opposizione") ove espressamente si fa riferimento ai "medesimi fatti" e, soprattutto, dell'art. 187-terdecies ("Applicazione ed esecuzione delle sanzioni penali ed amministrative")*".

<sup>268</sup> Vedi nota 232.

<sup>269</sup> Vedi nota 241.

La *ratio* della dimensione processuale del *ne bis in idem* è stata definita, da alcuni autori<sup>270</sup>, “*composita*” in quanto mira a soddisfare diversi interessi: innanzi tutto, l’interesse dell’imputato ad essere giudicato una sola volta e a non subire i pregiudizi economici e umani di un ulteriore giudizio; in secondo luogo, l’interesse pubblico ad impedire lo svolgimento di più procedimenti per una questione di economia processuale e, infine, l’interesse, anch’esso di natura pubblicistica, a scongiurare una molteplicità di accertamenti giudiziali sul medesimo fatto con il rischio di risultanze difformi fra loro. La certezza del diritto è assicurata, infatti, soprattutto tramite la stabilità e la coerenza delle pronunce della giurisprudenza<sup>271</sup>: un conflitto tra provvedimenti giurisdizionali, pur risolvibile ai sensi dell’art. 669 c.p.p., comprometterebbe questi valori che sono i veri interessi tutelati dal *ne bis in idem* inteso in senso processuale e regalerebbe l’immagine di una giurisprudenza lesa nella sua autorevolezza.

Sebbene siano due facce della stessa medaglia, il *ne bis in idem* sostanziale e il *ne bis in idem* processuale sono i custodi di interessi notevolmente diversi: in un caso la proporzionalità della sanzione, nell’altro la certezza e la stabilità delle pronunce giurisdizionali che si traducono in una garanzia per il soggetto già giudicato. Tuttavia, il legame che sussiste tra queste due forme del medesimo principio è innegabile e la manifestazione di forme di interferenza non deve stupire. Entrambe le declinazioni del *ne bis in idem*, infatti, si caratterizzano per la loro collocazione nella stessa dimensione individual-garantistica avente lo scopo di assicurare che ad una condotta illecita vi sia un’unica risposta da parte dell’ordinamento. Volgendo l’attenzione sui diversi interessi tutelati, va sottolineato come i valori della certezza e della stabilità delle pronunce giurisdizionali tutelino, a loro volta, altri valori tra i quali la proporzionalità della risposta sanzionatoria: è evidente, infatti, che il divieto di un doppio giudizio miri ad evitare non solo che vi siano conflitti tra decisioni, ma anche che una persona già giudicata e sanzionata subisca l’irrogazione di un ulteriore sanzione per il medesimo fatto.

Un esempio calzante di interferenza tra le due dimensioni del *ne bis in idem* si rinviene nel menzionato art. 54 CAAS: la norma, infatti, enuncia il divieto di un doppio giudizio a condizione che la pena irrogata sia stata eseguita o che sia in corso di esecuzione. La

---

<sup>270</sup> Caprioli, Vicoli, *Procedura penale dell’esecuzione*, Giappichelli, Torino, 2011, p. 73; F. Mazzacuva, *cit.*, p. 294.

<sup>271</sup> La certezza del diritto, tutelata dal *ne bis in idem* processuale, è garantita in entrambe le sue declinazioni. In tal senso, L. Baron, *cit.*, p. 10, secondo il quale “il divieto di un doppio giudizio, per un verso, risponde ad ineludibili esigenze di certezza “soggettiva” (contro il rischio di persecuzioni sine die) e, per altro verso, tende a fondamentali obiettivi di certezza “oggettiva” (circa la sicurezza dell’assetto dei rapporti giuridici)”.

preclusione espressa è chiaramente processuale, tuttavia presuppone che siano soddisfatte esigenze sostanziali richiedendo che la pena sia stata eseguita o che sia in corso di esecuzione; in tal modo, la disposizione si fa sicuramente garante di valori quali la proporzionalità della pena e l'adeguatezza del trattamento sanzionatorio, riducendo in parte, tuttavia, l'ambito di operatività della preclusione processuale che tutela altri valori quali la stabilità e la certezza di una sentenza definitiva<sup>272</sup>. Considerata la duplice natura del *ne bis in idem* espresso nella Convenzione di applicazione dell'Accordo di Schengen, sorge spontaneo chiedersi se le altre norme menzionate finora richiamino un'interpretazione sostanziale o processuale. Con riferimento all'art. 649 c.p.p. è stata già data una risposta: il riconoscimento del *ne bis in idem* processuale operato in tal caso è strettamente connesso all'istituto del giudicato in quanto la disposizione presenta il divieto di un doppio giudizio come stretta conseguenza della conclusione di un processo con una sentenza o un decreto penale irrevocabili. Gli artt. 50 CDFUE e 4, Protocollo n. 7, CEDU, invece, riconoscono il principio sia nella sua veste sostanziale sia in quella processuale e, in tal senso, è indicativo che entrambe le norme vietino sia il perseguimento che la condanna di un soggetto già assolto o condannato per lo stesso fatto<sup>273</sup>: risulta decisiva, pertanto, la fase interpretativa e applicativa del principio in esame, in seno rispettivamente alla Corte di Giustizia dell'Unione Europea e alla Corte EDU.

L'approfondimento condotto in merito alle due interpretazioni del *ne bis in idem* consente di valutare le differenti implicazioni che ciascuna delle due dimensioni produce in una disciplina come quella degli abusi di mercato caratterizzata da un doppio binario sanzionatorio penale-amministrativo. Come si è detto, il *ne bis in idem* sostanziale è un'estrinsecazione del canone di proporzionalità della pena e, per tale ragione, i principi risolutivi del concorso apparente di norme (di specialità, di sussidiarietà e di assorbimento) possono esserne considerati dei criteri applicativi. Lo stesso principio può essere ricavato, poi, da una serie di altre norme, quali gli artt. 61 ("*Circostanze aggravanti comuni*"), 68 ("*Concorso apparente di norme*

---

<sup>272</sup> Sull'argomento, F. Mazzacava, *cit.*, pp. 314-315: "Un chiaro esempio di tale tendenza, in effetti, si registra sul terreno del *ne bis in idem* transnazionale, con particolare riferimento a quanto previsto dall'art. 54 della Convenzione di applicazione dell'Accordo di Schengen: la statuizione del principio nella sua "classica" versione processuale – con una certa prevalenza delle logiche di certezza soggettiva rispetto a quelle pubblicistiche – viene infatti bilanciata dalla c.d. clausola di esecuzione, con una soluzione che rinvia al tema dell'effettività della risposta sanzionatoria e che risente evidentemente della scarsa fiducia reciproca che permane tra gli Stati membri".

<sup>273</sup> In tal senso, G. Bausilio, *cit.*, p. 76: "Altri riferimenti sono costituiti dall'art. 4 del Protocollo n. 7 della Convenzione europea dei diritti dell'uomo CEDU e dal Trattato di Lisbona. In tali espressioni normative è da rilevare che il principio ha una duplice valenza: sostanziale e processuale. Tali considerazioni, conducono alla convinzione che tale principio ha piena cittadinanza nella categoria dei diritti fondamentali per i quali non sono previste eccezioni o deroghe".

*circostanzianti*”) e 84 (“*Reato complesso*”) c.p. Se, da una parte, il *ne bis in idem* sostanziale è sufficiente a garantire una proporzionalità della risposta sanzionatoria lì dove ce n’è necessità, ossia nei casi di concorso apparente di norme penali, nella diversa circostanza del concorso apparente tra norme penali e norme amministrative, lo stesso principio non soddisfa gli standard di tutela richiesti: nel primo caso, infatti, la punibilità del fatto ai sensi di due distinte norme penali non si risolve in una duplicazione dei procedimenti; il processo rimane unico e spetterà al giudice irrogare una sanzione proporzionata alla condotta realizzata, nel rispetto del *ne bis in idem* sostanziale, facendo uso dei citati criteri di specialità, di sussidiarietà e di assorbimento. Nel diverso contesto di un concorso apparente tra norme penali e norme amministrative, che si riscontra in materia di abusi di mercato, la duplicazione dei procedimenti è inevitabile e, in tal caso, è salvaguardata dalle note “clausole di cumulo” che fanno da *incipit* agli artt. 187-bis e 187-ter TUF<sup>274</sup>. Il *ne bis in idem* sostanziale, in questo caso, è garantito dall’art. 187-terdecies TUF che mitiga il cumulo sanzionatorio in modo da garantire un trattamento punitivo complessivamente proporzionato all’offesa giuridica<sup>275</sup>. Il deficit di tutela di una tale impostazione è, tuttavia, evidente ed è stato rinvenuto dalla Corte EDU nel caso *Grande Stevens e altri contro Italia*: i giudici di Strasburgo hanno, infatti, ritenuto il doppio binario sanzionatorio in materia di abusi di mercato non rispettoso del *ne bis in idem*, considerato nella sua veste processuale, e hanno ritenuto la disposizione di cui all’art. 187-terdecies TUF non sufficiente a garantire quella tutela che l’art. 4,

---

<sup>274</sup> In proposito, rileva che la Corte di Cassazione, nel caso *Garlsson Real Estate*, con ordinanze del 15 e 21 gennaio 2015, ha sollevato una questione di legittimità costituzionale, per violazione dell’art. 117, co. 1, della Costituzione, in relazione all’art. 4, Protocollo n. 7, CEDU, dell’art. 187-bis TUF, nella parte in cui prevede “*Salve le sanzioni quando il fatto costituisce reato*” anziché “*Salvo che il fatto costituisca reato*”, e subordinatamente dell’art. 649 c.p.p. In risposta, la Consulta ha dichiarato che “*la questione sollevata in via principale dalla quinta sezione della Corte di Cassazione è inammissibile in quanto non rilevante nel giudizio a quo. Essa concerne una disposizione, l’art. 187-bis del d. lgs. n. 58 del 1998, che ha già ricevuto definitiva applicazione dall’ autorità amministrativa nel relativo procedimento, mentre la Corte rimettente è piuttosto chiamata a giudicare in riferimento al reato di cui all’art. 184, comma 1, lettera b), del medesimo d. lgs. n. 58 del 1998. L’eventuale accoglimento della questione di legittimità costituzionale sollevata in relazione all’art. 187-bis del citato decreto non solo non consentirebbe di evitare la lamentata violazione del ne bis in idem, ma semmai contribuirebbe al suo verificarsi, dato che l’ autorità giudiziaria procedente dovrebbe comunque proseguire il giudizio penale ai sensi dell’art. 184, benché l’imputato sia stato assoggettato, per gli stessi fatti a un giudizio amministrativo divenuto definitivo e benché, in considerazione della gravità delle sanzioni amministrative applicate, a tale giudizio debba essere attribuita natura “sostanzialmente” penale, secondo l’interpretazione della Corte europea dei diritti dell’uomo*” (Corte Cost. 8 marzo 2016, n. 102).

<sup>275</sup> Va aggiunto, tuttavia, che l’applicazione del principio di proporzionalità per risolvere la questione del cumulo procedimentale e sanzionatorio è foriera di non poche incertezze, “*incertezze che*” secondo L. Baron, *cit.*, pp. 24-25, “*dipendono non solo dall’intrinseca elasticità che caratterizza ex se il giudizio di proporzione, ma che altresì derivano – più specificamente – dalla necessità di considerare, quali incognite della complessa equazione sanzionatoria che il giudice è chiamato a bilanciare, delle sanzioni tra loro diverse, per tipologia (detentive, pecuniarie, interdittive, ablatorie), per “provenienza” (giudice penale o Consob) e per finalità cui tendono (meramente retributiva, o...più articolata)*”.

Protocollo n. 7, CEDU, intende assicurare<sup>276</sup>. In conclusione, quindi, è evidente come l'ordinamento italiano abbia tentato di coordinare i due binari sanzionatori attraverso una disposizione che persegue il valore della proporzionalità del cumulo sanzionatorio. In tal senso, il sistema sanzionatorio degli abusi di mercato si mostra rispettoso del *ne bis in idem* inteso in senso sostanziale; al contempo però, lo stesso sistema manifesta la “*voluntas legislativa di plasmare un sistema sanzionatorio fisiologicamente imperniato sulla duplicazione procedimentale*”<sup>277</sup>, determinando in tal modo una violazione del *ne bis in idem* processuale.

### 3. La giurisprudenza in materia di doppio binario sanzionatorio

Questa breve premessa ha lo scopo di introdurre il seguente paragrafo che si cimenta nell'esame delle più recenti e significative sentenze emanate in materia di *ne bis in idem* e di doppio binario sanzionatorio. L'approfondimento in materia di *ne bis in idem* condotto finora, infatti, si è focalizzato sugli aspetti dogmatici del principio e sulle variegate interpretazioni elaborate dalla giurisprudenza nazionale, comunitaria e della Corte EDU. A questo punto non rimane che valutare l'attuale stato della questione e, in tal senso, non esiste modo migliore di un'analisi del “diritto vivente” e, quindi, dei più recenti casi giurisprudenziali che hanno riscosso maggiore attenzione, con l'eccezione della sentenza *Engel contro Paesi Bassi* il cui esito, tuttavia, risulta determinante nel rapporto tra *ne bis in idem* e doppio binario sanzionatorio.

#### 3.1 I *criteria* della sentenza *Engel contro Paesi Bassi*

Nonostante non si tratti di una sentenza che ha ad oggetto il *ne bis in idem* e le sue implicazioni nella materia degli abusi di mercato, il caso *Engel contro Paesi Bassi*, sollevato da alcuni militari olandesi al termine di un procedimento qualificato internamente come disciplinare ma suscettibile di condurre all'irrogazione di sanzioni privative della libertà personale, ha avuto una rilevanza decisiva nei rapporti tra il divieto di un doppio giudizio e i sistemi a doppio binario sanzionatorio. La lettura delle

---

<sup>276</sup> Considerato che il significato di *bis* è associato al “doppio procedimento”, la Corte EDU ha ritenuto il doppio binario sanzionatorio illegittimo anche in presenza di una norma come l'art. 187-terdecies TUF, ante riforma del 2018, che garantisce un cumulo sanzionatorio proporzionale fra sanzioni pecuniarie: è, infatti, l'inizio di un nuovo procedimento a violare l'art. 4, Protocollo n. 7, CEDU, anche qualora quest'ultimo non si concluda con una condanna. “*Affinché lo stesso fatto illecito non sia punito due volte (bis in idem), il sistema italiano prevede due garanzie: il «principio di specialità», previsto dall'articolo 9 della legge n. 689/1981, ed il principio di detrazione della sanzione amministrativa dalla sanzione penale, stabilito dall'articolo 187-terdecies del TUF. Queste due garanzie non sono tuttavia sufficienti, come dimostra la presente causa*” (Corte EDU, sez. II, 4 marzo 2014, ricorso n. 18640/10).

<sup>277</sup> L. Baron, *cit.*, p. 26.

norme contenenti il principio del *ne bis in idem* evidenzia un ambito di operatività del divieto che si limita alla c.d. “materia penale”: l’art. 4, Protocollo n. 7, CEDU, proibisce un doppio giudizio a carico di chi sia stato già scagionato o condannato dalla giurisdizione di uno Stato per la stessa infrazione a seguito di una sentenza definitiva emessa conformemente alla legge e alla *procedura penale* di tale Stato; e ancora, l’art. 50 CDFUE enuncia il diritto del *ne bis in idem* presupponendo un’assoluzione o una condanna dichiarate attraverso una sentenza penale definitiva.

La definizione della c.d. “materia penale” è, quindi, decisiva ai fini della delimitazione della sfera di operatività di numerose garanzie processuali tra le quali il *ne bis in idem*; la Corte EDU, nel caso *Engel contro Paesi Bassi* si è cimentata nell’interpretazione della suddetta nozione servendosi di tre innovativi criteri. Innovativi perché, per la prima volta, è stata coniata una nozione sostanziale di “materia penale” che si contrappone a quella tradizionalmente “formale” favorita, ad esempio, dal nostro ordinamento<sup>278</sup>. La Corte EDU si è allontanata, quindi, dall’idea di una “materia penale” improntata al formalistico principio di legalità<sup>279</sup> secondo il quale i fatti costituenti reato e le relative sanzioni penali devono essere necessariamente previsti dalla legge come tali. Secondo i giudici di Strasburgo, infatti, l’inclusione di una fattispecie o di una sanzione nel più generale insieme della “materia penale” non può dipendere esclusivamente dalla qualificazione formale che l’ordinamento conferisce a detta fattispecie e a detta sanzione: *sic rebus stantibus*, l’addebito di illeciti solo “sostanzialmente” penali

---

<sup>278</sup> In tal senso, è significativa la sentenza n. 43/2017 della Corte Costituzionale che evidenzia la netta contrapposizione tra la nozione di “materia penale” nazionale e quella convenzionale. Nel caso di specie viene sollevata dal Tribunale di Como la questione di legittimità costituzionale dell’art. 30, co. 4, della legge 11 marzo 1953, n. 87, che stabilisce che “quando in applicazione della norma dichiarata incostituzionale è stata pronunciata sentenza irrevocabile di condanna, ne cessano l’esecuzione e tutti gli effetti penali”. La disposizione impugnata sarebbe costituzionalmente illegittima, secondo il giudice *a quo*, con riferimento agli artt. 3, 25, co.2 e 117, co. 1, Cost., in relazione agli artt. 6 e 7 della Convenzione EDU, nella parte in cui non prevede la propria applicabilità alle sentenze irrevocabili con le quali è stata inflitta una sanzione amministrativa qualificabile come penale ai sensi del diritto convenzionale. È eclatante la risposta della Consulta che dichiara: “In sintesi, nella giurisprudenza della Corte europea non si rinviene, allo stato, alcuna affermazione che esplicitamente o implicitamente possa avvalorare l’interpretazione dell’art. 7 della CEDU nel significato elaborato dal giudice rimettente, tale da esigere che gli Stati aderenti sacrifichino il principio dell’intangibilità del giudicato nel caso di sanzioni amministrative inflitte sulla base di norme successivamente dichiarate illegittime. Ne consegue la non fondatezza della denunciata violazione degli obblighi internazionali, di cui all’art. 117, primo comma, Cost. La questione non è fondata neppure in riferimento agli artt. 25, co. 2, e 3 Cost. L’intervento additivo richiesto dal giudice rimettente di estendere la portata applicativa della disposizione censurata anche alle ipotesi di sanzioni che, seppur qualificate come amministrative dal diritto interno, assumono natura convenzionalmente penale, poggia su un erroneo presupposto: ossia, che le garanzie previste dal diritto interno per la pena – tra le quali lo stesso art. 30, co. 4, della legge n. 87 del 1953 nell’interpretazione consolidatasi nel diritto vivente – debbano valere anche per le sanzioni amministrative, qualora esse siano qualificabili come sostanzialmente penali ai (soli) fini dell’ordinamento convenzionale” (Corte Cost., 10 gennaio 2017, n. 43; in tal senso, anche Corte Cost., 7 febbraio 2017, n. 68).

<sup>279</sup> Art. 25, co. 2, Cost.: “Nessuno può essere punito se non in forza di una legge che sia entrata in vigore prima del fatto commesso”. Ma anche art. 1 c.p.: “Nessuno può essere punito per un fatto che non sia espressamente preveduto come reato dalla legge, né con pene che non siano da essa stabilite”.

precluderebbe l'applicazione di una serie di garanzie processuali quali quelle contenute agli artt. 6, CEDU (“*Diritto a un equo processo*”) e 4, Protocollo n. 7, CEDU (“*Ne bis in idem*”)<sup>280</sup>. Ed è, infatti, proprio questo il motivo che ha spinto la Corte EDU ad elaborare una nozione autonoma di “materia penale”: impedire agli Stati contraenti di determinare l’ambito di applicazione della stessa Convenzione EDU attraverso la qualificazione giuridica degli illeciti (c.d. truffa delle etichette)<sup>281282</sup>.

Venendo ai tre innovativi criteri dei quali la Corte EDU si è servita per definire il perimetro della “materia penale”, essi sono: *a)* la qualificazione giuridica interna dell’illecito; *b)* la natura dell’illecito; *c)* la natura e la gravità della sanzione<sup>283</sup>. Per quanto concerne il primo criterio, è inevitabile notare come la qualificazione giuridica interna di un illecito sia un elemento di valutazione che non rispecchia lo spirito di un’elaborazione della nozione di “materia penale” in ottica “sostanziale”, tuttavia la Corte di Strasburgo ha chiarito che si tratta solo di un punto di partenza (“*starting point*”) dell’analisi e che tale elemento riveste un valore meramente formale e relativo (“*a formal and relative value*”).

---

<sup>280</sup> Sul tema, Marco Mancini, *La “materia penale” negli orientamenti della Corte EDU e della Corte costituzionale, con particolare riguardo alle misure limitative dell’elettorato passivo*, per federalismi.it, 25 giugno 2018, pp. 2-3, secondo il quale “*la giurisprudenza della Corte EDU relativa alla “materia penale” risulta contraddistinta da un approccio fortemente “sostanzialistico”, in applicazione del quale si perviene al riconoscimento della natura di “criminal offence” ad ogni infrazione e sanzione che, a prescindere dalla sua qualificazione formale nel diritto interno, possieda un contenuto sostanzialmente punitivo e intrinsecamente afflittivo. Dal riconoscimento della natura penale discende l’applicazione del corollario di garanzie sancite dagli artt. 6 (equo processo), 7 (principio di legalità dei reati e delle pene e divieto di applicazione retroattiva) della Convenzione, e dagli artt. 2 (diritto di revisione della condanna) e 4 (divieto del bis in idem) del Protocollo n. 7*”.

<sup>281</sup> Va precisato che qualora l’ordinamento interno qualificasse un illecito come penale, la Corte EDU non dovrebbe indagarne la reale natura ma, piuttosto limitarsi, ad assicurare l’osservanza delle garanzie contenute nella Convenzione. Viceversa, qualora l’ordinamento interno qualificasse un illecito come civile o amministrativo, la Corte dovrebbe applicare i criteri del caso *Engel* per indagarne la reale natura.

<sup>282</sup> In merito, C. Deodato, *cit.*, p. 3, rinviene un’ulteriore finalità. “*Si tratta di un parametro di giudizio che soddisfa una duplice esigenza: a) quella di assicurare, per via ermeneutica, uno standard minimo di armonizzazione tra ordinamenti profondamente divergenti, nella materia delle sanzioni afflittive e delle pertinenti garanzie di tutela; b) quella di scongiurare il rischio che diverse catalogazioni formali degli illeciti producano un effetto elusivo dell’applicazione delle garanzie convenzionali stabilite per le sanzioni penali (c.d. “truffa delle etichette”)*”.

<sup>283</sup> “*In tale prospettiva, occorre anzitutto sapere se le previsioni che definiscono l’illecito in questione appartengono, secondo il sistema legale dello Stato resistente, alla sfera del diritto penale, disciplinare o entrambi assieme. Ciò, tuttavia, non rappresenta che un punto di partenza. Le indicazioni così fornite hanno solo un valore formale e relativo e vanno esaminate alla luce di un comune denominatore ricavabile dalle legislazioni dei vari stati contraenti. La natura intrinseca dell’illecito è un fattore di maggior importanza. Quando un militare si ritrova accusato di un atto o di un’omissione che in tesi violano le regole che governano l’attività delle forze armate, lo Stato può in linea di principio impiegare contro di lui il diritto disciplinare invece che quello penale. Sotto questo profilo, la Corte concorda con il Governo. Tuttavia, il sindacato della Corte non si ferma qui. Tale sindacato risulterebbe in linea generale illusorio se non prendesse anche in considerazione il livello di severità della sanzione che l’accusato rischia di subire. In una società conformata al principio di legalità, appartengono alla sfera del diritto penale tutte le privazioni della libertà che siano applicate quali sanzioni, con l’eccezione di quelle che per natura, durata o modalità di esecuzione non siano significativamente afflittive*” (Corte EDU, Grande camera, 8 giugno 1976, ricorso n. 5100/71).

I successivi criteri, invece, evidenziano come l'elaborazione della nozione di "materia penale" ad opera della Corte EDU abbia tenuto conto del carattere sostanziale della fattispecie illecita e della relativa sanzione. La natura dell'illecito e la natura e la gravità della sanzione vengono applicati, infatti, solo ad illeciti e sanzioni privi di una qualificazione penalistica interna in quanto mirano a rintracciare il loro carattere sostanzialmente penale. Tali criteri sono oggetto di un'applicazione alternativa e non cumulativa: è sufficiente, quindi, la sussistenza di anche solo uno dei due per accertare la natura penale della fattispecie<sup>284</sup>; tuttavia, la manifestazione di incertezze applicative ha contribuito al consolidarsi di un nuovo metodo, il c.d. *cumulative approach*, in base al quale, se l'applicazione alternativa dei criteri in esame non conduce a risultati soddisfacenti, la Corte EDU procederà ad una loro applicazione cumulativa<sup>285</sup>.

Le innumerevoli occasioni in cui sono stati applicati i suddetti criteri "sostanziali" hanno spinto la Corte EDU a definirne i contorni con sempre più meticolosità. Questa operazione è consistita nell'elaborazione di ulteriori "sottocriteri", utili nella fase di valutazione di quelli principali. Con riferimento alla natura dell'illecito, ad esempio, la Corte di Strasburgo ha ritenuto rilevanti elementi come la significatività della trasgressione e la struttura della norma trasgredita e, quindi, se sia destinata alla generalità dei consociati o se sia, invece, destinata ad una cerchia limitata di essi. Riguardo, invece, l'ultimo criterio, non passa inosservato il fatto che gli elementi da valutare siano due: la natura e la gravità della sanzione. La natura della sanzione è valutata, a sua volta, attraverso tre "sottocriteri": innanzi tutto, il carattere "connettivo" della sanzione e, quindi, la sua pertinenza alla condotta consumata e alla pronuncia giudiziale che ha accertato il fatto; in secondo luogo, la natura della procedura (giurisdizionale o meno) che è culminata con l'irrogazione della sanzione; e infine, la finalità della sanzione che si sostanzia nello scopo perseguito attraverso la norma. Quest'ultimo elemento di valutazione ha assunto sempre più importanza e, in taluni casi<sup>286</sup>, ha funzionato da unico "sottocriterio" sostanziale per valutare la natura di una sanzione in quanto permette di cogliere la finalità repressiva e punitiva, tipica delle sanzioni penali.

---

<sup>284</sup> Ad esempio, nel caso *Ozturk contro Germania* (Corte EDU, Grande camera, 21 febbraio 1984, ricorso n. 8544/79), la Corte EDU ha qualificato la sanzione inflitta al sig. Ozturk come sostanzialmente penale in considerazione della sua finalità punitiva, avvalorando in questo modo un'applicazione alternativa dei *criteria* elaborati nel caso *Engel*.

<sup>285</sup> Come nei seguenti casi: *Lauko contro Slovacchia* (Corte EDU, Camera, 2 settembre 1988, ricorso n. 26138/95); *Garyfallou Aebe contro Grecia* (Corte EDU, Camera, 24 settembre 1997, ricorso n. 18996/91).

<sup>286</sup> Come, ad esempio, *Lauko contro Slovacchia* (Corte EDU, Camera, 2 settembre 1988, ricorso n. 26138/95) e *Ozturk contro Germania* (Corte EDU, Grande camera, 21 febbraio 1984, ricorso n. 8544/79).

In merito alla gravità della sanzione<sup>287</sup>, va sottolineato che tale criterio è valutato diversamente a seconda della tipologia di sanzione. Una sanzione che prevede la privazione o la limitazione della libertà personale “è gravata da una sorta di presunzione di gravità”<sup>288</sup> in quanto la reclusione o l’arresto sono sanzioni tipicamente penali; al contempo, la gravità delle sanzioni pecuniarie è valutata attraverso tre distinti “sottocriteri”: il loro ammontare, la loro menzione nel casellario giudiziale e, infine, la convertibilità in pena detentiva. È opportuno precisare che, indipendentemente dalla natura della sanzione, sia essa detentiva o pecuniaria, la Corte EDU include tra i “sottocriteri” per valutare la gravità di una sanzione “*its degree of stigma*” e, quindi, la capacità della misura sanzionatoria di denigrare e disonorare il destinatario del provvedimento.

L’esame della giurisprudenza della Corte EDU evidenzia che l’applicazione dei criteri esaminati si è spesso rivelata utile a smascherare la “sostanza penale” di diversi provvedimenti tra i quali, ad esempio, le misure di sicurezza o provvedimenti disciplinari, proprio come nel caso *Engel contro Paesi Bassi*; tuttavia, l’ambito che ha dato più spesso l’occasione alla Corte di Strasburgo di intervenire e di applicare gli elaborati *criteria* è stato sicuramente quello delle sanzioni amministrative, e la ragione è facilmente intuibile. A differenza delle sanzioni civili che hanno natura risarcitoria in quanto mirano a ripristinare il danno subito da un consociato, le sanzioni amministrative e quelle penali sono una manifestazione del potere pubblico di irrogare sanzioni: entrambe sono accomunate, infatti, dalla finalità punitiva che le contraddistingue e dalla capacità di dissuadere i consociati dal compiere la condotta illecita (funzione general-preventiva)<sup>289</sup>. Tale legame tra le sanzioni amministrative e quelle penali si fa molto più stretto in materia di abusi di mercato: la funzione punitiva e, in tal caso, anche special-preventiva, dell’apparato sanzionatorio amministrativo resa evidente dall’elevato ammontare della sanzione pecuniaria e dalla capacità stigmatizzante delle sanzioni accessorie ha comportato la qualificazione delle suddette sanzioni amministrative come

---

<sup>287</sup> In proposito, F. Mazzacupa, *cit.*, p. 19, afferma che “è lo stesso apprezzamento della severità della sanzione – decisivo nella storica sentenza *Engel* e talvolta valorizzato con riguardo a misure disciplinari ovvero a sanzioni pecuniarie convertibili in forme di restrizione della libertà personale o alternative all’arresto – ad aver assunto nel tempo una portata decisiva”.

<sup>288</sup> M. Mancini, *cit.*, p. 6.

<sup>289</sup> A riguardo, anche F. Mucciarelli, *La nuova disciplina eurolunitaria sul market abuse: tra obblighi di criminalizzazione e ne bis in idem*, *cit.*, p. 299, sottolinea come la Corte EDU, fin dal caso *Ozturk contro Germania*, abbia concepito un’idea di “materia penale” differente rispetto a quella del nostro ordinamento: “La “materia penale” non è quella designata sulla base di un dato formale (ovviamente variabile da ordinamento a ordinamento, a seconda degli indici assunti per la caratterizzazione), ma, piuttosto, quella che si identifica per il carattere afflittivo/intimidativo della sanzione”.

“sostanzialmente penali” da parte della Corte EDU, nel caso *Grande Stevens e altri contro Italia* che ci si appresta ad esaminare.

### 3.2 La sentenza *Grande Stevens e altri contro Italia*

La sentenza *Grande Stevens e altri contro Italia* è stata sicuramente una delle pronunce giurisprudenziali che ha riscosso più attenzione, determinando, sul piano interno, un’evoluzione della disciplina in materia di abusi di mercato, soprattutto con riferimento al procedimento sanzionatorio di competenza della CONSOB.

Il caso nasce con la diffusione di un comunicato stampa, il 24 agosto 2005, nel quale si auspicava che la controllante Exor rimanesse l’azionista di riferimento della FIAT, nonostante la stessa FIAT avesse sottoscritto un prestito convertendo con otto banche le quali, una volta scaduto il contratto in data 20 settembre 2005, avrebbero potuto compensare il loro credito sottoscrivendo un aumento di capitale della FIAT e acquisendo così il 28% della società: tale operazione avrebbe costretto la Exor a passare da una partecipazione sociale del 30% ad una del 22%. Al fine di permettere ad Exor di rimanere l’azionista di maggioranza della FIAT, il sig. Gabetti, presidente della FIAT e della società Giovanni Agnelli, si rivolse all’avv. Grande Stevens che suggerì la rinegoziazione di un contratto di *equity swap* riguardante 90 milioni di azioni FIAT che la Exor aveva concluso con la banca inglese Merrill Lynch International Ltd. Il comunicato stampa del 24 agosto 2005, sollecitato dalla CONSOB, si limitava a indicare che la Exor non aveva intrapreso iniziative riguardanti la scadenza del prestito convertendo e che la stessa Exor auspicava di rimanere l’azionista di maggioranza della FIAT, senza menzionare la rinegoziazione del contratto di *equity swap* con la Merrill Lynch International Ltd. La mancata menzione di tale accordo è stata sanzionata dalla CONSOB ai sensi dell’art. 187-ter TUF in quanto il piano volto a conservare la partecipazione del 30% di Exor nel capitale FIAT era già stato studiato ed era in corso di esecuzione al momento della pubblicazione del comunicato stampa. La Commissione, con provvedimento n. 15760 del 9 febbraio 2007, comminò al sig. Gabetti, al sig. Grande Stevens e al sig. Marrone rispettivamente sanzioni da cinque milioni, tre milioni e cinquecento mila euro, alla Exor fu irrogata una sanzione da quattro milioni e mezzo di euro mentre alla società Giovanni Agnelli una sanzione di tre milioni di euro. Contro la decisione fu sollevato ricorso presso la Corte di appello di Torino e, successivamente, in Cassazione dove le doglianze in merito ad una violazione del principio del contraddittorio e dei principi del “giusto processo” furono respinte. La

condotta di manipolazione del mercato è passibile non solo di una sanzione amministrativa, ma anche di una sanzione penale, ai sensi dell'art. 185 TUF: pertanto, il 7 novembre 2009, i ricorrenti furono rinviati a giudizio dinanzi al Tribunale di Torino. Gli interessati chiesero l'abbandono delle azioni penali nei loro confronti in virtù del principio del *ne bis in idem* ma la questione di legittimità costituzionale fu dichiarata infondata dai giudici i quali, al contempo, assolsero il sig. Marrone, in quanto non aveva contribuito alla pubblicazione del comunicato stampa, e gli altri ricorrenti poiché non era stato provato che la loro condotta avesse alterato l'andamento del mercato<sup>290</sup>. La procura, a questo punto, propose ricorso in Cassazione contro la decisione del Tribunale di Torino il quale aveva valutato la condotta di manipolazione del mercato come un reato di evento mentre l'irrelevanza del danno subito dagli altri investitori ne testimoniava la natura di reato di mero pericolo<sup>291</sup>. La Cassazione, infatti, accolse il ricorso e annullò le decisioni di assoluzione, eccetto quella nei confronti del Sig. Gabetti che non aveva preso parte alla condotta illecita<sup>292</sup>. La Corte di appello di Torino, infine, condannò i sigg. Gabetti e Grande Stevens per il reato previsto dall'art. 185 TUF ed escluse in modo assoluto una violazione del principio del *ne bis in idem*<sup>293</sup>.

Il caso perviene alla Corte EDU attraverso i cinque ricorsi proposti dai sigg. Grande Stevens, Gabetti e Marrone e dalle società Exor e Giovanni Agnelli contro la Repubblica italiana, in virtù dell'art. 34<sup>294</sup> CEDU. I ricorrenti *“lamentano in particolare che i procedimenti giudiziari di cui hanno formato oggetto non sono stati equi e non hanno avuto luogo davanti ad un “tribunale” indipendente ed imparziale, che è stato lesa il loro diritto al rispetto dei loro beni e che sono stati vittime di una violazione del principio del ne bis in idem”*.

Con riferimento alle doglianze sulle presunte violazioni dei principi del “giusto processo” contenuti nell'art. 6 CEDU, il Governo italiano ha contestato la ricevibilità di tali lamentele affermando che i suddetti principi fossero applicabili alla c.d. “materia penale” mentre il procedimento dinanzi alla CONSOB, come anche la sanzione prevista dall'art. 187-ter TUF, erano qualificati espressamente come amministrativi. A sostegno della sua tesi, il Governo ha evidenziato che l'ammontare delle sanzioni pecuniarie era

---

<sup>290</sup> Trib. Torino, sez. I, 21 dicembre 2010, dep. 18 marzo 2011.

<sup>291</sup> Vedi nota 176.

<sup>292</sup> Cass., sez. V, 20 giugno 2012, n. 1618.

<sup>293</sup> Cort. app. Torino, sez. I, 21 febbraio 2013, n. 702.

<sup>294</sup> Art. 34, CEDU: *“La Corte può essere investita di un ricorso da parte di una persona fisica, un'organizzazione non governativa o un gruppo di privati che sostenga d'essere vittima di una violazione da parte di una delle Alte Parti contraenti dei diritti riconosciuti nella Convenzione o nei suoi protocolli. Le Alte Parti contraenti si impegnano a non ostacolare con alcuna misura l'esercizio effettivo di tale diritto”*.

proporzionato alle rendite e alle capacità finanziarie dei colpevoli e, inoltre, l'eventuale confisca dei beni utilizzati per commettere l'illecito e l'incapacità di assumere incarichi di amministrazione, direzione e controllo miravano a riguadagnare la fiducia degli investitori nel mercato, un interesse tutelato esclusivamente dalla disciplina amministrativa. La Corte di Strasburgo, tuttavia, pur riconoscendo la natura formalmente amministrativa dell'apparato sanzionatorio conseguente alla violazione dell'art. 187-ter TUF, ha ribattuto sottolineando che, in realtà, le sanzioni pecuniarie inflitte miravano essenzialmente a punire il colpevole per impedirne la recidiva: era manifesta, quindi, la loro funzione special-preventiva e repressiva, evidenziata anche, secondo i giudici, da una fase di commisurazione della sanzione che la CONSOB svolgeva non in funzione del danno provocato agli investitori, bensì in funzione della gravità della condotta. Considerata, inoltre, la possibilità di triplicare o elevare la sanzione fino a dieci volte il prodotto o il profitto e la portata diffamante delle sanzioni amministrative accessorie, la Corte EDU ha ritenuto che le sanzioni in causa rientrassero, per la loro severità e per lo scopo perseguito, nell'ambito della materia penale.

L'esito dell'applicazione dei *criteria* elaborati nel caso *Engel contro Paesi Bassi* alla sanzione amministrativa di cui all'art. 187-ter TUF (e, indirettamente, anche alla sanzione di cui all'art. 187-bis TUF) ha, inevitabilmente, implicato l'estensione al procedimento amministrativo della CONSOB dell'operatività di un insieme di garanzie contenute nella CEDU<sup>295</sup>. La Corte di Strasburgo ha rilevato, infatti, che nonostante il procedimento in seno alla CONSOB avesse permesso agli accusati di presentare elementi utili per la propria difesa, la mancata comunicazione ai ricorrenti del rapporto conclusivo dell'Ufficio sanzioni amministrative e dell'Ufficio Insider trading, in base al quale la Commissione decideva la sanzione, aveva costituito una lesione del principio del contraddittorio. In breve, ai ricorrenti non era stato concesso di difendersi dalle risultanze del fascicolo elaborato dagli organi investigativi della CONSOB e sottoposto all'organo competente a decidere la sanzione. La Corte EDU ha evidenziato, inoltre, che anche il mancato svolgimento di un'udienza pubblica era un elemento in conflitto con

---

<sup>295</sup> “Le ragioni sulle quali si fondano le affermate violazioni del diritto ad un equo processo (art. 6, par. 1 della CEDU) e del diritto a non essere giudicati o puniti due volte per lo stesso fatto (art. 4 del Protocollo n. 7 della stessa Convenzione europea dei diritti dell'uomo) sono radicate nell'oramai consolidato orientamento delle Corti europee che offre una interpretazione sostanzialistica della natura penale delle norme di diritto interno, piuttosto che una qualificazione collegata al “nomen” di volta in volta utilizzato dai sistemi ordinamentali di riferimento” (Considerazioni sul principio del *ne bis in idem* nella recente giurisprudenza europea: la sentenza 4 marzo 2014, *Grande Stevens contro Italia*, Corte di Cassazione, Ufficio del ruolo e del massimario, Settore penale, 8 maggio 2014).

le garanzie contenute nell'art. 6 CEDU, nonostante l'art. 6 CEDU non richieda lo svolgimento di un'udienza pubblica in tutte le procedure, a maggior ragione quando la causa non solleva questioni di credibilità e non è necessario un confronto orale<sup>296</sup>. Tuttavia, nel caso del sig. Grande Stevens e degli altri ricorrenti, a parere della Corte, un'udienza pubblica sarebbe stata utile a stabilire lo stato di avanzamento delle negoziazioni con la Merrill Lynch International Ltd e, quindi, la sussistenza dell'obbligo di comunicare una tale informazione<sup>297</sup>.

Le doglianze presentate dai ricorrenti in riferimento alla violazione delle garanzie di cui all'art. 6 CEDU sono arrivate a mettere in dubbio anche l'indipendenza e l'imparzialità della CONSOB, sottolineando l'assenza di una netta separazione tra fase istruttoria e fase decisoria del procedimento amministrativo, entrambe supervisionate e presiedute dal presidente della CONSOB. Se, da un lato, la Corte EDU non riteneva che si dovesse dubitare dell'indipendenza della Commissione, dall'altro, l'imparzialità dell'organo giudicante era messa in discussione dal fatto che l'Ufficio sanzioni amministrative, l'Ufficio Insider trading e la Commissione fossero suddivisioni dello stesso organo amministrativo che agivano sotto l'autorità di uno stesso presidente: la Corte, pertanto, ha concluso affermando che *“in materia penale tale cumulo non è compatibile con le esigenze di imparzialità richieste dall'art. 6, par. 1, della Convenzione”*.

Un'ulteriore doglianza atteneva al mancato accesso ad un tribunale con piena giurisdizione: secondo i ricorrenti, infatti, i processi che si erano svolti davanti alla Corte di appello di Torino e presso la Corte di Cassazione non avevano sanato le carenze del procedimento amministrativo svoltosi dinanzi alla CONSOB. Per quanto riguarda il processo d'appello, le principali contestazioni vertevano, ancora una volta, sulla mancata pubblicità<sup>298</sup> delle udienze che si erano svolte in camera di consiglio e sul

---

<sup>296</sup> Come dichiarato dalla stessa Corte di Strasburgo nel caso *Jussila contro Finlandia* (Corte EDU, Grande Camera, 23 novembre 2006, ricorso n. 73053/01).

<sup>297</sup> *“Per quanto riguarda la presente causa, secondo la Corte era necessaria una udienza pubblica, orale e accessibile ai ricorrenti. A tale proposito, la Corte osserva che vi era una controversia sui fatti, soprattutto per ciò che riguardava lo stato di avanzamento delle negoziazioni con la Merrill Lynch International Ltd, e che, al di là della loro gravità da un punto di vista economico, le sanzioni in cui rischiavano di incorrere alcuni dei ricorrenti avevano, come notato prima (paragrafi 74, 97 e 98 supra), un carattere infamante, potendo arrecare un pregiudizio all'onorabilità professionale e al credito delle persone interessate. Per quanto sopra esposto, la Corte reputa che il procedimento dinanzi alla CONSOB, non soddisfacesse tutte le esigenze dell'art. 6 della Convenzione, soprattutto per quanto riguarda la parità delle armi tra accusa e difesa e il mancato svolgimento di una udienza pubblica che permettesse un confronto orale”* (Corte EDU, sez. II, 4 marzo 2014, ricorso n. 18640/10).

<sup>298</sup> In proposito, il Governo sostiene che l'affermazione dei ricorrenti secondo la quale non vi sono state udienze pubbliche sia falsa e per controbattere *“produce cinque dichiarazioni firmate dal presidente della prima sezione della corte d'appello di Torino e dal cancelliere dirigente la stessa sezione precisando che, nelle cinque procedure riguardanti i ricorrenti e aventi ad oggetto la contestazione delle sanzioni inflitte dalla CONSOB, soltanto le udienze del subprocedimento cautelare si sono svolte in camera di consiglio, in quanto tutte le altre udienze sono state pubbliche”* (Corte EDU, sez. II, 4 marzo 2014, ricorso n. 18640/10).

mancato esercizio di poteri istruttori da parte dei giudici d'appello torinesi che si erano limitati a ratificare gli elementi raccolti dalla CONSOB. In Cassazione, invece, i ricorrenti avevano beneficiato di un'udienza pubblica, tuttavia va ricordato che la stessa Cassazione non è un giudice dotato di piena giurisdizione in quanto è competente ad esaminare solo la legittimità della causa e non il merito. I giudici di Strasburgo hanno accolto solo in parte queste contestazioni in quanto hanno riconosciuto che la Corte di Cassazione non fosse un tribunale con piena giurisdizione e che, come aveva chiarito la sentenza della Corte di appello di Torino, le udienze si erano svolte in camera di consiglio; tuttavia, la Corte EDU ha respinto l'idea che i ricorrenti non avessero avuto accesso ad un tribunale con piena giurisdizione, dato che la Corte di appello di Torino era competente ad esaminare le cause sia nella legittimità che nel merito e che non aveva interrogato testimoni non perché non ne avesse la facoltà, ma perché la richiesta di audizione di testimoni formulata dal sig. Grande Stevens era stata elaborata in maniera puramente eventuale, dovendo essere eseguita solo qualora la Corte di appello avesse ritenuto insufficienti i documenti inseriti nel fascicolo trasmesso dalla CONSOB. La fase giurisdizionale che ha seguito quella amministrativa in seno alla CONSOB aveva sanato, a detta della Corte EDU, almeno in parte i profili di conflitto con l'art. 6 CEDU che il procedimento amministrativo delineato dall'art. 187-septies TUF presentava<sup>299</sup>. Tra le varie doglianze presentate dai ricorrenti, quella che cattura maggiormente l'attenzione è la dedotta violazione dell'art. 4, Protocollo n. 7, CEDU. Attestata la natura sostanzialmente penale del procedimento e delle sanzioni di competenza della CONSOB in materia di abusi di mercato, i ricorrenti hanno lamentato di essere stati vittime di una violazione del principio del *ne bis in idem*, in quanto avevano sopportato due procedimenti penali per la medesima condotta. Il Governo si è difeso contestando la ricevibilità della suddetta lamentela e osservando che l'Italia aveva elaborato una riserva relativa agli artt. 2 – 4 del Protocollo n. 7, CEDU, secondo la quale queste ultime disposizioni si sarebbero applicate solo agli illeciti, ai procedimenti e alle decisioni che

---

<sup>299</sup> “Alla luce di quanto esposto, la Corte ritiene che, anche se il procedimento dinanzi alla CONSOB, non ha soddisfatto le esigenze di equità e imparzialità oggettiva dell'articolo 6 della Convenzione, i ricorrenti hanno beneficiato del successivo controllo da parte di un organo indipendente e imparziale dotato di piena giurisdizione, in questo caso la Corte di appello di Torino. Tuttavia, quest'ultima non ha tenuto un'udienza pubblica, fatto che, nel caso di specie ha costituito una violazione dell'articolo 6, par. 1, della Convenzione” (Corte EDU, sez. II, 4 marzo 2014, ricorso n. 18640/10). Non usano gli stessi toni i giudici Karakas e Pinto de Albuquerque che si mostrano più severi nei confronti della Corte di appello di Torino la quale sarebbe colpevole di essersi “accontentata delle dichiarazioni scritte degli appellanti e dei documenti dell'accusa” nonostante gli appellanti avessero chiesto che la causa fosse interamente riesaminata e auspicassero che fosse la stessa Corte di appello a raccogliere le testimonianze, il che rientrava nelle sue facoltà. Il giudice Pinto si è spinto addirittura a dichiarare che i vizi del procedimento in appello potessero avere ripercussioni sull'equità dell'intero procedimento e sulla legittimità delle sanzioni irrogate dalla CONSOB.

la legge italiana qualifica come “penali”: la legge italiana non qualifica come “penali” gli illeciti sanzionati dalla CONSOB e, di conseguenza, il relativo procedimento sarebbe dovuto rimanere fuori dall’ambito di applicazione del *ne bis in idem* convenzionale. Tuttavia, la Corte di Strasburgo, nel valutare la regolarità della suddetta riserva, ha stabilito che essa non soddisfaceva le esigenze di cui all’art. 57<sup>300</sup>, CEDU, e, in particolare, non conteneva, come avrebbe dovuto, una breve esposizione delle leggi asseritamente incompatibili con l’art. 4, Protocollo n. 7, CEDU<sup>301</sup>. Dichiarato ricevibile questo motivo di ricorso, la Corte EDU si è cimentata in una valutazione del merito della dedotta violazione del *ne bis in idem*. I giudici di Strasburgo, in proposito, hanno rammentato il caso *Zolotukhin contro Russia* del 2009 nel quale la Grande Camera aveva precisato che il divieto di un doppio giudizio andava inteso come divieto di perseguire o giudicare una persona per un secondo illecito nella misura in cui alla base di quest’ultimo vi fossero fatti materiali sostanzialmente identici a quelli integranti il primo illecito: in conclusione, per determinare se vi sia stata violazione dell’art. 4, Protocollo n. 7, CEDU, era necessario indagare sull’identità dei fatti materiali puniti prima ai sensi dell’art. 187-ter TUF e, poi, ai sensi dell’art. 185 TUF<sup>302</sup>. Secondo la Corte EDU, la condotta punita prima dalla CONSOB e poi dall’autorità giudiziaria era la medesima<sup>303</sup>; tale opinione ha trovato sostegno nella sentenza del 23 gennaio 2008, n. 78 della Corte d’appello di Torino, secondo la quale gli artt. 187-ter e 185 TUF, nel caso di specie, erano stati applicati alla medesima condotta di manipolazione

---

<sup>300</sup> Art. 57, CEDU: “Ogni Stato, al momento della firma della presente Convenzione o del deposito del suo strumento di ratifica, può formulare una riserva riguardo a una determinata disposizione della Convenzione, nella misura in cui una legge in quel momento in vigore sul suo territorio non sia conforme a tale disposizione. Le riserve di carattere generale non sono autorizzate ai sensi del presente articolo. Ogni riserva emessa in conformità al presente articolo comporta una breve esposizione della legge in questione”.

<sup>301</sup> I requisiti di validità di una riserva vengono rammentati dalla Corte EDU non solo nel caso *Grande Stevens e altri contro Italia* ma anche in *Poder e altri contro Estonia*: “It reiterates that, in order to be valid, a reservation must satisfy the following conditions: (1) it must be made at the time the Convention is signed or ratified; (2) it must relate to specific laws in force at the time of ratification; (3) it must not be a reservation of a general character; (4) it must contain a brief statement of the law concerned” (Corte EDU, sez. IV, 26 aprile 2005, ricorso n. 67723/01).

<sup>302</sup> La difesa del Governo, invece, aveva escluso una violazione del *ne bis in idem* in quanto sosteneva che le fattispecie delineate dagli artt. 187-ter e 185 TUF non fossero identiche: solo la seconda esigeva il dolo e l’idoneità della condotta ad alterare i prezzi degli strumenti finanziari. In tal caso, quindi, è evidente che il Governo abbia limitato la sua valutazione ai soli elementi costitutivi delle fattispecie astratte (accogliendo una nozione giuridica di *idem*); in proposito, la Corte di Strasburgo ha controbattuto che “la questione da definire non è quella di stabilire se gli elementi costitutivi degli illeciti previsti dagli articoli 187-ter e 185 punto 1 del decreto legislativo n. 58 del 1998 siano o meno identici, ma se i fatti ascritti ai ricorrenti dinanzi alla CONSOB e dinanzi ai giudici penali fossero riconducibili alla stessa condotta” (Corte EDU, sez. II, 4 marzo 2014, ricorso n. 18640/10).

<sup>303</sup> In proposito, A. F. Tripodi, *Uno più uno (a Strasburgo) fa due. L’Italia condannata per violazione del ne bis in idem in tema di manipolazione del mercato*, per Diritto Penale Contemporaneo, 9 marzo 2014, chiarisce che “nel caso di specie, la Corte conclude nel senso della medesimezza dei fatti, i quali si sostanzierebbero, in entrambi i procedimenti, nell’aver dichiarato nella comunicazione al mercato che Exor non aveva né studiato né intrapreso iniziative concernenti la scadenza del prestito convertendo, nonostante l’accordo di modifica dell’equity swap fosse stato già concluso”.

informativa. Non ha trovato accoglimento da parte della Corte EDU, invece, l'osservazione del Governo secondo la quale il doppio binario sanzionatorio era stato autorizzato dal diritto dell'Unione europea: i giudici di Strasburgo, pur non essendo competenti ad interpretare il diritto dell'Unione europea e la giurisprudenza della CGUE, hanno citato il caso *Spector Photo Group*<sup>304</sup>, nel quale la Corte di Giustizia dell'Unione Europea aveva prima osservato che l'art. 14 della MAD I non richiedeva necessariamente l'adozione di sanzioni penali e, poi, aveva messo in guardia gli Stati membri sull'eventualità per cui, considerata la natura dell'illecito e la severità delle sanzioni amministrative disposte, queste avrebbero potuto essere qualificate come "sostanzialmente penali" dalla Corte EDU. I giudici di Strasburgo hanno menzionato, poi, il caso *Fransson*, nel quale la Corte di Lussemburgo aveva precisato che, in virtù del principio del *ne bis in idem*, uno Stato membro può imporre una doppia sanzione per gli stessi fatti ma a condizione che una delle due non sia di natura penale<sup>305</sup>. Le valutazioni operate dalla Corte EDU in merito ai suddetti motivi di ricorso hanno portato alla dichiarazione, all'unanimità dei giudici, della sussistenza di violazioni degli artt. 6 CEDU e 4, Protocollo n. 7, CEDU<sup>306</sup> e alla chiusura del procedimento penale in corso a carico dei ricorrenti per i medesimi fatti già puniti dalla CONSOB<sup>307</sup>. La

---

<sup>304</sup> "È vero che l'art. 14, n. 1, della direttiva 2003/6 non impone agli Stati membri di prevedere sanzioni penali nei confronti degli autori di abusi di informazioni privilegiate, ma si limita ad affermare che tali Stati sono tenuti a garantire che «possano essere adottate le opportune misure amministrative o irrogate le opportune sanzioni amministrative a carico delle persone responsabili del mancato rispetto delle disposizioni adottate in attuazione di [tale] direttiva», essendo gli Stati membri, inoltre, tenuti a garantire che queste misure siano «efficaci, proporzionate e dissuasive». Tuttavia, considerata la natura delle violazioni di cui trattasi, nonché dato il grado di severità delle sanzioni che esse possono comportare, siffatte sanzioni, ai fini dell'applicazione della CEDU, possono essere qualificate come sanzioni penali" (CGUE, sez. III, 23 dicembre 2009, C-45/08).

<sup>305</sup> "Il principio del *ne bis in idem* sancito all'articolo 50 della Carta dei diritti fondamentali dell'Unione europea non osta a che uno Stato membro imponga, per le medesime violazioni di obblighi dichiarativi in materia di imposta sul valore aggiunto, una sanzione tributaria e successivamente una sanzione penale, qualora la prima sanzione non sia di natura penale, circostanza che dev'essere verificata dal giudice nazionale" (CGUE, Grande sez., 26 febbraio 2013, C-617/10). In proposito, va segnalato che le letture della Corte EDU e della Corte di Giustizia dell'Unione Europea potrebbero sembrare non esattamente coincidenti, tuttavia "il contrasto potrebbe essere solo apparente in quanto, da un lato, la Corte di Strasburgo, quando afferma che la Convenzione EDU osta a misure di doppia sanzione, amministrativa e penale, non sembra estendere la sfera applicativa del *ne bis in idem* in via generale, ma solo per le ipotesi in cui la procedura amministrativa trasmodi in una procedura penale (secondo i criteri interpretativi di natura sostanzialistica dettati dalla stessa Corte EDU), in ragione della particolare afflittività della sanzione; dall'altro, la Corte di Giustizia dell'Unione europea, pur ammettendo in via generale la combinazione di sanzioni fiscali (amministrative) e penali, sembra imporre al giudice l'obbligo di verificare che, in concreto, esse non rivelino invece una doppia sanzione penale, alla luce di criteri analoghi ed in parte ulteriori rispetto a quelli fissati dalla Corte EDU" (Considerazioni sul principio del *ne bis in idem* nella recente giurisprudenza europea: la sentenza 4 marzo 2014, *Grande Stevens contro Italia*, Corte di Cassazione, Ufficio del ruolo e del massimario, Settore penale, 8 maggio 2014).

<sup>306</sup> I ricorrenti avevano denunciato anche violazioni dell'art. 6, par. 3, CEDU e dell'art. 1, Protocollo 1, CEDU, vale a dire il diritto ad essere informato dell'accusa nel più breve tempo possibile e il diritto al rispetto della proprietà dei beni: entrambe le doglianze, tuttavia, sono state respinte dalla Corte di Strasburgo.

<sup>307</sup> Procedimento penale che al momento della sentenza della Corte EDU risultava già definito con sentenza della Cassazione (Cass., sez. I, ud. 17 dicembre 2013) che ha dichiarato la prescrizione dei reati dopo il ricorso proposto contro la sentenza della Corte di appello di Torino del 21 febbraio 2013, n. 702.

sentenza è stata forse la più rilevante pronuncia giurisdizionale che ha dichiarato l'incompatibilità del doppio binario sanzionatorio in materia di abusi di mercato con il principio del *ne bis in idem* il quale, come abbiamo visto, viene inteso nella sua accezione processuale e applicato ad un caso in cui vi è identità materiale tra le condotte illecite punite dalle autorità giudicanti nazionali. La decisione ha avuto il merito di aver accelerato il processo di riforma del procedimento sanzionatorio della CONSOB che è culminato con l'adozione della delibera n. 19158 del 2015 che ha sanato i preesistenti *deficit* di tutela. Nonostante ciò, e nonostante le fonti normative europee che disciplinano il settore siano cambiate, la questione della compatibilità del *ne bis in idem* con i sistemi a doppio binario sanzionatorio è rimasta irrisolta, fino al momento in cui si è sviluppato un approccio più mite nei confronti dei suddetti sistemi.

### 3.3 La sentenza *A e B contro Norvegia*

La sentenza in commento è di grande rilievo nell'annosa questione del rapporto tra il principio del *ne bis in idem* e i sistemi a doppio binario sanzionatorio: la Corte EDU, infatti, attraverso un *revirement* dell'orientamento espresso nella sentenza *Grande Stevens e altri contro Italia*, ha ammesso la compatibilità di una doppia sanzione e, quindi, di un doppio procedimento, con il divieto di un duplice giudizio sancito all'art. 4, Protocollo n. 7, CEDU.

Le circostanze fattuali attengono alla mancata dichiarazione all'autorità fiscale norvegese (*Skattekontoret*) di profitti che i sigg. A e B avevano ottenuto attraverso un'operazione di compravendita di azioni della società Wnet AS: la cifra evasa dal primo ricorrente ammontava a circa 360 mila euro mentre quella evasa dal secondo ammontava a circa 500 mila euro. Nel 2005, l'amministrazione tributaria norvegese avviò un'indagine fiscale a carico dei ricorrenti e presentò una denuncia per frode fiscale aggravata all'Autorità nazionale norvegese per l'indagine e il perseguimento dei reati economici e la criminalità ambientale (*Olokrim*). La procedura amministrativa di competenza dell'amministrazione tributaria norvegese si concluse nel 2008, in entrambi i casi, con l'irrogazione di una sanzione fiscale che ingiunse il pagamento delle imposte dovute e quello di una sovratassa del 30% dell'imposta dovuta calcolata sui ricavi non dichiarati. Entrambi i ricorrenti non proposero appello contro le suddette decisioni e scontarono la sanzione amministrativa irrogata. Parallelamente alla procedura amministrativa, era proseguita l'indagine penale che culminò con la condanna dei ricorrenti, ritenuti colpevoli del reato di frode fiscale aggravata, in un caso, con sentenza

della *Follo District Court* del 2 marzo 2009 e, nell'altro, con sentenza del Tribunale di Oslo del 30 settembre 2009. La pena irrogata fu, in entrambi i casi, di un anno di arresto e teneva conto della sanzione della maggiorazione fiscale del 30% irrogata dall'amministrazione tributaria. In tal caso, entrambi i ricorrenti impugnarono le sentenze davanti all'organo di appello adducendo di essere stati sottoposti ad un secondo giudizio su fatti già giudicati e sanzionati dall'autorità fiscale norvegese, in violazione del principio del *ne bis in idem* contemplato dall'art. 4, Protocollo n. 7, CEDU. Ambedue gli appelli furono respinti con un ragionamento analogo a quello che la Corte suprema norvegese ha sostenuto nella sentenza del 27 settembre 2010 quando è stata chiamata a decidere in merito al ricorso presentato dal sig. A contro la sentenza di rigetto dell'appello<sup>308</sup>: sebbene la sanzione amministrativa, che è consistita in una maggiorazione fiscale del 30%, avesse natura sostanzialmente penale in considerazione non solo dell'ingente somma di denaro coinvolta ma anche della sua finalità special-preventiva, e sebbene entrambi i procedimenti vertessero sui medesimi fatti materiali, non era rilevabile una violazione dell'art. 4, Protocollo n. 7, CEDU in quanto i due procedimenti erano stati condotti parallelamente con un legame temporale e sostanziale talmente stretto da evidenziare che le due sanzioni rappresentavano un'unica reazione dell'ordinamento al fatto illecito<sup>309</sup>.

Sia A che B, a questo punto, presentano ricorso alla Corte EDU lamentando una violazione del loro diritto al *ne bis in idem* in quanto sottoposti a due procedimenti penali per il medesimo fatto. Il caso, inizialmente assegnato alla camera della prima sezione della Corte di Strasburgo, è stato rimesso alla Grande Camera in considerazione della particolare rilevanza della questione sollevata, la quale ha suscitato l'interesse di altri sei governi europei che hanno partecipato al procedimento<sup>310</sup>. La sussistenza di una violazione dell'art. 4, Protocollo n. 7, CEDU è stata valutata dalla Corte attraverso quattro distinti parametri: il carattere penale della procedura condotta dall'autorità

---

<sup>308</sup> Anche il sig. B ha proposto ricorso contro la sentenza pronunciata dall'organo di appello, tuttavia la Corte suprema norvegese, essendosi già pronunciata sull'analogo caso del sig. A, non ha ritenuto opportuno esaminare la questione, rendendo così definitiva la sentenza pronunciata dalla Corte d'appello.

<sup>309</sup> *“Nel caso di specie, la Corte Suprema ha ritenuto che non ci potessero essere dubbi che ci fosse un legame sufficientemente stretto nella sostanza e nel tempo. I due casi hanno avuto il loro fondamento nelle stesse circostanze di fatto - la mancanza di informazioni sulla dichiarazione dei redditi, che aveva portato ad un accertamento fiscale carente. Il procedimento penale e procedimento amministrativo erano stati condotti in parallelo. Dopo che il primo ricorrente è stato accusato il 14 dicembre 2007, è seguito il 26 agosto 2008 un avviso di un emendamento al suo accertamento fiscale, quindi un'incriminazione del 14 ottobre 2008, la decisione delle autorità fiscali del 24 novembre 2008 di modificare l'accertamento, e la sentenza della Corte distrettuale del 2 marzo 2009. Per gran parte del diritto amministrativo e penale i procedimenti erano stati interconnessi”* (Corte EDU, Grande camera, 15 novembre 2016, ricorsi nn. 24130/11 e 29758/11).

<sup>310</sup> Si tratta di Bulgaria, Francia, Grecia, Moldavia, Repubblica Ceca e Svizzera.

fiscale norvegese, l'identità del fatto, la definitività del provvedimento sanzionatorio emesso dall'autorità fiscale norvegese e l'unicità sostanziale e temporale dei due procedimenti.

I profili di conflitto tra le parti sono emersi con riferimento al carattere penale della procedura condotta in seno all'autorità fiscale norvegese e della sanzione da questa irrogata: i sigg. A e B, condividendo l'analisi della Corte suprema norvegese fondata sui *criteria* elaborati nella sentenza *Engel contro Paesi Bassi*, ritenevano che sia la procedura sia la sanzione irrogata dall'amministrazione fiscale avessero avuto natura penale. Non era dello stesso avviso il Governo norvegese il quale sosteneva che il termine "penalmente" di cui all'art. 4, Protocollo n. 7, CEDU, fosse da intendersi in maniera più stringente e non coincidente rispetto al perimetro disegnato dall'espressione "materia penale" elaborata attraverso i suddetti *criteria* e valida esclusivamente ai fini dell'art. 6, CEDU. Inoltre, il Governo ha rammentato il caso *Jussila contro Finlandia*<sup>311</sup> nel quale la Grande Camera della Corte EDU, trovandosi a decidere in merito ad una violazione dell'art. 6 CEDU, aveva affermato che le maggiorazioni di imposta non avevano carattere penale. Tuttavia, i giudici di Strasburgo hanno valutato il procedimento e la sanzione di competenza dell'autorità fiscale norvegese come sostanzialmente penali, in considerazione di una lunga e corposa giurisprudenza che aveva valutato allo stesso modo procedimenti e sanzioni simili, con riferimento sia all'art. 4, Protocollo n. 7, CEDU, sia all'art. 6, CEDU.

Se, con riguardo all'identità dei fatti all'origine delle due procedure, le parti si sono trovate d'accordo e hanno confermato che l'autorità giudiziaria e quella fiscale avevano perseguito e condannato la medesima condotta, in merito alla definitività della decisione adottata dall'autorità fiscale, i ricorrenti e il Governo norvegese hanno manifestato opinioni divergenti. I sigg. A e B, infatti, sostenevano che le decisioni con cui sono state irrogate le maggiorazioni di imposta, la prima nei confronti del sig. A del 24 novembre 2008 e la seconda nei confronti del sig. B del 5 dicembre 2008, erano passate in giudicato e diventate definitive, rispettivamente, il 15 dicembre 2008 e il 26 dicembre 2008, in seguito alla scadenza del termine di tre settimane per proporre ricorso amministrativo. Tale circostanza risultava decisiva, secondo i ricorrenti, ai fini della verifica della sussistenza di una violazione del principio sancito dall'art. 4, Protocollo n. 7, CEDU, in quanto la definizione del procedimento amministrativo in maniera

---

<sup>311</sup> "Gli aumenti delle tasse non fanno parte dello zoccolo duro del diritto penale, conseguentemente le garanzie offerte non saranno necessariamente applicate in tutto il loro rigore" (Corte EDU, Grande Camera, 23 novembre 2006, ricorso n. 73053/01).

irrevocabile prima della sentenza di condanna penale per il medesimo fatto avrebbe escluso l'esistenza di quel legame temporale e sostanziale che consente la celebrazione di due procedimenti per il medesimo fatto. Il Governo norvegese, tuttavia, si è difeso evidenziando che le decisioni dell'autorità fiscale con cui sono state irrogate le sanzioni ai sigg. A e B erano impugnabili non solo attraverso un ricorso amministrativo ma anche con un ricorso ordinario il cui termine semestrale, nel caso di specie, era scaduto, per il sig. A, il 24 maggio 2009 e, per il sig. B, il 5 giugno 2009. In proposito, infatti, il Governo norvegese ha rammentato ciò che la stessa Corte EDU aveva dichiarato nella sentenza *Zolotukhin contro Russia* del 2009 nella quale i giudici di Strasburgo hanno negato che la garanzia contenuta nell'art. 4, Protocollo n. 7, CEDU fosse applicabile a casi in cui la prima decisione fosse ancora impugnabile attraverso un ricorso ordinario<sup>312</sup>: infatti, la disposizione presuppone, per l'operatività del divieto di *bis in idem*, che l'imputato sia stato assolto o condannato con “*sentenza definitiva conformemente alla legge e alla procedura penale di tale Stato*”. In tal modo, il Governo mirava a dimostrare che i procedimenti condotti dall'autorità giudiziaria a carico dei sigg. A e B erano stati intrapresi prima della definizione dei procedimenti amministrativi e, quindi, prima che il principio sancito dall'art. 4, Protocollo n. 7, CEDU, diventasse applicabile.

In merito all'unicità sostanziale e temporale dei procedimenti, i ricorrenti sostenevano di essere stati vittime di una duplicazione procedimentale proibita ai sensi dell'art. 4, Protocollo n. 7, CEDU: per i ricorrenti, infatti, la circostanza che i due procedimenti penali fossero proseguiti parallelamente non significava che la reazione dell'ordinamento alla condotta illecita fosse stata unica e, pertanto, legittima. Consentire il proseguimento di due procedimenti paralleli, a detta dei ricorrenti, si risolveva in un'elusione della garanzia del *ne bis in idem* che avrebbe imposto agli imputati di sopportare un fardello eccessivamente pesante. A tutto ciò va aggiunto che la Procura Generale norvegese competente aveva adottato nuove circolari scritte che avrebbero dovuto impedire la celebrazione di un nuovo giudizio, circolari in virtù delle quali altri soggetti accusati dello stesso illecito avevano scontato solo la sanzione irrogata dall'autorità fiscale: non è stato così per i ricorrenti. In proposito, il Governo norvegese si è difeso menzionando nuovamente il caso *Zolotukhin contro Russia* e, in particolare, rammentando ancora una volta che l'operatività del principio del *ne bis in idem*

---

<sup>312</sup> “*Decisions against which an ordinary appeal lies are excluded from the scope of the guarantee contained in Article 4 of Protocol No. 7 as long as the time-limit for lodging such an appeal has not expired*”. (Corte EDU, Grande camera, 10 febbraio 2009, ricorso n. 14939/03).

presuppone il passaggio in giudicato della precedente decisione di assoluzione o di condanna: in questo modo, il Governo deduceva *a contrario* che lo svolgimento di due procedimenti, paralleli e strettamente legati sul piano sostanziale e temporale, fosse legittimo. E, secondo il Governo, nel caso di specie, i due procedimenti erano stati svolti contemporaneamente nonostante le decisioni fossero sopraggiunte in momenti diversi: infatti, a detta del Governo, “*non avrebbe alcun senso aprire procedimenti paralleli se si dovesse poi chiuderne uno per il solo motivo che l’altro è stato definito irrevocabilmente prima di questo*”. Il Governo, in conclusione, ha affermato che la garanzia contenuta all’art. 4, Protocollo n. 7, CEDU mira ad impedire la celebrazione di un nuovo procedimento a carico della stessa persona per lo stesso fatto qualora questo sia stato già giudicato in maniera definitiva; diverso era il caso dei sig. A e B i quali avevano subito, prevedibilmente, due procedimenti legati nella sostanza e nel tempo che avevano costituito un’unica risposta sanzionatoria da parte dell’ordinamento norvegese. I parametri di valutazione della definitività del provvedimento dell’autorità fiscale norvegese e dell’unicità sostanziale e temporale della risposta sanzionatoria, come si evince dalla difesa del Governo, sono strettamente legati. La Corte EDU, in proposito, ha menzionato due precedenti giurisprudenziali. Nel primo, *R.T. contro Svizzera*<sup>313</sup>, i giudici di Strasburgo avevano negato la sussistenza di una violazione del *ne bis in idem* da parte delle autorità svizzere che avevano irrogato al sig. R.T. una molteplicità di sanzioni: il soggetto era stato punito per guida in stato di ebbrezza prima con il ritiro della patente di guida da parte delle autorità amministrative e, poi, con una pena detentiva e una pecuniaria da parte dell’autorità giudiziaria. In tal caso, la Corte EDU non aveva rilevato una violazione del suddetto principio in quanto le sanzioni comminate erano previste dalla legge ed erano state irrogate contemporaneamente: pertanto, non si è potuto sostenere che vi sia stata una doppia reazione punitiva da parte dell’ordinamento svizzero. Nel secondo precedente, *Nilsson contro Svezia*<sup>314</sup>, la Corte EDU non aveva rilevato nuovamente alcuna violazione del *ne bis in idem* da parte delle autorità svedesi che avevano punito il sig. Nilsson per un’infrazione stradale con il ritiro della patente per 18 mesi e con una sanzione penale di 50 ore di lavori socialmente utili. È proprio in questo caso giurisprudenziale che la Corte di Strasburgo ha elaborato, per la prima volta, il criterio del “*nesso sostanziale e temporale sufficientemente stretto*”<sup>315</sup>

---

<sup>313</sup> Corte EDU, sez. II, 30 maggio 2000, ricorso n. 31982/96.

<sup>314</sup> Corte EDU, sez. II, 12 dicembre 2005, ricorso n. 73661/01.

<sup>315</sup> In proposito, la Corte EDU chiarisce il carattere cumulativo dei due elementi di valutazione di legittimità di un doppio binario sanzionatorio: “*in primo luogo, ciò che emerge dall’applicazione del criterio del “nesso materiale e temporale*

(chiamato anche *Nilsson test*), in quanto le autorità che avevano irrogato le due distinte sanzioni al sig. Nilsson avevano cooperato e agito contemporaneamente<sup>316</sup>.

La Corte EDU, nel prendere una decisione sul caso dei sig. A e B, ha ritenuto che i suddetti precedenti avessero fornito utili indicazioni che hanno aiutato ad individuare il punto di equilibrio tra l'interesse dell'individuo a ricevere un'unica risposta sanzionatoria per la sua condotta illecita e l'interesse dell'ordinamento a dissuadere i consociati dalla stessa condotta illecita attraverso due sanzioni diverse. Secondo i giudici di Strasburgo, *“il modo più sicuro per far rispettare l'articolo 4 del Protocollo n. n.7 consiste nel prevedere, in un momento opportuno, una procedura con un solo livello che permetta la riunione di ambiti paralleli del regime legale che regola l'attività in causa, in modo da soddisfare, nell'ambito di un unico processo, differenti imperativi perseguiti dalla società nella sua reazione di fronte alle infrazioni”*; ciò nonostante, secondo la Corte, l'art. 4, Protocollo n. 7, CEDU non proibisce la celebrazione di due procedimenti, a patto che tra gli stessi sussista un *“nesso sostanziale e temporale sufficientemente stretto”*: *“ciò implica non solo che gli obiettivi perseguiti e i mezzi utilizzati per addivenire a tale risultato debbano essere complementari in sostanza e presentare un nesso temporale, ma anche che le eventuali conseguenze derivanti dalla regolamentazione giuridica della condotta in esame debbano essere proporzionate e prevedibili dalla persona giudicata”*<sup>317</sup>.

---

*sufficientemente stretto”* statuito nei recenti casi della Finlandia e della Svezia è che non si riuscirà a soddisfare tale criterio se uno dei due elementi (materiale o temporale) manca” (Corte EDU, Grande camera, 15 novembre 2016, ricorsi nn. 24130/11 e 29758/11).

<sup>316</sup> La Corte EDU si avvale del parametro del *“nesso sostanziale e temporale sufficientemente stretto”* anche in successive sentenze: *Hakka contro Finlandia* (Corte EDU, sez. IV, 20 maggio 2014, ricorso n. 758/11); *Nykanen contro Finlandia* (Corte EDU, sez. IV, 20 maggio 2014, ricorso n. 11828/11); *Lucky Dev contro Svezia* (Corte EDU, sez. V, 27 novembre 2014, ricorso n. 7356/10).

<sup>317</sup> La Corte, nel prosieguo del suo ragionamento, chiarisce, per la prima volta, quali sono gli elementi utili a valutare la sussistenza del suddetto nesso sostanziale e temporale in quanto, nelle precedenti sentenze *R.T contro Svizzera* e *Nilsson contro Svezia*, tali indici non erano ancora stati individuati: *“1) sapere se le distinte procedure perseguono obiettivi complementari e riguardanti, non solo in abstracto ma anche in concreto, aspetti diversi dall'atto pregiudizievole alla società in causa; 2) sapere se il dualismo dei procedimenti risulti essere una conseguenza prevedibile, sia dal punto di vista del diritto che nella pratica, degli stessi comportamenti repressi (idem); 3) sapere se i procedimenti in questione si sono svolti in una maniera che evita, per quanto possibile, qualsiasi ripetizione nella raccolta e valutazione degli elementi di prova, principalmente attraverso un'interazione adeguata tra le diverse autorità competenti, facendo sembrare che la statuizione dei fatti effettuata in uno dei procedimenti è stata ripresa nell'altro; 4) e, soprattutto, sapere se la sanzione imposta al termine del processo è stata prima presa in considerazione nell'ultimo processo, in modo da non gravare in modo eccessivo sull'interessato, essendo quest'ultimo rischio meno suscettibile di presentarsi esistendo un meccanismo di compensazione che possa assicurare che l'insieme globale di tutte le sanzioni irrogate sia proporzionato”* (Corte EDU, Grande camera, 15 novembre 2016, ricorsi nn. 24130/11 e 29758/11). In merito a questi indici, Gaia Calafiore, *La sentenza A e B contro Norvegia ridimensiona la portata del principio del ne bis in idem*, per *European Papers*, 18 aprile 2017, p. 250, sostiene che *“la Corte non ha fornito una definizione precisa e puntuale del “criterio della sufficiente connessione sostanziale e temporale”, limitandosi ad enunciare una serie di indici sintomatici dai quali desumere l'esistenza di una connessione tra i due procedimenti. Non è del tutto errata, dunque, la critica mossa dall'unica posizione dissenziente del giudice Pinto, secondo cui tale criterio sarebbe vago e arbitrario, posto che la presenza stessa, e il contenuto, degli indicatori su cui esso è costruito è rimessa alla discrezionalità dell'interprete”*.

In conclusione, i giudici di Strasburgo hanno riconosciuto il carattere penale delle sanzioni irrogate dall'autorità fiscale norvegese ai sigg. A e B e hanno ammesso l'identità dei fatti materiali che hanno originato i due procedimenti; con riferimento, invece, al controverso punto della definitività del provvedimento amministrativo, la Corte EDU non ha ritenuto la questione rilevante per la sua decisione in quanto il processo penale era stato avviato prima che il procedimento amministrativo giungesse al termine e, quindi, in un momento in cui il principio sancito dall'art. 4, Protocollo n. 7, CEDU, non era ancora applicabile. Questa limitazione all'applicabilità del *ne bis in idem* convenzionale implica la liceità, ai sensi della CEDU, della celebrazione di due procedimenti connessi dal punto di vista sostanziale e temporale: è diritto degli Stati contraenti, infatti, prevedere che una condotta illecita sia sanzionata attraverso una “*procedura mista (amministrativa e penale) integrata*” a patto che questa persegua scopi tra loro distinti ma complementari, che sia prevedibile dal responsabile dell'illecito in base alla legge, che sia caratterizzata da un sufficiente livello di cooperazione tra l'autorità giudiziaria e quella di settore e che conduca all'irrogazione di una sanzione complessiva proporzionata all'illecito consumato<sup>318</sup>. Il doppio binario sanzionatorio norvegese in materia tributaria, da un lato, aveva una finalità “compensatoria” mirando a riconsegnare al fisco la somma evasa, dall'altro, aveva una finalità punitiva che perseguiva lo scopo di dissuadere i consociati dal compiere la condotta illecita; a tutto ciò va aggiunto che la sanzione complessiva era stata commisurata all'illecito e che i procedimenti erano stati condotti con un elevato livello di interconnessione, anche probatoria: per queste ragioni, la Corte EDU ha ritenuto che, nel caso *A e B contro Norvegia*, non vi sia stata alcuna violazione dell'art. 4, Protocollo n. 7, CEDU.

Nonostante il caso dei sigg. A e B non abbia coinvolto la disciplina in materia di abusi di mercato, la sentenza emessa dalla Corte EDU ha avuto notevoli implicazioni in quanto ha riesumato il criterio del “*nesso sostanziale e temporale sufficientemente stretto*” permettendone un'applicazione anche in tale settore<sup>319</sup>. I giudici di Strasburgo

---

<sup>318</sup> Attraverso questa pronuncia vengono valorizzate le disposizioni di cui agli artt. 187-*terdecies* e 187-*decies* TUF; con riferimento al primo, va citata un'ordinanza del Tribunale di Milano (Trib. Milano, sez. I, ord. 6 dicembre 2016) che, applicando il criterio del “*nesso sostanziale e temporale sufficientemente stretto*”, respinge una richiesta di sentenza predibattimentale di improcedibilità *ex art. 649 c.p.p.* in quanto il suddetto articolo, secondo E. Fusco, *La tutela del mercato finanziario tra normativa comunitaria, ne bis in idem e legislazione interna*, per Diritto Penale Contemporaneo, 23 dicembre 2016, p. 9, “*garantisce, al soggetto sottoposto al regime del doppio binario, un meccanismo automatico di scomputo della sanzione*”.

<sup>319</sup> In proposito, E. Fusco e G. Baggio, *cit.*, p. 70, osservano, con riferimento agli indici individuati dalla Corte EDU per rilevare una connessione sostanziale e temporale fra i due procedimenti, che “*si tratta, all'evidenza, di criteri elastici che possono essere agevolmente riscontrati nella materia del market abuse, per di più caratterizzata da un dialogo costante tra i due versanti, penale e amministrativo, tanto nella fase delle indagini, quanto in quella processuale, e contraddistinta*

si sono allontanati dall'orientamento espresso nella sentenza sul caso *Grande Stevens e altri contro Italia* con un *revirement* della propria opinione<sup>320</sup>; tuttavia, va constatato come l'utilizzo dell'espressione "revirement" non sia del tutto appropriata, in considerazione dei citati precedenti giurisprudenziali<sup>321</sup> che avevano già elaborato e usufruito del criterio del "nesso sostanziale e temporale sufficientemente stretto". La sensazione, quindi, è che, in realtà, sia stata la decisione sul caso *Grande Stevens e altri contro Italia* a costituire una voce fuori dal coro della giurisprudenza convenzionale e, in tal senso, si è espresso il giudice Pinto de Albuquerque che, nella sua opinione dissenziente, ha evidenziato l'incoerenza che sussiste tra il ragionamento contenuto nel caso dei sigg. A e B e quello del sig. Grande Stevens: secondo il giudice dissenziente, infatti, in quest'ultimo caso il Governo italiano aveva tentato di dimostrare il rispetto del *Nilsson test* e, quindi, della sussistenza di un "nesso sostanziale e temporale sufficientemente stretto" tra i procedimenti adducendo la possibilità, per il giudice chiamato ad esprimersi per secondo, di temperare il cumulo punitivo irrogando una sanzione complessiva proporzionata. L'argomento, che in quel caso non è stato ritenuto valido dalla Corte EDU, è stato, invece, accolto con favore nel caso in esame<sup>322</sup>: i giudici di Strasburgo hanno, quindi, abbandonato l'orientamento più garantista della sentenza *Grande Stevens e altri contro Italia* per ritornare a quell'idea di *ne bis in idem* caldeggiata nei citati precedenti giurisprudenziali<sup>323</sup>.

---

da una costante osmosi probatoria tra il procedimento amministrativo, originato dall'attività istruttoria della CONSOB, e quello penale, di regola aperto a seguito di segnalazione da parte della stessa Autorità di Vigilanza".

<sup>320</sup> Infatti, come osserva Caterina Fatta, *Il nuovo volto del ne bis in idem nella giurisprudenza della Grande Camera e la compatibilità con il doppio binario sanzionatorio in materia tributaria*, per *Giurisprudenza penale*, 2017, p. 13, "i ben sei governi intervenuti, hanno segnalato alla Corte l'atipicità della recente decisione *Grande Stevens*, che si poneva di fatto in contrasto con le precedenti decisioni in materia di circolazione stradale, poi estese alla materia tributaria, in base alle quali la scelta del doppio binario sanzionatorio era stato ritenuto compatibile con il principio del *ne bis in idem*". I precedenti a cui si riferiscono i sei governi coinvolti sono, tra gli altri, i citati *R.T. contro Svizzera* e *Nilsson contro Svezia*.

<sup>321</sup> Vedi note 313, 314 e 316.

<sup>322</sup> "La linea di ragionamento della maggioranza si pone in palese contrasto con la recente posizione assunta dalla Corte in *Grande Stevens e altri* che riguarda procedimenti paralleli amministrativi e penali. Il Governo italiano, in quel caso, aveva argomentato senza successo che, per assicurare la proporzionalità della sanzione alle accuse, i tribunali penali italiani avevano il potere di tenere in considerazione l'avvenuta imposizione di una sanzione amministrativa e di ridurre la sanzione penale" (Opinione dissenziente del giudice Pinto de Albuquerque, Corte EDU, Grande camera, 15 novembre 2016, ricorsi nn. 24130/11 e 29758/11). A riguardo, F. Viganò, *La Grande Camera della Corte di Strasburgo su ne bis in idem e doppio binario sanzionatorio*, per *Diritto Penale Contemporaneo*, 18 novembre 2016, sottolinea che "un primissimo punto fermo non può, però, essere sottaciuto: la Grande Camera, recuperando un criterio apparso qua e là nella giurisprudenza precedente senza alcuna particolare coerenza, limita fortemente la portata del diritto convenzionale, rispetto a quanto emergeva da tutti i casi che avevano avuto sinora ad oggetto le sovrattasse in materia tributaria, nonché – per ciò che più ci riguarda – da *Grande Stevens c. Italia* in materia di abusi di mercato".

<sup>323</sup> In proposito, una delle sensazioni conseguenti alla lettura della sentenza *A e B contro Norvegia*, secondo C. Fatta, *cit.*, pp. 17-18, "è quella di un consistente, ma non del tutto efficace, sforzo diretto ad attribuire il crisma della coerenza ad una serie di decisioni sul tema della legittimità del doppio binario sanzionatorio decisamente poco omogenee. Tanto vale soprattutto per la articolata disamina giurisprudenziale in virtù della quale la Grande Camera ha individuato quattro categorie di decisioni. Ebbene, mentre rispetto a tre categorie è agevole cogliere quale fosse il tratto caratterizzante lo specifico sottoinsieme, ossia il rispetto del criterio della sufficiente connessione sostanziale e temporale, molto meno

In sostanza, la compatibilità dei sistemi a doppio binario sanzionatorio con il *ne bis in idem* convenzionale, secondo l'orientamento espresso dalla Corte di Strasburgo nel caso *A e B contro Norvegia*, deve essere valutata dal giudice nazionale che deve tenere conto della proporzionalità della sanzione complessiva e del livello di integrazione dei due procedimenti che devono essere prevedibili in base alla legge, devono perseguire scopi complementari e devono essere condotti in maniera coordinata: un sistema a doppio binario sanzionatorio che soddisfa tali esigenze contempera l'interesse dell'imputato a non subire due procedimenti e l'interesse dell'ordinamento a reprimere un illecito con una pluralità di sanzioni<sup>324</sup>.

Le due linee interpretative promosse dalla Corte EDU, la prima più rigorosa espressa nel caso *Grande Stevens e altri contro Italia* e la seconda più mite espressa da tutte quelle sentenze in cui i giudici si sono serviti del *Nilsson test*, sono la traduzione giurisprudenziale dell'alternativa tra *ne bis in idem* processuale e *ne bis in idem* sostanziale. Quest'ultima interpretazione è quella appoggiata dai giudici di Strasburgo nella sentenza in commento; tuttavia, così inteso, il divieto di *bis in idem*, che un tempo era una garanzia processuale inderogabile, sembra essere stato degradato a una semplice estrinsecazione del canone di proporzionalità del trattamento sanzionatorio.

### 3.4 Le sentenze della Corte di Giustizia C-524/15, C-537/16, C-596/16 e C-597/16

Le sentenze della Corte di Giustizia dell'Unione Europea che ci si appresta a commentare sono un altro dei punti salienti che hanno scandito la storia recente della questione della compatibilità dei sistemi a doppio binario sanzionatorio con il principio

---

*comprensibile appare la scelta di creare il terzo sottoinsieme, quello che comprende la decisione del caso Grande Stevens. A differenza degli altri tre gruppi di decisioni, in questo caso la Camera ha chiarito che il tratto caratterizzante non riguardasse il rispetto del test della "sufficiente connessione", trattandosi invece di casi in un cui la Corte, rilevata la sussistenza di un doppio procedimento di natura sostanzialmente penale per i medesimi fatti, aveva dichiarato la violazione del principio del ne bis in idem, e ciò poiché il secondo procedimento non era stato interrotto quando il primo era divenuto definitivo. Ma non si spiega il perché dell'esigenza di indicare una specifica categoria per queste decisioni, rimanendo oscuro quale sia l'elemento di distinzione dagli altri casi citati, se non l'esito".*

<sup>324</sup> In proposito, G. Calafiore, *cit.*, p. 248, scrive che "tale connessione, infatti, costituisce una "useful guidance" al fine di contemperare e salvaguardare contrapposte esigenze: da un lato, l'interesse dell'individuo a non essere processato e sanzionato due volte; dall'altro, l'interesse dello Stato a punire quelle condotte che integrano un reato, in sede penale o un illecito in sede tributaria, a seconda dei casi". Tuttavia, non sono dello stesso avviso Federico Consulich e Carolina Genoni, *L'insostenibile leggerezza del ne bis in idem. Le sorti del divieto di doppio giudizio e doppia punizione, tra diritto eurounitario e convenzionale*, per *Giurisprudenza Penale*, 2018, p. 15, che definiscono il nesso sostanziale e temporale sufficientemente stretto "una formula vuota" in quanto gli indici individuati per rilevare tale nesso sono, secondo loro, vaghi: ad esempio, la prevedibilità "non rappresenta un criterio razionale, se isolatamente considerata: una pena iniqua perché eccessiva non cessa di essere tale solo perché prevista da una norma accessibile; allo stesso modo un doppio processo per uno stesso fatto non diviene ammissibile solo perché preannunciato all'imputato" oppure la contemporaneità dei procedimenti che "non può compensarne l'inutilità o la sovrabbondanza a fini repressivi".

del *ne bis in idem*. Le pronunce hanno risolto delle questioni sottoposte ai giudici di Lussemburgo attraverso dei rinvii pregiudiziali scaturiti da tre distinti procedimenti italiani a carico rispettivamente del sig. Menci, del sig. Ricucci e dei sigg. Di Puma e Zecca per violazioni della normativa tributaria e di quella in materia di abusi di mercato<sup>325</sup>. La trattazione delle suddette sentenze è svolta in maniera unitaria poiché le stesse esprimono un orientamento che, a sua volta, può essere definito unitario e conforme a quello sostenuto dalla Corte EDU nel caso *A e B contro Norvegia*.

Il caso *Menci*<sup>326</sup> nasce con l'omesso versamento dell'IVA da parte del sig. Menci il quale, per tale ragione, è stato coinvolto in un procedimento amministrativo che si è concluso con un provvedimento che gli ha ingiunto il pagamento dell'imposta evasa, pari a circa 282 mila euro, e gli ha inflitto una sanzione amministrativa pari al 30% del debito tributario, ai sensi dell'art. 13, co. 1<sup>327</sup>, del decreto legislativo n. 471 del 18 dicembre 1997<sup>328</sup>. Dopo aver scontato la sanzione irrogatagli, il sig. Menci è stato citato in giudizio dalla Procura di Bergamo che lo ha accusato in sede penale del medesimo fatto già giudicato in sede amministrativa, ai sensi dell'art. 10-*bis*, co. 1<sup>329</sup>, del decreto legislativo n. 74 del 10 marzo 2000<sup>330</sup>. Il Tribunale di Bergamo, consapevole della delicatezza della questione, ha domandato in via pregiudiziale alla Corte di Giustizia se l'art. 50 della Carta di Nizza, interpretato alla luce dell'art. 4, Protocollo n. 7, CEDU e della relativa giurisprudenza della Corte EDU, osti alla possibilità di celebrare un procedimento penale a carico della stessa persona per gli stessi fatti già giudicati irrevocabilmente con una decisione amministrativa dell'Agenzia delle entrate.

Ancora una volta, come nella sentenza *A e B contro Norvegia*, il ragionamento dei giudici ha implicato una valutazione sul carattere penale delle sanzioni irrogate e sull'identità del fatto materiale che ha originato i due procedimenti, valutazione

---

<sup>325</sup> Tutti i ricorsi sono stati dichiarati, infatti, ricevibili in quanto i procedimenti vertevano su violazioni di normative, quali quella tributaria e quella in materia di abusi di mercato, che ricadono nell'ambito di applicazione del diritto comunitario e, pertanto, i diritti e le garanzie riconosciute dalla Carta di Nizza, tra le quali il *ne bis in idem*, sono applicabili ai casi di specie. Vedi nota 250.

<sup>326</sup> CGUE, Grande sez., 20 marzo 2018, C-524/15.

<sup>327</sup> Art. 13, co. 1., decreto legislativo 18 dicembre 1997, n. 471: "*Chi non esegue, in tutto o in parte, alle prescritte scadenze, i versamenti in acconto, i versamenti periodici, il versamento di conguaglio o a saldo dell'imposta risultante dalla dichiarazione, detratto in questi casi l'ammontare dei versamenti periodici e in acconto, ancorché non effettuati, è soggetto a sanzione amministrativa pari al trenta per cento di ogni importo non versato, anche quando, in seguito alla correzione di errori materiali o di calcolo rilevati in sede di controllo della dichiarazione annuale, risulti una maggiore imposta o una minore eccedenza detraibile*".

<sup>328</sup> Pubblicato in G.U. n. 5 dell'8 gennaio 1998.

<sup>329</sup> Art. 10-*bis*, co. 1, decreto legislativo 10 marzo 2000, n. 74: "*È punito con la reclusione da sei mesi a due anni chiunque non versa entro il termine previsto per la presentazione della dichiarazione annuale di sostituto di imposta ritenute dovute sulla base della stessa dichiarazione o risultanti dalla certificazione rilasciata ai sostituiti, per un ammontare superiore a cinquantamila euro per ciascun periodo d'imposta*".

<sup>330</sup> Pubblicato in G.U. Serie Generale del 31 marzo 2000.

operata applicando i *criteria* elaborati nella sentenza *Engel contro Paesi Bassi* e il criterio dell'*idem factum* materiale coniato nel caso *Zolotukhin contro Russia* del 2009. “*Benché spetti al giudice nazionale valutare, alla luce dei suddetti criteri (n.d.r. del caso Engel), se i procedimenti e le sanzioni penali e amministrative in discussione nel procedimento principale abbiano natura penale ai sensi dell’articolo 50 della Carta*”, la Corte di Giustizia, se coinvolta attraverso un rinvio pregiudiziale, può fornire precisazioni al giudice nazionale: tali precisazioni hanno chiarito non solo la natura penale delle sanzioni irrogate dall’amministrazione tributaria italiana, ma anche l’identità materiale della condotta illecita che ha azionato il doppio binario sanzionatorio.

Tuttavia, i giudici di Lussemburgo, nello sforzo di avvicinarsi all’interpretazione della Corte EDU, hanno dovuto fare i conti con un impianto normativo diverso: la Carta di Nizza, infatti, all’art. 52 afferma che eventuali limitazioni di un diritto contenuto nella Carta, come quella posta dal doppio binario sanzionatorio al diritto sancito dall’art. 50 CDFUE, devono essere previste dalla legge, devono rispettare il contenuto essenziale dei diritti della stessa Carta e, nel rispetto del principio di proporzionalità, devono rispondere ad esigenze di interesse generale riconosciute dall’Unione europea o di protezione di diritti e libertà altrui. In breve, l’art. 52 CDFUE costituisce la chiave ermeneutica con la quale aprire la porta della compatibilità di un doppio binario sanzionatorio con il principio del *ne bis in idem* espresso all’art. 50 CDFUE<sup>331</sup>.

La sentenza della Corte di Giustizia, nel valutare la sussistenza dei requisiti contenuti all’art. 52 CDFUE, ha evidenziato, innanzi tutto, che la possibilità di un cumulo procedimentale, e quindi sanzionatorio, in materia tributaria è prevista dall’ordinamento italiano il quale assicura che tale cumulo è consentito a condizioni tassativamente fissate<sup>332</sup> che impediscono una lesione del principio garantito dall’art. 50 CDFUE. Per

---

<sup>331</sup> Sulla natura delle limitazioni al principio del *ne bis in idem*, L. Bin, *cit.*, pp. 25-26: “A tal proposito, è assai significativo notare come nonostante il fatto che la Corte di Giustizia mantenga un’accezione rigida del divieto, che proibisce qualsiasi duplicazione di procedimenti sullo stesso fatto, e che è però derogato “dall’esterno” ex art. 52, comma 1, CDFUE, mentre la *close connection* della Corte EDU rappresenta una sorta di limite interno al principio stesso, entrambe le impostazioni si trovano in fondo a bilanciare il principio più o meno in relazione agli stessi parametri, cioè con le medesime esigenze”.

<sup>332</sup> “Nella fattispecie in esame, come risulta dagli elementi presenti nel fascicolo di cui dispone la Corte, la normativa nazionale in discussione nel procedimento principale, segnatamente l’articolo 13, comma 1, del decreto legislativo n. 471/97, prevede le condizioni stanti le quali all’omesso versamento dell’IVA dovuta entro i termini di legge può conseguire l’inflizione di una sanzione amministrativa di natura penale. In conformità a detto articolo 13, comma 1, e nelle condizioni di cui all’articolo 10 bis, comma 1, e all’articolo 10 ter, comma 1, del decreto legislativo n. 74/2000, una siffatta omissione può del pari, se concerne una dichiarazione d’imposta annuale vertente su un importo di IVA superiore a EUR 50 000, costituire oggetto di una pena detentiva da sei mesi a due anni” (CGUE, Grande sez., 20 marzo 2018, C-524/15).

quanto attiene, invece, alla sussistenza di esigenze di interesse comunitario, “*dal fascicolo a disposizione della Corte risulta che tale normativa è intesa ad assicurare la riscossione integrale dell’IVA dovuta. In considerazione dell’importanza che la giurisprudenza della Corte attribuisce, al fine di realizzare detto obiettivo, alla lotta contro i reati in materia di IVA, un cumulo di procedimenti e di sanzioni di natura penale può essere giustificato allorché detti procedimenti e dette sanzioni riguardano, in vista della realizzazione di un obiettivo siffatto, scopi complementari vertenti, eventualmente, su aspetti differenti della medesima condotta di reato interessata, circostanza che spetta al giudice del rinvio verificare*”. La Corte di Giustizia, poi, ha valutato il doppio binario sanzionatorio anche sotto il profilo della proporzionalità della sanzione complessiva: tale garanzia è sancita all’art. 49, par. 2, CDFUE ma anche dall’art. 52, par. 1, il quale, nel disciplinare eventuali limitazioni ai diritti contenuti nella Carta, impone il rispetto del canone della proporzionalità. La valutazione dei giudici di Lussemburgo ha portato all’esame dell’art. 21<sup>333</sup> del decreto legislativo n. 74/2000 il quale non solo sospende l’esecuzione della sanzione amministrativa sostanzialmente penale nel corso di un procedimento penale, ma ne ostacola definitivamente l’esecuzione in caso di sentenza di condanna dell’imputato. Inoltre, il pagamento anticipato della sanzione amministrativa funge da circostanza attenuante della quale il giudice penale può tenere conto. In definitiva, “*risulta quindi che la normativa nazionale in discussione nel procedimento principale prevede condizioni idonee a garantire che le autorità competenti limitino la severità del complesso delle sanzioni imposte a quanto strettamente necessario rispetto alla gravità del reato commesso*”.

In seguito all’esito positivo del *test* di compatibilità, *ex art. 52 CDFUE*, del doppio binario sanzionatorio italiano previsto in materia tributaria con il principio sancito all’art. 50 CDFUE, la Corte di Lussemburgo ha rilevato che i requisiti ai quali l’art. 50 CDFUE, in combinato disposto con l’art. 52 CDFUE, assoggetta il suddetto cumulo procedimentale e sanzionatorio assicurano un livello di tutela che non si discosta da quello garantito dall’art. 4, Protocollo n. 7, CEDU, come interpretato dai giudici di

---

<sup>333</sup> Art. 21, decreto legislativo n. 74/2000: “*L’ufficio competente irroga comunque le sanzioni amministrative relative alle violazioni tributarie fatte oggetto di notizia di reato. Tali sanzioni non sono eseguibili nei confronti dei soggetti diversi da quelli indicati dall’articolo 19, comma 2, salvo che il procedimento penale sia definito con provvedimento di archiviazione o sentenza irrevocabile di assoluzione o di proscioglimento con formula che esclude la rilevanza penale del fatto. In quest’ultimo caso, i termini per la riscossione decorrono dalla data in cui il provvedimento di archiviazione o la sentenza sono comunicati all’ufficio competente; alla comunicazione provvede la cancelleria del giudice che li ha emessi. Nei casi di irrogazione di un’unica sanzione amministrativa per più violazioni tributarie in concorso o continuazione fra loro, a norma dell’articolo 12 del decreto legislativo 18 dicembre 1997, n. 472, alcune delle quali soltanto penalmente rilevanti, la disposizione del comma 2 del presente articolo opera solo per la parte della sanzione eccedente quella che sarebbe stata applicabile in relazione alle violazioni non penalmente rilevanti*”.

Strasburgo nel caso *A e B contro Norvegia*. Entrambe le valutazioni delle Corti coinvolte, infatti, sono imperniate su elementi dal forte carattere sostanziale: l'ammissibilità di un doppio giudizio, in entrambi i casi, è associata al rispetto dei criteri della prevedibilità e della proporzionalità del cumulo procedimentale e sanzionatorio che, come già visto, permettono di contemperare l'interesse individuale ad una risposta sanzionatoria adeguata e quello dell'ordinamento, non solo nazionale ma anche comunitario, ad una reazione sanzionatoria repressiva e deterrente. Per tali ragioni, la Corte di Giustizia ha ritenuto che l'art. 50 CDFUE vada inteso nel senso che non osti ad una normativa nazionale che consenta la celebrazione di un procedimento penale a carico di una persona già giudicata irrevocabilmente in sede amministrativa per lo stesso fatto di omesso versamento dell'IVA, a patto che: *a)* la normativa abbia come scopo la tutela di un interesse generale che giustifichi tale cumulo procedimentale e sanzionatorio, fermo restando che le due tipologie di sanzione debbano avere scopi distinti ma complementari; *b)* la normativa contenga norme che garantiscano una coordinazione tra i procedimenti in modo da limitare a quanto strettamente necessario gli oneri per gli interessati<sup>334</sup>; *c)* la normativa contenga norme che consentano di garantire che la severità del cumulo sanzionatorio sia commisurata alla gravità dell'illecito consumato. I giudici hanno anche precisato che spetta al giudice *“accertare, tenuto conto del complesso delle circostanze del procedimento principale, che l'onere risultante concretamente per l'interessato dall'applicazione della normativa nazionale in discussione nel procedimento principale e dal cumulo dei procedimenti e delle sanzioni che la medesima autorizza non sia eccessivo rispetto alla gravità del reato commesso”*.

Il secondo caso in esame, *Garlsson Real Estate*<sup>335</sup>, concernente una condotta di abuso di mercato, nasce con l'irrogazione da parte della CONSOB di una sanzione amministrativa di 10,2 milioni di euro al sig. Ricucci, nonché alla Garlsson Real Estate SA e alla Magiste International SA, obbligate in solido al pagamento. Secondo l'autorità

---

<sup>334</sup> La Corte di Giustizia richiede una coordinazione non solo sostanziale tra i due procedimenti che devono, possibilmente, essere condotti sulla base delle medesime risultanze documentali; tale coordinazione deve sussistere anche dal punto di vista temporale in quanto, come osserva L. Bin, *cit.*, p. 27, *“la ratio che anima simile parametro è dichiaratamente connessa nell'esigenza di evitare che l'utilizzo di più procedimenti in idem prolunghi ulteriormente lo stato di pendenza complessivo cui è sottoposto il reo: e ciò evidentemente in ragione del fatto che il procedimento stesso è visto come una sofferenza vissuta dai più come una vera e propria pena anticipata, che si moltiplica al moltiplicarsi dei procedimenti. Più che alla certezza del diritto – la quale, se non intesa in senso generico, ma collegata ai singoli rapporti giuridici, impone di addivenire alla fine dello stato di pendenza, non di farlo velocemente (almeno non in senso prescrittivo) – tale parametro sembra dunque essere ispirato alla ragionevole durata del processo, seppur intesa in una forma inedita, in quanto non connessa al singolo processo ma misurata su più procedimenti distinti”*.

<sup>335</sup> CGUE, Grande sez., 20 marzo 2018, C-537/16.

italiana di vigilanza sui mercati finanziari, il sig. Ricucci aveva realizzato condotte manipolative sul mercato in modo tale da gonfiare le quotazioni dei titoli della RCS MediaGroup SpA. La decisione della CONSOB è stata contestata dal sig. Ricucci il quale ha proposto un appello parzialmente accolto dalla Corte di appello di Roma: con sentenza del 2 gennaio 2009 la sanzione amministrativa è stata ridotta a 5 milioni. Una decisione che ha lasciato insoddisfatte entrambe le parti e, pertanto, da entrambe è stato proposto ricorso in Cassazione. Al contempo, la medesima condotta di manipolazione del mercato aveva dato luogo ad un procedimento penale a carico del sig. Ricucci il quale ha subito una condanna definitiva, con sentenza di patteggiamento, a una pena di quattro anni e sei mesi, successivamente ridotta a tre e, poi, estinta per indulto.

La Cassazione, chiamata a pronunciarsi sui ricorsi proposti contro la sentenza d'appello del 2 gennaio 2009, ha deciso di sospendere il procedimento e chiedere in via pregiudiziale alla Corte di Giustizia dell'Unione Europea: a) se l'art. 50 CDFUE, interpretato alla luce dell'art. 4, Protocollo n. 7, CEDU e della giurisprudenza della Corte EDU, impedisca lo svolgimento di un procedimento amministrativo a carico del medesimo soggetto che, per il medesimo fatto, abbia riportato una condanna penale definitiva; b) se il giudice nazionale possa applicare direttamente l'art. 50 CDFUE<sup>336</sup>. Ancora una volta, il ragionamento dei giudici, per risolvere la prima questione pregiudiziale, ha implicato la valutazione della sussistenza dei due noti presupposti del *ne bis in idem*: la natura penale della sanzione irrogata dalla CONSOB e l'identità materiale del fatto. Rilevati tali elementi attraverso i *criteria* del caso *Engel contro Paesi Bassi* e il criterio dell'*idem factum* elaborato nel caso *Zolotukhin contro Russia*, la Corte di Giustizia, come nel caso *Menci*, ha dovuto sottoporre il doppio binario sanzionatorio italiano in materia di abusi di mercato al *test* di compatibilità *ex art. 52 CDFUE*. Il primo requisito che deve essere integrato è quello della prevedibilità: “*nel caso di specie*”, ha dichiarato la Corte, “*è pacifico che la possibilità di cumulare procedimenti e sanzioni penali nonché procedimenti e sanzioni amministrativi di natura penale è prevista dalla legge*” la quale prevede, a sua volta, espressamente le condotte di manipolazione del mercato sanzionabili sia in sede amministrativa che in sede penale. I giudici di

---

<sup>336</sup> In sostanza, secondo F. Viganò, *A never ending story? Alla Corte di giustizia dell'Unione europea la questione della compatibilità tra ne bis in idem e doppio binario sanzionatorio in materia, questa volta, di abusi di mercato*, per *Diritto Penale Contemporaneo*, 17 ottobre 2016, la Cassazione chiede delucidazioni in merito alla diretta applicabilità dell'art. 50 CDFUE in modo tale da chiarire definitivamente se sussista, per i giudici nazionali, un “*dovere di chiudere anticipatamente con una pronuncia di rito – pur in assenza di alcuna norma nazionale che gli conferisca un tale potere – il procedimento sanzionatorio ancora pendente alla data in cui il primo procedimento sanzionatorio si concluda con una pronuncia definitiva*”.

Lussemburgo, inoltre, hanno riconosciuto che il doppio binario sanzionatorio italiano in materia di abusi di mercato è rispettoso del contenuto essenziale dell'art. 50 CDFUE in quanto la normativa consente tale cumulo di procedimenti e di sanzioni solo a condizioni tassativamente fissate. Con riferimento allo scopo perseguito dal suddetto doppio binario sanzionatorio, la Corte di Giustizia ha rilevato che tale normativa mira a tutelare l'integrità del mercato e la fiducia degli investitori, interessi cari all'Unione europea che, con la MAD I, aveva imposto agli Stati membri una reazione punitiva nei confronti dei responsabili di abusi di mercato lasciando tuttavia un'ampia discrezionalità agli stessi su come combinare sanzioni di diversa natura. A ciò si aggiunga che il cumulo sanzionatorio in esame rispetta il requisito della complementarità: la sanzione amministrativa, infatti, mira a perseguire condotte abusive, che siano intenzionali o meno; la sanzione penale, invece, è irrogata nei casi più gravi che evidenziano la necessità di una repressione più incisiva<sup>337</sup>. In merito al rispetto del canone della proporzionalità, la Corte ne ha valutato l'operatività sul piano procedimentale e su quello sanzionatorio: se, con riferimento al primo, l'obbligo di cooperazione e coordinamento tra l'autorità giudiziaria e la CONSOB, disciplinato dall'art. 187-*decies* TUF, riduce per l'interessato gli oneri derivanti dal cumulo procedimentale, sul piano sanzionatorio l'irrogazione di una sanzione amministrativa in seguito ad una sentenza di condanna penale avrebbe potuto eccedere “quanto strettamente necessario per il conseguimento dell'obiettivo” perseguito dalla normativa. La Corte, in proposito, ha ritenuto che lo strumento predisposto dall'ordinamento per temperare il cumulo sanzionatorio in esame non riuscisse nello scopo di garantire una sanzione complessiva proporzionata<sup>338</sup>: l'art. 187-*terdecies* TUF, infatti, prima della riforma del 2018, mitigava esclusivamente il cumulo di sanzioni pecuniarie, limitando l'esecuzione della

---

<sup>337</sup> “Per quanto riguarda la questione se la limitazione del principio del *ne bis in idem* risultante da una normativa nazionale come quella di cui al procedimento principale risponda a un obiettivo di interesse generale, risulta dal fascicolo a disposizione della Corte che tale normativa mira a tutelare l'integrità dei mercati finanziari dell'Unione e la fiducia del pubblico negli strumenti finanziari. Alla luce dell'importanza che la giurisprudenza della Corte attribuisce, al fine di realizzare tale obiettivo, alla lotta contro le violazioni del divieto di manipolazioni del mercato (v., in tal senso, sentenza del 23 dicembre 2009, *Spector Photo Group e Van Raemdonck*, C-45/08, EU:C:2009:806, punti 37 e 42), un cumulo di procedimenti e di sanzioni di natura penale può essere giustificato qualora tali procedimenti e tali sanzioni perseguano, ai fini del conseguimento di un simile obiettivo, scopi complementari riguardanti, eventualmente, aspetti diversi del medesimo comportamento illecito interessato, circostanza che spetta al giudice del rinvio verificare. A tal riguardo, in materia di illeciti legati alle manipolazioni del mercato, sembra legittimo che uno Stato membro voglia, da un lato, scoraggiare e reprimere ogni violazione, intenzionale o meno, del divieto di manipolazione del mercato applicando sanzioni amministrative stabilite, se del caso, in maniera forfettaria e, dall'altro, scoraggiare e reprimere violazioni gravi di tale divieto, che sono particolarmente dannose per la società e che giustificano l'adozione di sanzioni penali più severe” (CGUE, Grande sez., 20 marzo 2018, C-537/16).

<sup>338</sup> In riferimento all'art. 187-*terdecies* TUF, la Corte di Giustizia ha osservato che “risulta che detto articolo non garantisce che la severità dell'insieme delle sanzioni inflitte sia limitata a quanto strettamente necessario rispetto alla gravità del reato in questione” (CGUE, Grande sez., 20 marzo 2018, C-537/16). Vedi nota 216.

sanzione inflitta per seconda alla parte eccedente la prima ed escludendo dal suo ambito applicativo le sanzioni detentive. Non ha assunto rilevanza, per i giudici, il fatto che la pena irrogata al sig. Ricucci sia stata estinta per indulto: la protezione garantita dall'art. 50 CDFUE si applica a tutti i soggetti destinatari di provvedimenti definitivi, che siano di assoluzione o di condanna. In conclusione, considerata la possibilità che la normativa nazionale potesse eccedere “*quanto strettamente necessario*” sul piano sanzionatorio, consentendo la celebrazione di un procedimento amministrativo sostanzialmente penale dopo una sentenza definitiva di condanna penale nei confronti della medesima persona e per il medesimo fatto, la Corte ha dichiarato che l'art. 50 CDFUE osta ad una tale normativa quando la suddetta sentenza definitiva di condanna penale sia già idonea, di per sé, a reprimere tale reato in maniera efficace, proporzionata e dissuasiva<sup>339</sup>.

Con la seconda questione pregiudiziale, il giudice del rinvio ha chiesto se l'art. 50 CDFUE conferisca un diritto direttamente applicabile. La Corte di Giustizia ha spazzato via ogni dubbio rammentando che l'art. 50 CDFUE è contenuto in un testo normativo, la Carta dei diritti fondamentali dell'Unione europea, che ha lo stesso valore giuridico dei Trattati fondamentali dell'Unione europea e, di conseguenza, gode di un'efficacia vincolante<sup>340</sup>: coerentemente ad una costante giurisprudenza, infatti, disposizioni di diritto primario che impongono obblighi precisi e non hanno bisogno di alcun tipo di attività normativa d'esecuzione sono direttamente applicabili dai giudici nazionali. In proposito, la Corte ha citato la sentenza *Fransson* per ricordare che, una volta accertata l'incompatibilità di una norma interna con un diritto sancito dalla Carta, il giudice nazionale ha l'obbligo di disapplicare la norma nazionale incompatibile per garantire la piena efficacia del diritto dell'Unione<sup>341</sup>.

L'ultimo caso in commento, *Di Puma e Zecca*<sup>342</sup>, attiene a due cause riunite, quelle dei sigg. Di Puma e Zecca che, ai sensi dell'art. 187-bis TUF, sono stati sanzionati dalla CONSOB per abuso di informazioni privilegiate con decisione del 7 novembre 2012. I

---

<sup>339</sup> Tenuto conto della conclusione a cui è giunta la Corte di Giustizia, i giudici di legittimità italiani (Cass., sez. V, 9 settembre 2018, n. 27564) hanno cassato la sentenza emessa dalla Corte di appello di Roma che aveva diminuito la sanzione irrogata al sig. Ricucci a 5 milioni di euro e hanno rinviato il caso agli stessi giudici di appello affinché gli stessi potessero valutare se il cumulo sanzionatorio e procedimentale eccedesse quanto strettamente necessario a punire la condotta del sig. Ricucci.

<sup>340</sup> Vedi nota 248.

<sup>341</sup> “*Per quanto riguarda poi le conseguenze che il giudice nazionale deve trarre da un conflitto tra disposizioni del proprio diritto interno e diritti garantiti dalla Carta, secondo una costante giurisprudenza il giudice nazionale incaricato di applicare, nell'ambito della propria competenza, le norme di diritto dell'Unione ha l'obbligo di garantire la piena efficacia di tali norme, disapplicando all'occorrenza, di propria iniziativa, qualsiasi disposizione contrastante della legislazione nazionale, anche posteriore, senza doverne chiedere o attendere la previa rimozione in via legislativa o mediante qualsiasi altro procedimento costituzionale*” (CGUE, Grande sez., 26 febbraio 2013, C-617/10).

<sup>342</sup> CGUE, Grande sez., 20 marzo 2018, C-596/16 e C-597/16.

sigg. Di Puma e Zecca, nel 2008, avrebbero acquistato, in data 14 e 17 ottobre, 2375 azioni della Permasteelisa SpA facendo uso di informazioni privilegiate che il sig. Zecca aveva ottenuto attraverso il suo impiego presso la Deloitte Financial Advisory Services SpA. La decisione della CONSOB è stata contestata dai due interessati dinanzi alla Corte di appello di Milano la quale ha rigettato l'appello del sig. Di Puma e ha accolto quello del sig. Zecca. Il procedimento giunge in Cassazione attraverso i ricorsi promossi dalla CONSOB e dal sig. Di Puma, il primo contro la decisione della Corte di appello di Milano di accoglimento del gravame proposto dal sig. Zecca, il secondo contro la decisione che ha rigettato l'appello dello stesso Di Puma. Davanti ai giudici di legittimità, il sig. Di Puma ha fatto valere la sentenza definitiva di assoluzione, successiva al rigetto dell'appello, pronunciata dal Tribunale di Milano in relazione ai medesimi fatti per i quali aveva ricevuto una sanzione dalla CONSOB, in quanto il fatto costitutivo dell'infrazione era stato considerato non dimostrato oltre ogni ragionevole dubbio. Anche il sig. Zecca, resistente nel procedimento relativo all'impugnazione della CONSOB in Cassazione, si è avvalso di tale sentenza di assoluzione. Rilevata l'identità materiale dei fatti che hanno originato i due procedimenti, la Corte di Cassazione ha sottolineato che la sentenza di assoluzione del Tribunale di Milano possedeva l'autorità di cosa giudicata e, pertanto, ai sensi dell'art. 654<sup>343</sup> c.p.p., aveva efficacia di giudicato nel procedimento amministrativo vertente sui medesimi fatti. Tuttavia, gli stessi giudici di legittimità hanno manifestato la consapevolezza che le controversie in esame non potevano essere risolte sulla base della sola normativa nazionale, in considerazione del rango superiore al quale appartengono gli artt. 50 CDFUE e 4, Protocollo n. 7, CEDU e della matrice comunitaria dell'art. 14 della MAD I che imponeva agli Stati membri di reprimere gli abusi di mercato con sanzioni amministrative efficaci, proporzionate e dissuasive ma, al contempo, faceva salvo il diritto degli Stati membri a imporre sanzioni penali<sup>344</sup>. Pertanto, la Cassazione ha deciso di sospendere il giudizio e di chiedere alla Corte di Giustizia in via pregiudiziale: a) se l'art. 50 CDFUE vada interpretato nel senso che, anche in presenza di un accertamento

---

<sup>343</sup> Art. 654 c.p.p.: “*Nei confronti dell'imputato, della parte civile e del responsabile civile che si sia costituito o che sia intervenuto nel processo penale, la sentenza penale irrevocabile di condanna o di assoluzione pronunciata in seguito a dibattimento ha efficacia di giudicato nel giudizio civile o amministrativo, quando in questo si controverte intorno a un diritto o a un interesse legittimo il cui riconoscimento dipende dall'accertamento degli stessi fatti materiali che furono oggetto del giudizio penale, purché i fatti accertati siano stati ritenuti rilevanti ai fini della decisione penale e purché la legge civile non ponga limitazioni alla prova della posizione soggettiva controversa*”.

<sup>344</sup> In proposito, F. Consulich e C. Genoni, *cit.*, p. 6, sostengono che vi è “*da un lato, insomma, l'esigenza di garantire l'effettività, il primato e l'unità del diritto dell'Unione, dall'altro la necessità di scongiurare un conflitto tra sentenze, potenzialmente capace di minare l'autorità di cosa giudicata di cui è dotata la sentenza penale definitiva*”.

definitivo dell'insussistenza della condotta che ha integrato l'illecito penale, sia precluso l'avvio o il proseguimento di un procedimento amministrativo finalizzato all'irrogazione di sanzioni amministrative sostanzialmente penali per gli stessi fatti; b) se il giudice, nel valutare l'efficacia, la proporzionalità e la dissuasività delle sanzioni, ai fini del riscontro di una violazione del principio del *ne bis in idem* di cui all'art. 50 CDFUE, debba tener conto dei limiti di pena posti dalla MAD II.

La Corte di Giustizia ha evidenziato, in merito alla prima questione pregiudiziale, che il vero interrogativo che si poneva la Cassazione atteneva alla compatibilità dell'art. 654 c.p.p. con l'art. 14 della MAD I che, all'epoca dei fatti, era il provvedimento comunitario che regolava la materia degli abusi di mercato. Se, da una parte, l'art. 654 c.p.p. comporta che una sentenza penale definitiva di assoluzione dell'imputato abbia efficacia di giudicato nel procedimento amministrativo vertente sui medesimi fatti, dall'altra, l'art. 14 della MAD I imponeva il proseguimento di detto procedimento finalizzato all'irrogazione di sanzioni amministrative efficaci, proporzionate e dissuasive. Il giudice del rinvio, in sostanza, ha chiesto *“se l'art. 14, par. 1, della direttiva (UE) 6/2003, letto alla luce dell'art. 50 della Carta, vada interpretato nel senso che esso osta a una normativa nazionale in forza della quale un procedimento inteso all'irrogazione di una sanzione amministrativa pecuniaria non può essere proseguito a seguito di una sentenza penale definitiva di assoluzione che ha statuito che i fatti che possono costituire una violazione della normativa sugli abusi di informazioni privilegiate, sulla base dei quali era stato parimenti avviato tale procedimento, non erano provati”*. Il ragionamento sviluppato dai giudici di Lussemburgo ha riconosciuto che l'art. 14 della MAD I imponeva l'applicazione di sanzioni amministrative efficaci, proporzionate e dissuasive ma, allo stesso tempo, ha chiarito che tali sanzioni amministrative devono comunque essere giustificate da un accertamento della condotta illecita da parte dell'autorità nazionale competente<sup>345</sup>. E, di fatto, è stato così: la CONSOB, in seguito all'accertamento svolto, aveva ritenuto gli interessati responsabili dell'illecito di abuso di informazioni privilegiate. Tuttavia, nel caso di specie, i sigg. Di Puma e Zecca erano stati assolti con sentenza penale definitiva emessa dal Tribunale di Milano che aveva ritenuto i fatti non provati. A dar peso a questa decisione vi è la considerazione che tale

---

<sup>345</sup> *“Tuttavia, l'applicazione di sanzioni amministrative effettive, proporzionate e dissuasive, prevista dall'articolo 14, paragrafo 1, della direttiva 2003/6 nell'ipotesi di violazione del divieto di abusi di informazioni privilegiate, presuppone che le autorità nazionali competenti accertino fatti che dimostrino l'esistenza, nella fattispecie in esame, di un'operazione tale da giustificare l'irrogazione di una sanzione amministrativa”* (CGUE, Grande sez., 20 marzo 2018, C-596/16 e C-597/16).

pronuncia aveva concluso un procedimento che, a differenza di quello amministrativo, è subordinato al rispetto di numerose garanzie processuali e, al contempo, è stato condotto sulla base delle risultanze dell'accertamento svolto dalla CONSOB la quale, inoltre, ai sensi dell'art. 187-*decies* TUF, poteva costituirsi come parte civile nel procedimento penale. In breve, l'autorità giudiziaria aveva smentito l'autorità nazionale competente sulla base della medesima documentazione. La Corte di Giustizia, riconoscendo l'importanza che il principio dell'autorità della cosa giudicata riveste non solo nell'ordinamento italiano ma anche in quello comunitario, ha statuito che né il diritto dell'Unione europea né una qualsiasi disposizione della MAD I possono imporre la disapplicazione di una norma procedurale come l'art. 654 c.p.p. che difende tale principio.

Per avvalorare la tesi della compatibilità dell'art. 654 c.p.p. con l'art. 14 della MAD I, la Corte di Giustizia ha aggiunto che la tutela garantita dall'art. 50 CDFUE non si limita ai casi in cui l'imputato sia oggetto di una sentenza di condanna, ma si estende anche ai casi in cui lo stesso sia definitivamente assolto. In proposito, i giudici hanno riconosciuto che tale principio possa essere limitato ai sensi dell'art. 52 CDFUE e che, quindi, a determinate condizioni, possa essere celebrato un ulteriore procedimento a carico della medesima persona per il medesimo fatto. Il doppio binario sanzionatorio italiano in materia di abusi di mercato soddisfa alcune di queste condizioni: le due tipologie di sanzione, infatti, sono previste dalla legge, perseguono finalità di interesse generale, quali l'integrità del mercato e la fiducia degli investitori, e hanno funzioni distinte ma complementari. Tuttavia, nel caso di specie, il proseguimento del procedimento amministrativo a carico di soggetti assolti con sentenza penale definitiva per i medesimi fatti, secondo la Corte, avrebbe ecceduto "*manifestamente quanto necessario*" in quanto "*sprovvisto di qualsivoglia fondamento*" probatorio<sup>346</sup>. Per tali ragioni, la Corte ha concluso dichiarando che "*l'articolo 14, paragrafo 1, della direttiva 2003/6, letto alla luce dell'articolo 50 della Carta, va interpretato nel senso che esso non osta a una normativa nazionale in forza della quale un procedimento inteso all'irrogazione di una sanzione amministrativa pecuniaria di natura penale non può*

---

<sup>346</sup> In proposito, B. Nascimbene, *Note minime sulle tre recenti sentenze della Corte di giustizia dell'Unione europea in tema di ne bis in idem*, per Eurojus.it, 22 marzo 2018, p. 5, precisa che "*in questo caso la Corte di Giustizia, con riferimento più formale che sostanziale alla garanzia del ne bis in idem, ma sulla base in realtà di considerazioni legate alla ragionevole necessità di estendere l'autorità di cosa giudicata anche al procedimento sanzionatorio amministrativo, in presenza di fatti sostanzialmente identici e in considerazione del più accurato e garantito contraddittorio in sede processuale penale, ha statuito che l'assoluzione definitiva in sede penale debba ostare alla prosecuzione del corrispondente procedimento sanzionatorio amministrativo, ritenuto in questo caso "manifestamente" sproporzionato*".

*essere proseguito a seguito di una sentenza penale definitiva di assoluzione che ha statuito che i fatti che possono costituire una violazione della normativa sugli abusi di informazioni privilegiate, sulla base dei quali era stato parimenti avviato tale procedimento, non erano provati*".<sup>347</sup> Tenuto conto della soluzione data alla prima questione pregiudiziale, la Corte non ha ritenuto opportuno procedere alla soluzione della seconda.

L'analisi dei casi *Menci, Garlsson Real Estate, Di Puma e Zecca* conclude questa breve rassegna giurisprudenziale dalla quale si evince che il tema della compatibilità dei sistemi a doppio binario sanzionatorio con il principio del *ne bis in idem* è una delle questioni, concernenti garanzie processuali inderogabili, più aspramente dibattute negli ultimi anni a livello giurisprudenziale.

La panoramica giurisprudenziale appena delineata permette di evidenziare la centralità, nella questione in esame, del dialogo fra le Corti, ossia lo strumento che garantisce un'interpretazione omogenea dei diritti contenuti sia nella Convenzione sia nella Carta. Tale omogeneità è un obiettivo prefissato dall'art. 52, co. 3<sup>348</sup>, CDFUE e i casi finora esaminati hanno dimostrato come la Corte di Giustizia e la Corte EDU operino in considerazione l'una delle pronunce dell'altra: da una parte, le sentenze *Fransson* della Corte di Giustizia e *Grande Stevens e altri contro Italia* della Corte EDU esprimono un orientamento più rigoroso giustificato da una concezione processuale del *ne bis in idem*; dall'altra, i più recenti casi *A e B contro Norvegia* della Corte EDU e *Menci, Garlsson Real Estate, Di Puma e Zecca* della Corte di Giustizia segnalano, invece, un'inversione di marcia nell'esegesi dello stesso principio<sup>349</sup>. Questi ultimi casi, infatti, si

---

<sup>347</sup> In considerazione del risultato al quale è pervenuta la Corte di Giustizia, la Cassazione ha annullato la sentenza d'appello impugnata dalle parti e ha rinviato la causa agli stessi giudici di appello affinché gli stessi potessero constatare l'insussistenza delle condizioni per svolgere il procedimento in quanto solo nel caso di una sentenza di condanna emessa in sede penale la celebrazione di un procedimento amministrativo non è sempre preclusa ma, anzi, può verificarsi entro i limiti dettati dalla Corte EDU e dalla Corte di Giustizia; nel caso, invece, di una sentenza di assoluzione precedente alla decisione amministrativa "*la portata dell'art. 50 CDFUE non patisce alcuna limitazione ai sensi dell'art. 52 della stessa Carta e ciò consente il pieno dispiegarsi del divieto di perseguire in sede amministrativa fatti già giudicati in sede penale*" (Cass., sez. V, 6 dicembre 2018, n. 31632).

<sup>348</sup> Art. 52, co. 3, CDFUE: "*Laddove la presente Carta contenga diritti corrispondenti a quelli garantiti dalla Convenzione europea per la salvaguardia dei Diritti dell'Uomo e delle Libertà fondamentali, il significato e la portata degli stessi sono uguali a quelli conferiti dalla suddetta convenzione. La presente disposizione non preclude che il diritto dell'Unione conceda una protezione più estesa*".

<sup>349</sup> F. Consulich e C. Genoni, *cit.*, p. 8, le definiscono due versioni, una *maior* e l'altra *minor*, dello stesso principio; la versione *maior* contenuta in *Grande Stevens e altri contro Italia* ha lo scopo "*di vietare l'inizio di un nuovo procedimento quando è stata pronunciata una sentenza definitiva, ossia una decisione per la quale le parti hanno esaurito tutti i mezzi di impugnazione ordinari. Il principio non preclude, quindi, la contemporanea apertura e celebrazione di procedimenti paralleli per lo stesso fatto, bensì il fatto che uno dei procedimenti non venga interrotto nel momento in cui l'altro è divenuto definitivo. Se è pur vero che il riferimento dell'art. 4 del VII protocollo parla di punizione, alludendo quindi al versante sostanziale dell'applicazione di una pena, è altrettanto vero che lo sviluppo giurisprudenziale del principio ha preferenzialmente privilegiato il versante processuale, rendendo proprio per questo impossibile la conclusione di due giudizi per lo stesso fatto*". La versione *minor*, invece, il cui paradigma è contenuto in *A e B contro Norvegia* è un

caratterizzano per i ragionamenti dei giudici che, seppur con strutture argomentative diverse, sono giunti al medesimo risultato: un ridimensionamento della garanzia del *ne bis in idem* sulla base di valutazioni sostanziali. Sia nel caso *A e B contro Norvegia*, sia nei casi *Menci, Garlsson Real Estate, Di Puma e Zecca*, il ragionamento dei giudici ha comportato valutazioni sulla natura sostanzialmente penale di procedimenti formalmente amministrativi e sull'identità dei fatti materiali che hanno azionato il doppio binario sanzionatorio. E, fin qui, nulla di anomalo: basti pensare che, nel caso *Grande Stevens e altri contro Italia*, la sussistenza di entrambi gli elementi è stata ritenuta sufficiente per accertare la violazione del *ne bis in idem* convenzionale. Nel secondo filone di casi, invece, i giudici si sono spinti oltre: la Corte di Strasburgo, in *A e B contro Norvegia*, ha incluso, tra gli elementi da valutare per accertare una violazione del suddetto principio, il noto “*nesso sostanziale e temporale sufficientemente stretto*”. La sussistenza di una connessione sostanziale e temporale tra i due procedimenti, valutata dal giudice nazionale nella complementarità, nella proporzionalità, nella prevedibilità e nel livello di integrazione dei due binari sanzionatori, permette, infatti, di contemperare le esigenze di giustizia sostanziale dell'individuo con l'interesse dell'ordinamento ad una reazione sanzionatoria che persegua una duplice finalità e rende, quindi, ammissibile un sistema sanzionatorio come quello italiano in materia fiscale o di abusi di mercato<sup>350</sup>. I giudici di Lussemburgo, al fine di conformarsi all'orientamento espresso in *A e B contro Norvegia*<sup>351</sup>, hanno necessariamente dovuto

---

“*inevitabile ridimensionamento del principio, se è vero che secondo la Corte l'art. 4 prot. 7 CEDU non esclude che lo Stato possa legittimamente apprestare un sistema di risposte a condotte socialmente offensive che si articolano – nel quadro di un approccio unitario e coerente – attraverso procedimenti distinti, purché le risposte sanzionatorie così accumulate non comportino un sacrificio eccessivo per l'interessato*”.

<sup>350</sup> Il criterio della connessione sostanziale e temporale, da molti criticato in quanto vago e passibile di interpretazioni discrezionali, è stato applicato dai giudici di Strasburgo in un altro recentissimo caso, *Armansson contro Islanda* (Corte EDU, sez. II, 16 aprile 2019, ricorso n. 72098/14). I giudici, nel caso di specie, hanno dichiarato l'incompatibilità del sistema a doppio binario sanzionatorio islandese in materia tributaria con la garanzia contenuta all'art. 4, Protocollo n. 7, CEDU in quanto i due procedimenti sono stati celebrati indipendentemente uno dopo l'altro, di fronte ad autorità diverse e con una duplice attività di acquisizione probatoria. Il requisito della connessione temporale tra i due procedimenti, ignorato dai giudici comunitari, in tal caso, viene ritenuto di grande importanza dai giudici di Strasburgo dove la circostanza che i due procedimenti islandesi si siano svolti in contemporanea per pochi mesi, quando la loro durata complessiva è stata di quattro anni e dieci mesi, ha indirizzato la decisione della Corte EDU nel senso di una violazione del *ne bis in idem* convenzionale.

<sup>351</sup> Va evidenziato che tale allineamento della giurisprudenza della Corte di Giustizia a quella della Corte EDU è suggerito dall'art. 52, co. 3, CDFUE. Tuttavia, lo stesso articolo non fa divieto che i diritti della Carta garantiscano una protezione più estesa dei corrispondenti convenzionali: secondo l'Avvocato generale Campos Sanchez-Bordona, infatti, “*la giurisprudenza della Corte EDU può non essere presa in considerazione quando, in relazione a diritti della Carta di contenuto analogo a quelli della CEDU e dei suoi protocolli, l'interpretazione della Corte di Giustizia stabilisca un livello di tutela più elevato*”. In breve, l'orientamento dei giudici di Strasburgo stabilisce un livello minimo di tutela e “*la Corte di Giustizia potrebbe elaborare una propria interpretazione dell'articolo 50 della Carta, improntata alla continuità, divergente dalla linea giurisprudenziale rappresentata dalla sentenza della Corte EDU A e B contro Norvegia*” nella quale viene introdotto un criterio, quello della connessione sostanziale e temporale, foriero di incertezze (*Conclusioni dell'Avvocato generale M. Campos Sanchez Bordona*, 12 settembre 2017, C-524/16).

sottoporre la limitazione posta dal doppio binario sanzionatorio al principio del *ne bis in idem* al test di compatibilità *ex art. 52 CDFUE*<sup>352</sup>, un *test* che, nel caso *Menci*, ha acclarato il rispetto degli interessi comunitari e delle esigenze individuali di giustizia sostanziale da parte del doppio binario sanzionatorio italiano in materia tributaria sotto i profili della prevedibilità, della proporzionalità della sanzione complessiva e della complementarità degli scopi delle due tipologie di sanzione. Il suddetto *test* non ha avuto lo stesso esito nei casi *Garlsson Real Estate* e *Di Puma e Zecca*, in quanto il doppio binario sanzionatorio italiano in materia di abusi di mercato avrebbe potuto eccedere “quanto strettamente necessario” nel sanzionare i responsabili: in un caso, per l’inefficienza dell’art. 187-terdecies TUF nel garantire una sanzione complessiva proporzionale e, nell’altro, per l’insufficienza del materiale probatorio che ha portato all’assoluzione degli imputati in sede penale. In conclusione, la già menzionata evoluzione del *ne bis in idem*, da garanzia processuale inderogabile a garanzia della proporzionalità della reazione sanzionatoria che a certe condizioni legittima i doppi binari sanzionatori, sembra aver trovato favore anche a Lussemburgo, e ciò anche in ragione dell’interesse comunitario a godere dei benefici di normative deterrenti e repressive nei settori di competenza dell’Unione, come quello degli abusi di mercato<sup>353</sup>. Tuttavia, affidare al giudice del singolo caso una valutazione delicata come quella del “nesso sostanziale e temporale sufficientemente stretto” o quella sul rispetto dei requisiti dettati dall’art. 52 CDFUE potrebbe determinare “un evidente pregiudizio in termini, innanzi tutto, di prevedibilità della decisione giudiziaria e certezza del diritto, un vulnus ancor più macroscopico perché riguardante un diritto fondamentale, quale quello al *ne bis in idem*”<sup>354</sup>.

---

<sup>352</sup> A riguardo, B. Nascimbene, *Note minime sulle tre recenti sentenze della Corte di giustizia dell’Unione europea in tema di ne bis in idem*, cit., p. 3, evidenzia che è “diversa, e forse più fedele nel rispecchiare l’iter motivazionale dei giudici, l’impostazione formale seguita dalla Corte di Giustizia. Verificati i presupposti anzidetti – duplicazione di procedimenti sostanzialmente penali a danno della stessa persona per il medesimo fatto – la garanzia del *ne bis in idem* sarebbe integrata; tale garanzia esprimerebbe però, da un punto di vista dogmatico, non una regola ma un principio, come tale da bilanciare ai sensi dell’art. 52 della Carta. I criteri che nella giurisprudenza della Corte EDU servivano ad escludere la stessa integrazione della regola del *ne bis in idem*, sono dunque recuperati dalla Corte di Giustizia come elementi che consentono di giustificare la limitazione del principio del *ne bis in idem*”.

<sup>353</sup> In proposito, F. Consulich e C. Genoni, cit., p. 13, sostengono che “deve peraltro ammettersi che l’evoluzione interpretativa in tema di *ne bis in idem* che ha caratterizzato la giurisprudenza della Corte EDU sia stata prontamente colta dalla Corte di Giustizia anche perché funzionale alla tutela adeguata, proporzionata, ma soprattutto dissuasiva da sempre ricercata dalle istituzioni comunitarie per la tutela di propri interessi” tuttavia “il sostanziale allineamento tra Corti europee non ha prodotto un accrescimento del livello di garanzie in tema di *ne bis in idem*, bensì piuttosto la sua trasformazione da meccanismo di tutela processuale a congegno, non particolarmente stringente, volto a prevenire la manifesta sproporzione della risposta sanzionatoria”.

<sup>354</sup> Alessandra Galluccio, *La Grande Sezione della Corte di giustizia si pronuncia sulle attese questioni pregiudiziali in materia di ne bis in idem*, per *Diritto Penale Contemporaneo*, 21 marzo 2018.

## 4. Possibili rimedi

### 4.1 *De lege lata*

Alla luce delle considerazioni svolte in merito alla regolamentazione nazionale e comunitaria degli abusi di mercato e in seguito all'esame condotto sull'attuale stato del "diritto vivente", non rimane che contemplare i rimedi finora elaborati per risolvere la *vexata quaestio* della compatibilità del doppio binario sanzionatorio in materia di abusi di mercato con il principio del *ne bis in idem*. Tali rimedi sono ripartiti in due gruppi: il primo comprende soluzioni che si avvalgono di strumenti predisposti dall'ordinamento, il secondo comprende soluzioni che presuppongono una riforma della normativa in materia di abusi di mercato.

Tra i rimedi *de lege lata* sono state annoverate da una parte della dottrina<sup>355</sup> le vie della diretta applicazione degli artt. 50 CDFUE e dell'art. 4, Protocollo n. 7, CEDU. Una tale soluzione mira ad impedire la celebrazione di due procedimenti penali o sostanzialmente tali a carico della stessa persona e per il medesimo fatto arrestando il secondo in quanto lesivo del diritto sancito dai suddetti articoli. Entrambe le disposizioni, infatti, possono essere applicate dai giudici nazionali e godono di efficacia vincolante: la prima in quanto la Carta di Nizza fa parte del diritto primario dell'Unione europea e, in base all'art. 6 del Trattato di Lisbona, ha acquisito lo stesso valore giuridico dei Trattati<sup>356</sup>; la seconda in forza della legge 9 aprile 1990, n. 98<sup>357</sup> che ha ratificato il Protocollo n. 7 della CEDU e che contiene una clausola di piena e intera esecuzione del Protocollo stesso in modo tale da integrare la normativa interna con le disposizioni ivi contenute. Le controindicazioni di una soluzione simile sono, tuttavia, molteplici. Innanzi tutto, intraprendere una strada simile significa conferire all'autorità competente a decidere l'esito del procedimento penale o sostanzialmente tale avviato per secondo il potere di arrestare il procedimento che le si svolge dinanzi: un potere disperso tra autorità giudiziarie e di settore che potrebbe essere oggetto di un uso discrezionale con evidente

---

<sup>355</sup> F. Viganò, *Ne bis in idem e contrasto agli abusi di mercato: una sfida per il legislatore e i giudici italiani*, cit., p. 194.

<sup>356</sup> Con riferimento all'art. 50 CDFUE va menzionata una pronuncia della Cassazione nella quale i giudici di legittimità sostengono la diretta applicabilità da parte dei giudici nazionali della suddetta norma: "è con la Carta dei diritti fondamentali dell'Unione europea (c.d. Carta di Nizza) che, per effetto del Trattato di Lisbona ha assunto lo stesso valore giuridico dei Trattati istitutivi dell'Unione, che il principio del *ne bis in idem* si consolida ulteriormente nella sua dimensione europea e viene configurato come un vero e proprio diritto a tutela dell'imputato. [...] Il suo inserimento nella Carta di Nizza, tra i diritti fondamentali dell'Unione europea, può assicurarli il valore di principio generale nell'ambito del diritto europeo dell'Unione, ponendosi per i giudici nazionali come norma vincolante e funzionale alla realizzazione di uno spazio giudiziario europeo in cui venga ridotto il rischio di conflitti di competenza" (Cass., sez. VI, 15 novembre 2016, dep. 21 dicembre 2016, n. 54467). Come ha chiarito la Corte di Lussemburgo nel caso *Fransson*, condizione determinante affinché il *ne bis in idem* comunitario possa essere invocato davanti ai giudici è che la controversia ricada nell'ambito di esecuzione del diritto dell'Unione europea: una controversia in materia di abusi di mercato soddisfa tale condizione. Vedi nota 250.

<sup>357</sup> Pubblicata in G.U. Serie Generale n. 100 del 2 maggio 1990.

pregiudizio dei principi di certezza del diritto e di obbligatorietà dell'azione penale. La soluzione in commento, inoltre, presuppone un'interpretazione del *ne bis in idem*, da parte della Corte di Giustizia e della Corte EDU, tale da garantire l'assoluto divieto di avviare un ulteriore procedimento penale o sostanzialmente tale sui medesimi fatti già oggetto di un altro procedimento e ciò in quanto i diritti della Carta e della Convenzione devono essere applicati conformemente all'orientamento ermeneutico espresso dalle due Corti. Come evidenziato nel precedente paragrafo, invece, le due Corti nelle ultime sentenze hanno privilegiato una versione sostanziale di *ne bis in idem*, ammettendo a certe condizioni la celebrazione di due procedimenti e rendendo così impraticabile la diretta applicazione degli artt. 50 CDFUE e 4, Protocollo n. 7, CEDU finalizzata ad arrestare il secondo, a meno che il doppio binario sanzionatorio non rispetti le menzionate condizioni. Infatti, qualora il cumulo procedimentale e sanzionatorio non rispettasse il criterio della connessione sostanziale e temporale o il *test* di compatibilità *ex art.* 52 CDFUE, sarebbe, a quel punto, possibile per l'autorità decidente applicare direttamente gli artt. 50 CDFUE o 4, Protocollo n. 7, CEDU e arrestare il procedimento avviato per secondo. L'efficacia di una soluzione simile, tuttavia, resterebbe comunque limitata al caso di specie.

Un rimedio di sistema previsto dal nostro ordinamento per temperare la gravosità del doppio binario sanzionatorio in materia di abusi di mercato è l'art. 187-*terdecies* TUF che persegue lo scopo di una sanzione complessiva proporzionata all'illecito consumato. La norma, tuttavia, agisce esclusivamente sul momento sanzionatorio della reazione dell'ordinamento alla condotta illecita, rimanendo indifferente all'apertura di due distinti procedimenti per la medesima condotta. Per tale ragione, nella sentenza della Corte EDU sul caso *Grande Stevens e altri contro Italia*, nella quale i giudici hanno privilegiato una versione processuale del *ne bis in idem*, la disposizione non è stata ritenuta sufficiente a garantire un livello di protezione tale da impedire la violazione dell'art. 4, Protocollo n. 7, CEDU, concretizzatasi con l'apertura di due distinti procedimenti per la medesima condotta<sup>358</sup>. A ciò si aggiunga che, nonostante il *revirement* della Corte EDU nella sentenza *A e B contro Norvegia* che ha indirizzato anche la Corte di Giustizia verso valutazioni di carattere sostanziale come quelle in merito alla proporzionalità del carico sanzionatorio complessivo, l'art. 187-*terdecies* TUF non ha riscosso grande successo neanche a Lussemburgo<sup>359</sup>: in *Garlsson Real*

---

<sup>358</sup> Vedi nota 276.

<sup>359</sup> Vedi nota 217.

*Estate*, infatti, la Corte di Giustizia ha rilevato che la norma “*non garantisce che la severità dell’insieme delle sanzioni inflitte sia limitata a quanto strettamente necessario*” in quanto, fino al 2018, l’ambito di applicazione della disposizione era limitato al cumulo di sanzioni pecuniarie: in sostanza, l’irrogazione di una pena detentiva avrebbe precluso l’utilizzo dello strumento di cui all’art. 187-*terdecies* TUF. Forse, oggi, a seguito della riforma operata dal decreto legislativo n. 107/2018 e del conseguente ampliamento dello spazio di operatività dell’art. 187-*terdecies* TUF, la disposizione sarebbe valutata diversamente e potrebbe contribuire, con l’art. 187-*decies* TUF, all’esito positivo di un eventuale *Nilsson test*; tuttavia, rimane fuor di dubbio che lo strumento contenuto all’art. 187-*terdecies* TUF possa garantire il rispetto del solo *ne bis in idem* sostanziale: il sistema italiano a doppio binario sanzionatorio in materia di abusi di mercato, infatti, rimane “*del tutto indifferente alla dimensione processuale del ne bis in idem*”<sup>360</sup> non essendo previsto alcun modo per evitare la celebrazione di due procedimenti a carico della stessa persona per i medesimi fatti materiali.

Se, tuttavia, si rammentano le parole dei giudici di Strasburgo nella sentenza *Zolotukhin contro Russia* del 2009 (“*la Convenzione deve essere interpretata e applicata in modo da rendere i diritti in essa sanciti pratici ed efficaci, non teorici e illusori*”) ci si avvede di come una soluzione ideale debba, in realtà, contemperare l’interesse dell’ordinamento ad una repressione più efficace e l’interesse dell’individuo a subire un unico procedimento per l’illecito commesso. Interpretare e applicare i diritti convenzionali, come il *ne bis in idem*, in modo da renderli “*pratici ed efficaci*” significa garantire che alla commissione di un illecito corrisponda un’unica reazione da parte dell’ordinamento e non due reazioni distinte, per quanto integrate possano essere fra loro: il divieto di un doppio giudizio, secondo l’orientamento espresso nella suddetta sentenza, è da intendersi come una “*garanzia contro nuove azioni penali o contro il rischio di tali azioni*”. Il criterio della connessione sostanziale e temporale, alla luce delle parole della Corte EDU nel caso *Zolotukhin contro Russia*, appare quasi un espediente per spostare l’ago della bilancia dalla parte dell’interesse degli ordinamenti nazionali e sovranazionali ad una repressione più severa con evidente pregiudizio dell’interesse dell’individuo ad una interpretazione letterale ed efficace dei suoi diritti convenzionali che si traduca nello svolgimento di un unico procedimento. Le soluzioni che

---

<sup>360</sup> F. Mucciarelli, *Gli abusi di mercato riformati e le persistenti criticità di una tormentata disciplina*, per *Diritto Penale Contemporaneo*, 10 ottobre 2018, p. 21.

contemperano questi due interessi, tuttavia, esistono ma implicano consistenti modifiche normative.

#### 4.2 *De lege ferenda*

Le soluzioni *de lege ferenda* alla questione della compatibilità tra doppi binari sanzionatori e *ne bis in idem* sono le più affascinanti in quanto sono sicuramente le più ambiziose: si prefiggono lo scopo di tutelare sia l'interesse degli ordinamenti nazionali e sovranazionali ad una repressione più severa sia l'interesse dell'individuo a sopportare un unico procedimento per l'illecito commesso garantendo, in tal modo, il livello di tutela più elevato che il principio del *ne bis in idem* possa assicurare. Le soluzioni *de lege lata* di cui si è fatto menzione, infatti, sono ancorate ad un'elaborazione in chiave sostanziale del *ne bis in idem* e, pertanto, conferiscono una tutela indubbiamente inferiore.

La prima soluzione che implica una riforma del sistema a doppio binario sanzionatorio è, curiosamente, suggerita da un provvedimento normativo: il MAR, all'art. 30, par. 1, infatti, concede agli Stati membri la possibilità di non stabilire norme che impongano sanzioni amministrative per violazioni della disciplina in materia di abusi di mercato che sono già soggette a sanzioni penali entro il 3 luglio 2016, ossia il termine biennale di trasposizione della Direttiva negli ordinamenti interni<sup>361</sup>. La norma in commento evidenzia il totale rovesciamento della “gerarchia sanzionatoria” che era stata delineata dalla MAD I: con quest'ultima Direttiva, infatti, agli Stati membri è stato imposto di prevedere sanzioni amministrative nei confronti dei responsabili degli abusi di mercato ed è stata lasciata libera scelta, invece, in merito all'adozione di sanzioni penali nei confronti delle stesse condotte; con la riforma del 2014, apportata dal MAR e dalla MAD II, le istituzioni europee hanno imposto l'impiego di sanzioni penali per punire gli abusi di mercato e hanno disposto sanzioni amministrative che gli Stati membri hanno potuto decidere di non applicare alle medesime condotte, a patto che le stesse fossero sanzionabili penalmente entro il 3 luglio 2016. La logica di una soluzione simile risiede nella consapevolezza, da parte delle istituzioni eurounitarie, di frizioni tra il

---

<sup>361</sup> In proposito, F. Viganò, *Ne bis in idem e contrasto agli abusi di mercato: una sfida per il legislatore e i giudici italiani*, cit., p. 200, commenta sostenendo che “l'impressione - inutile nascondere - è che il legislatore dell'Unione abbia per lungo tempo, anche nella fase di preparazione della Direttiva MAD II e del regolamento MAR, sottovalutato i profili di frizione con il *ne bis in idem* cui si sarebbe esposto un meccanismo chiaramente strutturato attorno a un doppio binario procedurale e sanzionatorio, plasticamente espresso dalla scelta di disciplinare ciascuno dei due binari in due distinti e paralleli strumenti normativi; e che poi lo stesso legislatore europeo, di fronte ai venti di guerra provenienti da Strasburgo, abbia tentato di porre rimedio, rimettendo agli Stati membri la possibilità... di non applicare affatto l'articolato sistema di sanzioni amministrative pure dettagliatamente disciplinate nel regolamento n. 596”.

sistema delineato dal MAR e dalla MAD II e il principio del *ne bis in idem*; infatti, mettere in pratica detta soluzione (alla quale, come già detto al cap. II, par. 2.2, hanno aderito pochi Stati membri: Danimarca, Finlandia, Germania, Irlanda e Polonia) garantirebbe l'unicità della reazione sanzionatoria nei confronti del responsabile di un abuso di mercato senza, tuttavia, dover rinunciare alla funzione deterrente e repressiva assicurata dalle sanzioni penali. Al contempo, però, il ruolo della CONSOB risulterebbe eccessivamente ridimensionato<sup>362</sup>: pur continuando a svolgere l'attività di vigilanza sui mercati e a cooperare con l'autorità giudiziaria, l'autorità di settore verrebbe privata del potere di giudicare autonomamente condotte di abuso di mercato e del potere di irrogare le sanzioni previste dal MAR, con chiare ripercussioni sull'immediatezza della reazione sanzionatoria. L'impiego esclusivo di sanzioni penali, infatti, garantirebbe di sicuro una normativa stigmatizzante e deterrente ma, al tempo stesso, l'irrogazione della pena sarebbe notevolmente più lenta rispetto a quella di una sanzione amministrativa: infatti, la macchinosità del procedimento penale, opposta alla speditezza del procedimento amministrativo, non è una novità.

Tra le numerose proposte *de lege ferenda* vi è stata quella della depenalizzazione degli abusi di mercato, tuttavia non si vede come una soluzione simile possa tutelare l'interesse degli ordinamenti nazionali e sovranazionali ad una repressione severa e dissuasiva quando questa è garantita, in maggior misura, proprio dalle sanzioni penali: una soluzione come questa “*si presta a censure di tipo politico, potendo essere letta come un arretramento dello Stato nel contrasto ai fenomeni di market abuse*”<sup>363</sup> nonché un atto in contrasto con il diritto dell'Unione, e in particolare con la MAD II. Un'ulteriore soluzione ipotizzata è stata l'introduzione di un doppio binario sanzionatorio alternativo e non cumulativo come quello ora vigente. In un sistema del genere, la previsione di entrambe le tipologie di sanzione contribuirebbe a tutelare l'interesse degli ordinamenti a una repressione severa e dissuasiva; al contempo, però, la sanzione effettivamente irrogata sarebbe solo una in quanto sarebbe solo uno il procedimento che perviene alla decisione definitiva. La fragilità di questa proposta sta nel criterio con cui scegliere quale procedimento dovrebbe proseguire e quale, invece,

---

<sup>362</sup> C. Deodato, *cit.*, p. 31, a riguardo, evidenzia che “*l'eliminazione delle sanzioni amministrative, d'altro canto, pur rispondendo a una precisa opzione riservata agli Stati membri, priverebbe l'Autorità di vigilanza sui mercati finanziari di una competenza essenziale nella sorveglianza sulla correttezza e sull'integrità delle negoziazioni e degli scambi e impedirebbe all'Istituzione più capace di leggere e di accertare le condotte di manipolazione del mercato e di insider trading di esercitare in maniera efficace la propria expertise, con ciò riducendo l'effettività della risposta sanzionatoria alle condotte abusive*”.

<sup>363</sup> C. Deodato, *cit.*, p. 31.

dovrebbe arrestarsi: un intrigante suggerimento prevede l'avvio di entrambi i procedimenti e l'arresto di uno dei due quando l'altro giunge per primo a conclusione. Tale opzione, tuttavia, si rivela lesiva di alcuni principi fondamentali del nostro ordinamento: interrompere un procedimento penale, indubbiamente più lento di quello amministrativo e, quindi, più soggetto ad interruzioni, pregiudicherebbe il principio di obbligatorietà dell'azione penale la quale una volta esperita deve essere portata a termine. Inoltre, si immaginino due fattispecie di manipolazione del mercato consumatesi con le medesime condotte: in un caso, il responsabile potrebbe essere sanzionato con una sanzione amministrativa; nell'altro, potrebbe essere sanzionato con una pena detentiva. La lesione del principio di uguaglianza è lampante e non può essere di certo giustificata da fattori estremamente casuali come la celerità di un procedimento<sup>364</sup>.

La soluzione indubbiamente più affascinante ma, al tempo stesso, più complicata da eseguire prevede la distinzione delle condotte sanzionabili penalmente da quelle sanzionabili amministrativamente, una soluzione suggerita dalla MAD II nei *considerando* 10, 11, 12 e 23. Una modifica normativa di tale portata garantirebbe la tutela dell'interesse degli ordinamenti a una repressione severa e dissuasiva, assicurata dalla previsione sia di sanzioni penali sia di sanzioni amministrative, ma anche la tutela dell'interesse dell'individuo a vedersi irrogata una sanzione adeguata e proporzionata all'illecito commesso in unico procedimento<sup>365</sup>. La distinzione delle fattispecie, infatti, è un rimedio che agisce sull'elemento dell'*idem factum*: l'isolamento di un insieme di fattispecie di abusi di mercato nell'area del penalmente rilevante e l'inclusione delle rimanenti fattispecie nell'area dell'amministrativamente rilevante, infatti, impedisce che una singola condotta sia punita con l'irrogazione di entrambe le tipologie di sanzione e, di conseguenza, che il responsabile sopporti entrambi i procedimenti. In

---

<sup>364</sup> Sul tema, F. Viganò, *Ne bis in idem e contrasto agli abusi di mercato: una sfida per il legislatore e i giudici italiani*, cit., p. 197: “Il risultato, oltre che inutilmente dispendioso (in termini economici e di sofferenza emotiva) per il futuro destinatario delle sanzioni, è diseconomico per l'intero ordinamento, che è costretto ad affrontare i costi legati a un doppio procedimento, quando si sa in partenza che solo uno sarà destinato a concludersi, secondo la curiosa logica del ‘chi arriva primo vince’. Una logica, d'altra parte, che nella normalità delle ipotesi – se non proprio sempre – condurrà di regola all'impossibilità di sanzionare penalmente l'autore di fatti di abuso di mercato, data la normale maggiore complessità e lunghezza del procedimento penale rispetto a quello sanzionatorio della CONSOB e dei relativi procedimenti di opposizione avanti alla corte d'appello e alla Cassazione: risultato, quest'ultimo, in frontale contrasto con l'obbligo, discendente ora dalla direttiva 2014/57/UE, di assicurare l'applicazione di sanzioni penali effettive, proporzionate e dissuasive nei confronti degli autori dei fatti più gravi in questa materia”.

<sup>365</sup> A riguardo, C. Deodato, cit., p. 32, precisa che il ritaglio delle fattispecie deve essere “chiaro e scevro da profili di incertezza, la perimetrazione delle fattispecie punite (solo) penalmente e di quelle sanzionate (solo) in via amministrativa permette di mantenere integro il presidio severo di prevenzione e di repressione degli abusi di mercato, ma, al contempo, di scongiurare il rischio, paventato anche dal legislatore europeo (che, tuttavia, ha contribuito a generalo), di un apparato sanzionatorio violativo del *ne bis in idem*”.

sostanza, vi è una separazione dei cerchi concentrici che disegnano gli ambiti di applicabilità della norma penale e di quella amministrativa.

La soluzione in esame è stata suggerita invano anche dal nostro legislatore nella legge delega n. 114/2015 finalizzata al recepimento del MAR e della MAD II che, all'art. 11, lettera *m*), incaricava il Governo di evitare il cumulo procedimentale e sanzionatorio attraverso la distinzione delle fattispecie o attraverso previsioni che consentissero l'applicazione della sola sanzione più grave ovvero che imponessero all'autorità giudiziaria o alla CONSOB di tenere conto, al momento dell'irrogazione delle sanzioni di propria competenza, delle misure punitive già irrogate. Alla suddetta legge delega non è stata data esecuzione per scadenza dei termini: per tale ragione, il Governo ha recepito, con il decreto legislativo n. 107/2018, la delega successiva contenuta nella legge n. 163/2017 che, all'art. 8, per evitare violazioni del *ne bis in idem*, ha imposto esclusivamente la modifica dell'art. 187-*terdecies* e del suo campo applicativo senza menzionare alcuna opera di distinzione delle fattispecie penali da quelle amministrative, forse anche a causa degli intervenuti mutamenti negli orientamenti giurisprudenziali.

In ogni caso, per comprendere come dare esecuzione alla soluzione in commento, sembra utile volgere l'attenzione, alla legge delega n. 114/2015 che, all'art. 11, lettere *i*) e *l*), dettava i criteri da seguire per distinguere le fattispecie penali da quelle amministrative<sup>366</sup>: conformandosi all'intento comunitario, il legislatore aveva imposto l'irrogazione di sanzioni penali nei confronti di condotte gravi e dolose di abuso di mercato; le sanzioni amministrative, invece, erano destinate ad essere inflitte nei casi residuali caratterizzati da una minor pericolosità e, quindi, da una minor necessità di repressione. Se, da una parte, è agevole distinguere i casi dolosi da quelli colposi, dall'altra, rimane ancora criptico il significato della locuzione "casi gravi": i *considerando* 11 e 12 della MAD II hanno tentato di chiarire la portata di questa espressione senza ottenere risultati soddisfacenti, ricollegando la gravità di una condotta di abuso di informazioni privilegiate o di manipolazione del mercato e, quindi, la sua rilevanza penale, al suo impatto sull'integrità del mercato, al profitto effettivo o potenziale ritratto dal responsabile, alla misura del danno cagionato al mercato, al valore complessivo degli strumenti finanziari scambiati (nei casi di *insider trading*) o all'alterazione del valore di uno strumento finanziario (nei casi di manipolazione del mercato). La lettera *l*) prevedeva, inoltre, che l'individuazione dei casi gravi dovesse

---

<sup>366</sup> In commento, M. Scoletta, *cit.*, p. 86, afferma che "si tratta, però, come vedremo, di una criteriologia talmente eterogenea e approssimativa da risultare comunque inadeguata a segnare una linea di demarcazione netta (e ragionevolmente utilizzabile in sede procedimentale) tra illecito penale e illecito amministrativo".

avvenire anche sulla base di criteri come la qualificazione soggettiva dei responsabili: sarebbero da considerarsi gravi, pertanto, le condotte abusive realizzate da esponenti degli stessi emittenti ovvero esponenti di autorità di vigilanza o del Governo, ovvero persone coinvolte in organizzazioni criminali o chi abbia già commesso in passato lo stesso tipo di illecito.

Appurata l'inadeguatezza dell'utilizzo di criteri soggettivi per tracciare la linea di confine tra l'area del penalmente rilevante e quella dell'amministrativamente rilevante<sup>367</sup>, va preso atto, tuttavia, anche dell'insufficienza dei criteri suggeriti dalla MAD II, nei *considerando* 11 e 12, per operare una *actio finium regundorum* delle fattispecie. Pur ammettendo che la gravità di una condotta illecita è valutabile considerando la profondità della lesione procurata al bene tutelato, va constatato che l'impatto sull'integrità del mercato è un indice variabile a seconda del mercato sul quale viene a consumarsi la condotta; risulta, inoltre, complicato tradurre una formula eterea come questa in termini precisi e concreti che possano aiutare ad individuare una condotta grave di abuso di mercato. Lo stesso va rilevato con riferimento al parametro, molto simile al precedente, della misura del danno cagionato al mercato: anche qui siamo davanti a un criterio evanescente e difficilmente riconducibile a un effettivo elemento di valutazione, a maggior ragione se si tengono in considerazione le diverse tipologie di pregiudizio che gli abusi di mercato possono recare al mercato. L'unico criterio passibile di una valutazione concreta è quello del profitto ritratto: in tal caso, i legislatori potrebbero introdurre una soglia numerica oltre la quale si potrebbe ritenere la condotta penalmente rilevante. Tuttavia, la valutazione di parametri come il profitto ritratto, il danno cagionato al mercato e l'impatto sull'integrità del mercato, per distinguere le fattispecie, appare inopportuna dal momento che si tratta di indici orientati alla valorizzazione delle conseguenze oggettive delle condotte di abuso di informazioni privilegiate e manipolazione del mercato le cui fattispecie, invece, sono state costruite sullo schema dei reati di mero pericolo: i suddetti elementi non sono richiesti ai fini della consumazione degli illeciti in esame e, pertanto, non sembra corretto ancorare la

---

<sup>367</sup> In tal senso, F. Viganò, *Ne bis in idem e contrasto agli abusi di mercato: una sfida per il legislatore e i giudici italiani*, cit., p. 201: “I criteri attinenti alla qualificazione soggettiva dei trasgressori indicati dalla legge delega italiana appaiono *ictu oculi* insufficienti a garantire il rispetto degli obblighi di incriminazione europea, e comunque stravaganti rispetto alla logica della *market manipulation* così come intesa secondo gli standard internazionali, cui la stessa direttiva si conforma. Perché mai, ad es., dovrebbe essere considerata reato soltanto la manipolazione effettuata attraverso la vendita o l'acquisto di azioni della stessa società di cui il trasgressore è esponente aziendale? E perché mai si dovrebbe, al di fuori di questa prima ipotesi, confinare l'operatività della sanzione penale al caso in cui a commettere il fatto sia un “esponente di autorità di vigilanza o di governo” ovvero – l'accostamento è curioso – una “persona coinvolta in organizzazioni criminali”, o ancora una “persona che abbia già commesso in passato lo stesso tipo di illecito di abuso di mercato?”.

rilevanza penale di una condotta ad elementi estranei a quelli costitutivi<sup>368</sup>. Tali elementi possono essere utili, piuttosto, in fase di commisurazione della pena.

Tra gli indici discretivi menzionati dai *considerando* 11 e 12 della MAD II vi sono, poi, il valore degli strumenti finanziari scambiati (nei casi di *insider trading*) e l'alterazione del valore degli strumenti finanziari (nei casi di manipolazione del mercato). Nel primo caso, si tratta di un indice estremamente concreto e, pertanto, potrebbero essere introdotte, anche in questo caso, soglie numeriche che segnalino il confine tra l'area del penalmente rilevante e quella dell'amministrativamente rilevante; tuttavia, un parametro del genere sarebbe utile solo nella valutazione delle condotte di abuso di informazioni privilegiate in quanto il *tipping*, ad esempio, prescinde dal compimento di operazioni di mercato. L'indice dell'alterazione del valore degli strumenti finanziari è, anch'esso, un indice numerico e, pertanto, valutabile attraverso l'introduzione di soglie percentuali. Anche in questo caso, tuttavia, non mancano ostacoli applicativi: l'alterazione del valore di uno strumento finanziario, infatti, dipende strettamente dalla sensibilità con cui oscilla il valore di detto strumento<sup>369</sup>. Una stessa condotta manipolativa può provocare una considerevole alterazione del valore di uno strumento finanziario e una lieve alterazione del valore di un altro strumento finanziario: fondare una valutazione in merito alla natura penale o amministrativa di una condotta su un parametro del genere appare iniquo e potrebbe rivelarsi lesivo del principio di uguaglianza; a ciò si aggiunga che anche l'alterazione del valore di uno strumento finanziario è un elemento che esula da quelli costitutivi della fattispecie di

---

<sup>368</sup> Sul tema, F. Viganò, *Ne bis in idem e contrasto agli abusi di mercato: una sfida per il legislatore e i giudici italiani*, cit., p. 201, si esprime affermando che “*al fine di discernere tra fatti “gravi” (penalmente rilevanti) e “meno gravi” (sanzionabili in via amministrativa), non sarebbe in effetti possibile ricorrere a criteri come l’entità dell’oscillazione del prezzo degli strumenti finanziari causata dalla condotta, dal momento che il delitto di manipolazione del mercato è costruito – almeno nel sistema italiano vigente – come reato di pericolo, in cui l’effettiva modificazione del prezzo degli strumenti non è richiesta ai fini della consumazione. [...] Né potrebbero qui soccorrere ulteriori pensabili criteri, quale la quantità degli strumenti oggetto di negoziazione da parte del trasgressore (che sarebbe evidentemente inapplicabile all’ipotesi della manipolazione ‘informativa’), o l’entità del profitto o del vantaggio conseguito dal trasgressore (che è elemento estraneo alla fattispecie criminosa attuale, e la cui eventuale introduzione nella norma incriminatrice porrebbe probabilmente insormontabili difficoltà di prova alla pubblica accusa)*”.

<sup>369</sup> In proposito, F. Mucciarelli, *La nuova disciplina euorunitaria sul market abuse: tra obblighi di criminalizzazione e ne bis in idem*, cit., pp. 321-322, esemplifica facendo riferimento all’ipotesi “*di un titolo, il cui apprezzamento è relativamente stabile con oscillazioni modeste in archi temporali consistenti, rispetto al quale una variazione anche di pochi punti percentuali ben può essere considerata come significativa; ovvero al caso diverso, di uno strumento finanziario il cui valore è – per dir così – fisiologicamente soggetto a oscillazioni notevoli, rispetto al quale invece una variazione dello stesso indice percentuale di cui all’ipotesi precedente, ben difficilmente potrebbe dirsi sensibile: in entrambe le evenienze immaginate, tutt’altro che infrequenti, un limite rigidamente prefissato potrebbe non essere affatto espressivo del carattere sensibile dell’influenza*”.

manipolazione del mercato costruita come reato di pericolo e, pertanto, non sarebbe da tenere in considerazione nell'opera di distinzione in commento<sup>370</sup>.

Infine, non sembra percorribile neanche la via dell'*extrema ratio*, ossia della rinuncia ad una definizione dei confini che separano la fattispecie penale da quella amministrativa con un correlato rinvio dell'*actio finium regundorum* al giudice che, caso per caso, dovrebbe individuare discrezionalmente le condotte che hanno rilevanza penale e quelle che hanno rilevanza amministrativa: un siffatto sistema violerebbe uno dei principi cardine del diritto penale, quello della tassatività della fattispecie la cui portata è riassumibile dal brocardo *nullum crimen sine lege*.

---

<sup>370</sup> A sostegno dell'inutilizzabilità del criterio dell'alterazione del valore degli strumenti finanziari, F. Viganò, *Ne bis in idem e contrasto agli abusi di mercato: una sfida per il legislatore e i giudici italiani*, cit., p. 201, argomenta segnalando che "una condotta manipolativa ben potrebbe mirare, proprio all'opposto, a mantenere artificialmente inalterato il prezzo degli strumenti medesimi, in situazioni in cui essi dovrebbero normalmente spostarsi verso l'alto o verso il basso". A ciò, tuttavia, si potrebbe rispondere che proprio come è misurabile l'alterazione del valore di strumenti finanziari, allo stesso modo dovrebbe poter essere misurabile l'"intensità" del mantenimento artificiale del valore di strumenti finanziari al medesimo prezzo: in sostanza, si potrebbe misurare, basandosi sulle fluttuazioni recenti, l'oscillazione che il prezzo di uno strumento finanziario avrebbe avuto a seguito della diffusione di un'informazione *price sensitive* e che, invece, non ha avuto a causa della condotta manipolativa. Più rilevante sarebbe stata la fluttuazione di prezzo, più intensa è stata la condotta manipolativa che ha mantenuto stabile il prezzo.

## Conclusioni

Il presente elaborato ha delineato una panoramica sull'intricata, e tutt'ora irrisolta, questione della compatibilità del doppio binario sanzionatorio in materia di abusi di mercato con il principio del *ne bis in idem*.

Al termine della presente dissertazione, si ha la percezione di un quadro normativo nazionale non esattamente conforme a quelle che sono le indicazioni comunitarie. La riforma apportata dal MAR e dalla MAD II si era prefissata l'obiettivo di una riorganizzazione della disciplina eurounitaria in materia di abusi di mercato la cui impellente necessità è stata avvertita soprattutto a seguito della Grande Recessione del 2007-08: la crisi economica aveva messo a dura prova i sistemi di vigilanza finanziaria e una ristrutturazione dell'impianto normativo era, ormai, indispensabile. La disciplina contenuta nella MAD I, infatti, non aveva contribuito, come avrebbe dovuto, ad un'armonizzazione delle singole discipline nazionali le quali continuavano a manifestare evidenti profili di divergenza sul piano della tipizzazione delle condotte illecite, sul piano sanzionatorio e su quello dell'*enforcement*. La riforma del 2014 ha perseguito lo scopo di sanare queste difformità e di uniformare le discipline nazionali di settore, in particolare attraverso il MAR, la cui natura regolamentare ha conferito alle disposizioni ivi contenute il beneficio della diretta applicabilità in tutti gli Stati membri. La MAD II, al contempo, ha imposto agli Stati membri la predisposizione di sanzioni penali a carico dei responsabili di abusi di mercato, segnalando uno standard minimo di reazione penale avverso le medesime condotte sanzionate in via amministrativa dal MAR: tuttavia, la natura di "provvedimento minimo" della Direttiva non ha certo favorito, almeno in materia penale, la tanto auspicata armonizzazione. A ciò si aggiunga che l'impiego da parte delle istituzioni eurounitarie dello strumento penale, che costituiva l'ultima frontiera delle competenze attribuite all'Unione europea dal Trattato di Lisbona, ha lasciato contrariati molti Stati membri che rivendicano, tutt'oggi, il loro diritto di scegliere autonomamente le condotte da criminalizzare. Forse, proprio queste considerazioni hanno spinto il Governo a non recepire la MAD II e a giustificarsi sostenendo che il TUF fosse già conforme alle disposizioni contenute nella Direttiva: infatti, la delega contenuta nella legge n. 114/2015, che illustrava i principi e criteri direttivi per l'esecuzione di entrambi i provvedimenti, non è stata esercitata per scadenza dei termini; mentre è stata esercitata, con il decreto legislativo n. 107/2018, la successiva delega, contenuta nella legge n. 163/2017, che ha conferito al Governo l'incarico di

adeguare la normativa nazionale al solo MAR senza fare riferimento alcuno alla MAD II i cui termini per il recepimento erano ormai scaduti da tempo. Pur essendo già previste dal nostro ordinamento fattispecie penali di abuso di informazioni privilegiate e di manipolazione del mercato, il mancato adeguamento della normativa nazionale alle disposizioni della MAD II ha dato origine non solo ad una procedura di infrazione nei confronti dell'Italia ma anche ad alcune frizioni tra la disciplina nazionale, quella europea e il principio del *ne bis in idem*. Si fa riferimento, ad esempio, alla mancata inclusione dell'*insider* secondario tra i soggetti attivi del reato di cui all'art. 184 TUF (inclusione che dovrebbe avvenire con l'approvazione della Legge europea 2019-2020), alla mancata previsione di autonome fattispecie dell'illecito di comunicazione di informazioni privilegiate il cui disvalore è di gran lunga inferiore rispetto a quello generato dall'illecito di abuso di informazioni privilegiate, e, infine, alla mancata limitazione dell'applicabilità delle sanzioni penali di cui agli artt. 184-185 TUF ai soli casi gravi e dolosi, in osservanza del principio della c.d. progressione sanzionatoria. La MAD II, infatti, sottolinea ripetutamente, nei *considerando* e nei seguenti articoli, che le sanzioni penali previste dalla Direttiva devono essere inflitte nei casi gravi e dolosi, ovvero quelli che presentano una maggior necessità di repressione. La precisazione palesava la consapevolezza delle istituzioni europee di possibili profili di conflitto tra le singole discipline nazionali e il diritto garantito dal *ne bis in idem* e, pertanto, l'intento era quello di evitare simili antinomie limitando l'impiego dello strumento penale ai casi che si potessero rivelare più pregiudizievoli per i beni tutelati, ossia l'integrità del mercato e la fiducia degli investitori. Tuttavia, il mancato recepimento della Direttiva nel nostro ordinamento ha fatto emergere di quei profili di conflitto tra la disciplina nazionale e il *ne bis in idem* che le istituzioni europee volevano scongiurare: a norma del TUF, infatti, la medesima condotta di abuso di informazioni privilegiate o di manipolazione di mercato è sanzionata sia in via penale sia in via amministrativa. Il rimedio previsto dal nostro ordinamento è contenuto nell'art. 187-*terdecies* TUF che, tuttavia, si limita a garantire una tutela sostanziale e una sanzione complessiva proporzionale. Forse tale soluzione, in seguito alla modifica apportata al TUF dal decreto legislativo n. 107/2018, potrebbe soddisfare gli standard di tutela richiesti dalla Corte EDU e dalla Corte di Giustizia nelle rispettive ultimissime sentenze e, pertanto, risolvere la dibattuta questione al centro di questo elaborato; va constatato, però, che accontentarsi della limitata tutela assicurata dall'art. 187-*terdecies* TUF implica un inevitabile ridimensionamento della portata garantistica del principio del *ne bis in idem*,

nato come un diritto processuale individuale all'unicità, in tutti i suoi aspetti, della reazione dell'ordinamento a un illecito. In proposito, riecheggiano le parole dei giudici di Strasburgo nel caso *Zolotukhin contro Russia*: “la Convenzione deve essere interpretata e applicata in modo da rendere i diritti in essa sanciti pratici ed efficaci, non teorici e illusori”. Ebbene, assicurare il diritto a non essere perseguiti due volte e, poi, non riscontrare violazioni di detto diritto quando vengono celebrati due procedimenti a carico della stessa persona per la medesima condotta, solo perché i due procedimenti presentano un elevato livello di interconnessione, vanifica, secondo il parere di chi scrive, la reale portata del *ne bis in idem* e ne dà l'idea di un diritto “teorico e illusorio” nella misura in cui illude l'individuo di godere del diritto alla celebrazione di un unico procedimento. Pertanto, la soluzione contenuta all'art. 187-terdecies TUF, pur garantendo il fondamentale valore della proporzionalità del trattamento sanzionatorio complessivo, non assicura che il responsabile di un abuso di mercato si veda irrogata una sanzione proporzionata in un unico procedimento.

Tale risultato può essere ottenuto attraverso quella soluzione definita nel precedente capitolo come affascinante ma di difficile realizzazione: la distinzione delle condotte penalmente rilevanti da quelle amministrativamente rilevanti, infatti, impedirebbe quella sovrapposizione di sanzioni, e quindi di procedimenti, che si concretizza in una violazione del *ne bis in idem*, inteso nel senso più garantista possibile, e, al contempo, renderebbe la disciplina nazionale conforme ai dettami eurounitari contenuti nella Direttiva. L'area di operatività delle norme penali (artt. 184-185 TUF) e di quelle amministrative (artt. 187-bis e 187-ter TUF) è approssimativamente la medesima: gli illeciti amministrativi si distinguono da quelli penali perché, a differenza di questi, vengono integrati anche da condotte colpose; tuttavia, si tratta di una differenza talmente sottile da risultare irrilevante in quanto è estremamente raro che un abuso di mercato venga consumato in maniera colposa. Dunque, seguire il suggerimento della MAD II e distinguere le fattispecie penali da quelle amministrative, sulla base non solo dell'elemento psicologico, ma soprattutto dei menzionati indici di gravità, sembra essere la soluzione migliore per evitare un conflitto con il principio del *ne bis in idem*. Non sempre, però, la soluzione migliore è la più semplice: nel caso di specie, tutt'altro. Gli indici di gravità suggeriti dalla Direttiva sono talmente vaghi e astratti da poter essere oggetto di valutazioni discrezionali al momento della scelta delle condotte alle quali assegnare rilevanza penale; a ciò si aggiunga che i suddetti indici comportano la valutazione di elementi che esulano da quelli costitutivi delle due fattispecie, costruite

sullo schema dei reati di pericolo. Se, da una parte, trova condivisione l'idea di ricondurre la gravità di una condotta all'intensità della lesione cagionata al bene tutelato, dall'altra, la lesione di beni come l'integrità del mercato e la fiducia degli investitori non può essere concretamente valutata. È, pertanto, auspicabile una riforma della disciplina degli abusi di mercato che distingua le condotte penalmente rilevanti da quelle amministrativamente rilevanti sulla base di criteri suscettibili di una valutazione oggettiva. Al contempo, però, vi è la consapevolezza che tali criteri devono poter essere applicati per discernere le condotte penalmente rilevanti e quelle amministrativamente rilevanti, indipendentemente dal tipo di mercato nelle quali queste vengono realizzate e, pertanto, devono assecondare le diverse caratteristiche di ogni piattaforma di scambio. Ad esempio, il parametro dell'alterazione del valore degli strumenti finanziari per valutare la gravità di una condotta manipolativa dovrebbe essere tarato sulla base delle peculiarità del mercato nel quale viene a consumarsi la stessa condotta: nel mercato MTS, caratterizzato da grandi quantitativi di ordini e da grande stabilità, una condotta manipolativa avrebbe un'incisività decisamente inferiore rispetto a quella che potrebbe avere sul mercato azionario.

In conclusione, l'auspicabile opera di distinzione delle fattispecie penali da quelle amministrative deve presupporre la formulazione di indici di gravità universali e funzionali al riparto delle condotte abusive tra materia penale e materia amministrativa. L'elevato tecnicismo della materia, tuttavia, non facilita il compito al nostro legislatore il quale, per novellare il TUF conformemente alle indicazioni eurounitarie e alla versione più garantista del *ne bis in idem*, dovrebbe essere coadiuvato dagli esperti e dalle autorità competenti del settore che potrebbero garantire un apporto fondamentale per dare definitivamente ordine alla disciplina nazionale in materia di abusi di mercato e sanarne i profili di conflitto con il divieto di un doppio giudizio.

## Bibliografia

- Alessandri Alberto, Seminara Sergio, *Diritto Penale Commerciale - volume I - I principi generali*, Giappichelli, Torino, 2018
- Amati Enrico, *Abusi di mercato e sistema penale*, Giappichelli, Torino, 2012
- Antolisei Francesco, *Manuale di Diritto Penale*, Giuffrè, Milano, 2003
- Baggio Eugenio, Fusco Giordano, *Recenti pronunce in materia di market abuse: qualche punto fermo in una materia ancora in attesa di un moderno assetto normativo*, per *Diritto Penale Contemporaneo*, fasc. 1/2019, 2019
- Bainbridge Stephen M., *The law and economics of insider trading: a comprehensive primer*, SSRN Electronic Journal, 2001
- Bainbridge Stephen M., *The Law and Economics of Insider Trading 2.0*, Encyclopedia of Law and Economics, 2019
- Baron Luca, *Test di proporzionalità e ne bis in idem. La giurisprudenza interna alla prova delle indicazioni euro-convenzionali in materia di market abuse*, per *Archivio Penale*, 2019.
- Bausilio Giovanni, *Il principio del ne bis in idem*, Key Editore, Vicalvi (FR), 2017
- Beny Laura N., *Insider trading laws and stock markets around the world: an empirical contribution to the theoretical law and economics debate*, *Journal of Corporation Law*, 2007
- Bin Ludovico, *Anatomia del ne bis in idem: da principio unitario a trasformatore neutro di principi in regole*, per *Sistema penale*, 2018
- Bindi Elena, *Divieto di bis in idem e doppio binario sanzionatorio nel dialogo tra giudici nazionali e sovranazionali*, per *federalismi.it*, 12 settembre 2018
- Brusegan Carlotta, *Nuove frontiere in materia di insider trading: verso una regolamentazione omogenea?*, per *Archivio Penale*, 2015
- Calafiore Gaia, *La sentenza A e B contro Norvegia ridimensiona la portata del principio del ne bis in idem*, per *European Papers*, 18 aprile 2017
- Caprioli Francesco, Vicoli Daniele, *Procedura penale dell'esecuzione*, Giappichelli, Torino, 2011
- Cerqua Luigi Domenico, Luparia Luca, Canzio Giovanni, *Diritto penale delle società*, Cedam, Padova, 2016
- Commissione europea, *The European economic and financial system: fostering openness, strength and resilience*, COM(2021) 32/3, Bruxelles, 19 gennaio 2021
- Commissione Europea, *Verso una politica penale dell'Unione europea: garantire l'efficace attuazione delle politiche dell'Unione attraverso il diritto penale*, COM(2011) 573, 20 settembre 2011

CONSOB, Comunicato sul protocollo di intesa con la Guardia di Finanza, Roma, 15 ottobre 2019

CONSOB, Comunicazione n. DME/5078692, 29 novembre 2005

CONSOB, Modifiche al procedimento sanzionatorio della CONSOB, Esiti della consultazione, 29 maggio 2015

Corte di Cassazione, Ufficio del ruolo e del massimario, Settore penale, Considerazioni sul principio del *ne bis in idem* nella recente giurisprudenza europea: la sentenza 4 marzo 2014, *Grande Stevens contro Italia*, 8 maggio 2014

Consulich Federico, Genoni Carolina, *L'insostenibile leggerezza del ne bis in idem. Le sorti del divieto di doppio giudizio e doppia punizione, tra diritto europolitano e convenzionale*, per Giurisprudenza Penale, 2018

Consulich Federico, Mucciarelli Francesco, *Informazione e tutela penale dei mercati finanziari nello specchio della normativa europolitano sugli abusi di mercato*, per Le Società, Wolters Kluwer, Milano 2016

Consulich Federico, *Manipolazione dei mercati e diritto europolitano*, per Le Società, Wolters Kluwer, Milano, 2016

Corso Piermaria, *Prospettive evolutive del ne bis in idem*, per Archivio Penale, 2017

D'Alessandro Francesco, *Regolatori del mercato, enforcement e sistema penale*, Giappichelli, Torino, 2014

Delbono Laura, *Concorso di norme e bis in idem sostanziale dopo la sentenza della Corte cost. 200/2016*, per Giurisprudenza penale, 2018

Deodato Carlo, *Sanzioni formalmente amministrative e sostanzialmente penali: i problemi procedurali connessi all'applicazione delle sanzioni CONSOB in materia di market abuse (e alcune soluzioni)*, per federalismi.it, 18 dicembre 2019

Di Noia Carmine, Gargantini Matteo, Marchetti Piergaetano, Montalenti Paolo, Stella Richter Mario, Strampelli Giovanni, Tombari Umberto, Zoppini Andrea, *Informazione finanziaria e corporate governance nella società quotata*, Giappichelli, Torino, 2018

Engle Eric, *Insider trading in U.S. and E.U. law: a comparison*, European Business Law Review, 2010

ESMA 2016/1478 IT, *Orientamenti relativi al regolamento sugli abusi di mercato (MAR): ritardo nella comunicazione al pubblico di informazioni privilegiate*, 20 ottobre 2016

ESMA, Report 2012/270, *Actual use of sanctioning powers under MAD*, 26 aprile 2012

ESMA, Press release 2012/272, *ESMA identifies divergences in Member States' use of sanctions under the Market Abuse directive*, 26 aprile 2012

ESMA, Report 70-156-2005, *Annual report on administrative and criminal sanctions and other administrative measures under MAD*, 12 dicembre 2019

ESMA, Report 70-156-2391, *MAR Review Report*, 23 settembre 2020

Fatta Caterina, *Il nuovo volto del ne bis in idem nella giurisprudenza della Grande Camera e la compatibilità con il doppio binario sanzionatorio in materia tributaria*, per *Giurisprudenza penale*, 2017

Fattori Giulia, *Market abuse: nessuna risposta legislativa al problema del ne bis in idem*, 20 maggio 2018

Fiandaca Giovanni, Musco Enzo, *Diritto Penale, Parte Generale*, Zanichelli, Bologna, 1985

Fidelbo Miranda, *Il principio del ne bis in idem e la sentenza “Grande Stevens”:* *pronuncia europea e riflessi nazionali*, 4 aprile 2014

Fusco Eugenio, *La tutela del mercato finanziario tra normativa comunitaria, ne bis in idem e legislazione interna*, per *Diritto Penale Contemporaneo*, 23 dicembre 2016

Galluccio Alessandra, *La Grande Sezione della Corte di giustizia si pronuncia sulle attese questioni pregiudiziali in materia di ne bis in idem*, per *Diritto Penale Contemporaneo*, 21 marzo 2018

Galluccio Alessandra, *Non solo proporzione della pena: la Corte EDU ancora sul ne bis in idem*, per *Diritto Penale Contemporaneo*, 7 maggio 2019

Gianni Francesco, *Market Abuse: l’informazione privilegiata e il mercato*, Milano, 16 novembre 2009

Giglio Vincenzo, *La “materia penale” e il suo statuto nella giurisprudenza interna e sovranazionale*, per *Diritto Penale Uomo*, 2019

Gillotta Sergio, *Trasparenza e riservatezza nella società quotata*, Giuffrè, Milano, 2012

Gilson Ronald J., Kraakman Reinier H., *The mechanism of Market Efficiency*, *Virginia Law Review*, 1984

Giudici Paolo, *Informazione privilegiata e responsabilità civile*, per *Le Società*, Wolters Kluwer, Milano, 2016

Lombardo Stefano, *L’informazione privilegiata*, per *Le Società*, Wolters Kluwer, Milano, 2016

Madia Nicola, *Il ne bis in idem europeo nella sua nuova “veste” sostanziale: la sua possibile efficacia anche nell’ambito di un unico procedimento in materia di cumuli punitivi*, per *Archivio Penale*, 2019

Mancini Marco, *La “materia penale” negli orientamenti della Corte EDU e della Corte costituzionale, con particolare riguardo alle misure limitative dell’elettorato passivo*, per *federalismi.it*, 25 giugno 2018

Marinucci Giorgio, Dolcini Emilio, *Manuale di Diritto Penale, Parte Generale*, Giuffrè, Milano, 2017

Mazzacuva Francesco, *Le pene nascoste: topografia delle sanzioni punitive e modulazione dello statuto garantistico*, Giappichelli, Torino, 2017

- McGee Robert, *Ethical issues in Insider Trading: case studies*, SSRN Electronic Journal, 2004
- Mucciarelli Francesco, *Aggiotaggio*, in Alberto Alessandri, *Il nuovo diritto penale delle società: D. lgs 11 aprile 2002, n. 61*, IPSOA, Milano, 2002
- Mucciarelli Francesco, *“Doppio binario” sanzionatorio degli abusi di mercato e ne bis in idem: prime ricadute pratiche dopo le sentenze della CGUE e la (parziale) riforma domestica*, per *Diritto Penale Contemporaneo*, 14 marzo 2019
- Mucciarelli Francesco, *Gli abusi di mercato riformati e le persistenti criticità di una tormentata disciplina*, per *Diritto Penale Contemporaneo*, 10 ottobre 2018
- Mucciarelli Francesco, *Illecito penale, illecito amministrativo e ne bis in idem: la Corte di Cassazione e i criteri di stretta connessione e di proporzionalità*, per *Diritto Penale Contemporaneo*, 17 ottobre 2018
- Mucciarelli Francesco, *La nuova disciplina eurolunitaria sul market abuse: tra obblighi di criminalizzazione e ne bis in idem*, per *Diritto Penale Contemporaneo*, fasc. 4/2015, 17 settembre 2015
- Mucciarelli Francesco, *L'abuso di informazioni privilegiate: delitto e illecito amministrativo*, per *Diritto penale e processo*, 2005
- Mucciarelli Francesco, *L'insider trading nella rinnovata disciplina UE sugli abusi di mercato*, per *Le Società*, Wolters Kluwer, Milano, 2016
- Musco Enzo, *I nuovi reati societari*, Giuffrè, Milano, 2007
- Nascimbene Bruno, *Ne bis in idem, diritto internazionale e diritto europeo*, per *Diritto Penale Contemporaneo*, 2 maggio 2018
- Nascimbene Bruno, *Note minime sulle tre recenti sentenze della Corte di giustizia dell'Unione europea in tema di ne bis in idem*, per *Eurojus.it*, 22 marzo 2018
- Perrone Andrea, *Informazione al mercato e tutela dell'investitore*, Giuffrè, Milano, 2003
- Perrone Andrea, *Il diritto del mercato dei capitali*, Giuffrè, Milano, 2018
- Pisaneschi Andrea, Bindi Elena, *Sanzioni Consob e Banca d'Italia – Procedimenti a doppio binario al vaglio della Corte europea dei diritti dell'uomo*, Giappichelli, Torino, 2018
- Raganelli Biancamaria, *Architettura finanziaria e corti europee*, Editoriale Scientifica, Napoli, 2018
- Raganelli Biancamaria, *Sanzioni Consob e tutela del contraddittorio procedimentale*, per *Giornale di diritto amministrativo*, 2015
- Ranaldi Gianrico, Gaito Federico, *Introduzione allo studio dei rapporti tra ne bis in idem sostanziale e processuale*, per *Archivio Penale*, 2017
- Roccatagliata Lorenzo, *La riforma del diritto sanzionatorio per illeciti finanziari. Guida ragionata al D. lgs. 107/2018*, per *Giurisprudenza penale*, 2018

Scoletta Marco, *Doppio binario sanzionatorio e ne bis in idem nella nuova disciplina eurounitaria degli abusi di mercato*, per Le Società, Wolters Kluwer, Milano, 2016

Scozzarella Elena, *La questione del ne bis in idem nella giurisprudenza della CEDU e nella giurisprudenza nazionale di merito, di legittimità e della Corte costituzionale*, per Diritto Penale Contemporaneo, 2019

Seminara Sergio, *Diritto Penale Commerciale - volume III - Il diritto penale del mercato mobiliare*, Giappichelli, Torino 2018

Seminara Sergio, *Disposizioni comuni agli illeciti di abuso di informazioni privilegiate e di manipolazione del mercato*, per Diritto penale e Processo, Pavia, 2006

Seminara Sergio, *L'aggiotaggio (art. 2637 c.c.)*, in Angelo Giarda e Sergio Seminara, *I nuovi reati societari: diritto e processo*, Cedam, Padova, 2002, p. 554

Seminara Sergio, *L'insider trading nella prospettiva penalistica*, per Giurisprudenza commerciale, 1992

Sgubbi Filippo, Fondaroli Désirée, Tripodi Andrea Francesco, *Diritto penale del mercato finanziario*, Cedam, Padova, 2013

Siems Mathias, *The EU Market Abuse Directive: a case-based analysis*, Law and Financial Markets Review, 2008

Silva Chiara, *La deriva del ne bis in idem verso il canone di proporzionalità*, per Archivio Penale, 15 febbraio 2019

Stella Paolo, *L'enforcement nei mercati finanziari*, Giuffrè, Milano, 2008

Tripodi Andrea Francesco, *Uno più uno (a Strasburgo) fa due. L'Italia condannata per violazione del ne bis in idem in tema di manipolazione del mercato*, per Diritto Penale Contemporaneo, 9 marzo 2014

Tripodi Andrea Francesco, *Ne bis in idem e sanzioni tributarie: la Corte di Cassazione "sfonda" il test della sufficiently close connection in substance and time*, per Diritto Penale Contemporaneo, 16 marzo 2018

Viganò Francesco, *A never ending story? Alla Corte di giustizia dell'Unione europea la questione della compatibilità tra ne bis in idem e doppio binario sanzionatorio in materia, questa volta, di abusi di mercato*, per Diritto Penale Contemporaneo, 17 ottobre 2016

Viganò Francesco, *La Grande Camera della Corte di Strasburgo su ne bis in idem e doppio binario sanzionatorio*, per Diritto Penale Contemporaneo, 18 novembre 2016

Viganò Francesco, *Le conclusioni dell'Avvocato generale nei procedimenti pendenti in materia di ne bis in idem tra sanzioni penali e sanzioni amministrative in materia di illeciti tributari e abusi di mercato*, per Diritto Penale Contemporaneo, 18 settembre 2017

Viganò Francesco, *Ne bis in idem e contrasto agli abusi di mercato: una sfida per il legislatore e i giudici italiani*, per Diritto Penale Contemporaneo, fasc. 1/2016, 2016

Viganò Francesco, *Ne bis in idem e doppio binario sanzionatorio in materia di abusi di mercato: dalla sentenza della Consulta un assist ai giudici comuni*, per Diritto Penale Contemporaneo, 16 maggio 2016

Visentini Gustavo, Palazzolo Andrea, *Manuale di diritto commerciale*, Dikè Giuridica, Roma, 2017

Zanotti Roberto, *Il nuovo diritto penale dell'economia*, Giuffrè, Milano, 2008

Zirulia Stefano, *Ne bis in idem: la Consulta dichiara l'illegittimità dell'art. 649 c.p.p. nell'interpretazione datane dal diritto vivente italiano (ma il processo Eternit bis prosegue)*, per Diritto Penale Contemporaneo, 24 luglio 2016