



DIPARTIMENTO DI GIURISPRUDENZA

Cattedra di Diritto dei Mercati Finanziari

La manipolazione operativa del mercato

RELATORE

Chiar.mo Prof. Salvatore Providenti

CANDIDATO

Riccardo Chiodo

Matr. 139313

CORRELATORE

Chiar.mo Prof. Marino Perassi

Anno Accademico 2019/2020

LA MANIPOLAZIONE OPERATIVA DEL MERCATO

Indice:

INTRODUZIONE.....	1
-------------------	---

CAPITOLO I

Cenni storici ed evoluzione normativa

1. La matrice storica dell'aggiotaggio	4
2. L'evoluzione della disciplina in Italia: l'aggiotaggio nel codice Zanardelli	7
2.1. L'aggiotaggio nel codice Rocco e nel codice civile del 1942	9
3. La regolamentazione europea dei mercati.....	16
3.1. Gli strumenti finanziari.....	19
3.2. Gli abusi di mercato.....	25
3.3. <i>Segue</i> : l'abuso di informazione privilegiata.....	27
3.4. <i>Segue</i> : la manipolazione del mercato	31
3.5. L'evoluzione della disciplina europea sugli abusi di mercato: la Direttiva 89/592/CEE	35
3.5.1. La Direttiva MAD 2003/6/CE	36
3.5.2. La Direttiva MAD II 2014/57/UE e il Regolamento (UE) MAR 596/2014	37
4. Il recepimento della normativa comunitaria nel TUF	42
5. L'autorità di regolamentazione e controllo: la CONSOB	43
5.1. I poteri ex art. 187-octies TUF	46

CAPITOLO II

La manipolazione operativa del mercato

1.	La manipolazione operativa: art. 12 MAR e art. 5 MAD II.....	49
1.1.	L’invio di segnali falsi o fuorvianti.....	53
1.2.	Il <i>price positioning</i>	55
1.3.	La manipolazione attraverso artifici o raggiri.....	56
1.4.	Le condotte tipiche di manipolazione.....	59
1.5.	Gli indicatori di manipolazione previsti dall’allegato I al MAR.....	60
1.6.	I <i>Safe Harbour</i>	72
1.6.1.	Riacquisto di azioni proprie e stabilizzazione.....	73
1.6.2.	Attività di gestione monetaria, del debito pubblico e della politica climatica.....	76
1.7.	Le prassi di mercato ammesse (AMP).....	78
1.7.1.	L’adeguamento al MAR delle AMP previgenti.....	81
1.7.2.	L’attività di sostegno della liquidità del mercato secondo la Nuova Prassi n. 1 e la cessazione delle Prassi n. 2 e n. 3.....	83
1.8.	L’elemento soggettivo.....	85
1.9.	Il tentativo.....	87
2.	Prevenzione e individuazione degli abusi di mercato.....	88
2.1.	Le operazioni effettuate da persone che esercitano funzioni di amministrazione, di controllo o di direzione.....	90
2.2.	Il <i>whistleblowing</i>	92
2.3.	Autorità competenti, ESMA e obblighi di cooperazione...	96

CAPITOLO III

Il trattamento sanzionatorio

1.	Il trattamento sanzionatorio alla luce delle novità introdotte dal MAR e dalla MAD II.....	100
----	---	-----

1.1.	Le sanzioni amministrative.....	102
1.2.	L'aumento del trattamento sanzionatorio amministrativo ai sensi dell'art. 39 della L. 262/2005	111
1.3.	L'obbligo della repressione penale.....	115
1.4.	La responsabilità delle persone giuridiche	119
2.	Il problema del <i>ne bis in idem</i>	121
2.1.	La sentenza <i>Grande Stevens</i> e il problema del <i>ne bis in idem</i>	124
2.2.	La giurisprudenza della Corte EDU <i>post</i> sentenza <i>Grande Stevens</i>	129
2.3.	La giurisprudenza della Corte di Giustizia dell'Unione Europea sul <i>ne bis in idem</i>	135
2.4.	La giurisprudenza italiana sul <i>ne bis in idem</i>	140

CAPITOLO IV
Caso Banca Profilo

1.	Caso Banca Profilo: il procedimento a carico dei due <i>traders</i>	149
1.1.	Caso Banca Profilo: il procedimento ai sensi dell'art. 187- <i>novies</i> TUF	155
2.	I ricorsi dinanzi ai giudici amministrativi	157
3.	I giudizi d'Appello ed i ricorsi per Cassazione	165

BIBLIOGRAFIA	169
---------------------------	-----

INTRODUZIONE

La dimensione dei mercati, caratterizzati da un processo di globalizzazione ormai maturo, nonché le caratteristiche degli agenti che operano su di essi e l'ingente portata degli interessi da tutelare, rende la loro regolamentazione fondamentale ai fini del corretto funzionamento delle dinamiche di mercato e della prevenzione dei comportamenti illeciti. Infatti, la varietà di soggetti operanti sui mercati finanziari comporta la compresenza di grandi investitori e piccoli risparmiatori che si relazionano fra loro in un rapporto caratterizzato, oltre che da una diversa disponibilità di mezzi finanziari, sovente dalla presenza di forti asimmetrie informative.

In un sistema di mercato in cui l'andamento e la formazione dei prezzi degli strumenti negoziati è basato sul libero gioco della domanda e dell'offerta, gli agenti fondano le proprie scelte di investimento sulla base delle informazioni possedute. Questo meccanismo funziona in modo corretto quando tutti i soggetti che operano sul mercato possiedono le stesse informazioni e, sulla base di esse, compiono le proprie scelte, cosicché il loro profitto o la loro perdita sia diretta conseguenza delle loro abilità nel valutare le informazioni di cui dispongono, o, perlomeno, di pura casualità.

Tuttavia, si può facilmente intuire che un sistema caratterizzato da forti asimmetrie informative fra i soggetti agenti può essere causa del compimento di comportamenti opportunistici e fraudolenti a danno, oltre che del corretto funzionamento del mercato, soprattutto, dei piccoli investitori.

Quello della regolamentazione dei fenomeni di *market abuse* è, perciò, un tema di fondamentale importanza per garantire il corretto funzionamento dei mercati finanziari e la parità di condizioni in cui gli attori operano. Peraltro, come si dirà nel prosieguo, il livello di tutela apprestato con riferimento a tali condotte costituisce un importante indicatore del progresso socio-economico delle varie società.

Proprio il carattere globalizzato e fortemente integrato dei mercati finanziari è alla base di un importante tendenza di armonizzazione perseguita dal legislatore comunitario, all'interno del mercato unico dell'Unione Europea, volta alla creazione di una disciplina uniforme nei vari stati membri, necessaria per affrontare i fenomeni

transnazionali che caratterizzano il settore in questione. La regolamentazione dei fenomeni degli abusi di mercato, tuttavia, soprattutto con la disciplina del fenomeno agiotativo, seppur naturalmente più rudimentale, si rinviene in ogni epoca, come si dirà nel primo capitolo.

Questo elaborato si propone di esaminare, con i necessari accenni alle altre figure illecite, la fattispecie di manipolazione operativa del mercato, tracciando preliminarmente l'evoluzione storica del fenomeno e, nei capitoli a seguire, attraverso una dettagliata analisi della sua disciplina sostanziale nell'intersecarsi tra legislazione nazionale e legislazione europea, esaminando le criticità derivanti dalla sua applicazione, soprattutto con riferimento alla tematica del doppio binario sanzionatorio ed alla problematica relativa al *ne bis in idem*.

Come accennato, il problema di regolare il fenomeno manipolativo costituisce un tema che si è rivelato sempre attuale fin dalla nascita del commercio nelle sue forme primordiali con la regolamentazione del fenomeno agiotativo.

Nel primo capitolo, infatti, è tracciata una rapida evoluzione storica dell'illecito di agiotaggio, dalle sue prime comparse nella forma dell'agiotaggio anonimo, nella legislazione dell'antica Grecia e nel diritto romano, alla sua formulazione odierna e armonizzata a livello sovranazionale della manipolazione di mercato. In materia assume fondamentale rilievo anche l'evoluzione europea della disciplina dei mercati, da cui scaturisce la regolamentazione odierna dettata dalla Direttiva 2014/57/UE (MAD II) e dal Regolamento (UE) 596/2014 (MAR). Il capitolo I, perciò, si occupa di ricostruire gli interventi del legislatore comunitario in materia di *market abuse*, a partire dall'emanazione della Direttiva 89/592/CEE fino alle direttive sopracitate oggi vigenti, nonché le innovazioni intervenute, con l'istituzione dell'ESFS, nell'ambito della regolamentazione dei mercati finanziari a seguito dell'imperversare della crisi del 2007 che ha dimostrato l'inadeguatezza del sistema di vigilanza all'epoca vigente.

A seguito di un primo capitolo introduttivo necessario per un'efficace contestualizzazione della materia trattata, il secondo capitolo analizza a fondo la fattispecie di manipolazione operativa di mercato alla luce delle disposizioni

sovrnazionali, dettate da MAR e MAD II, e nazionali di recepimento, dettate dal TUF. Invero, la disciplina fortemente armonizzata degli abusi di mercato ha necessitato di un intervento di recepimento che è stato effettuato dal legislatore con l'emanazione del D. Lgs. 107/2018.

Il terzo capitolo affronta il delicato tema del trattamento sanzionatorio della manipolazione operativa del mercato, con considerazioni vevoli anche per le altre fattispecie di *market abuse*. Nella trattazione dell'argomento si esaminano gli importanti temi riguardanti il sistema sanzionatorio a "doppio binario", la natura sostanzialmente penale delle sanzioni amministrative e la conseguente problematica relativa alla violazione del principio di *ne bis in idem*, che ha determinato numerose pronunce delle corti nazionali e sovranazionali.

L'ultimo capitolo si propone di analizzare un caso emblematico, quello di manipolazione operativa di mercato per cui la CONSOB ha sanzionato Banca Profilo s.p.a. e i suoi esponenti aziendali con l'irrogazione di sanzioni amministrative pecuniarie e sanzioni accessorie. L'analisi della vicenda risulta particolarmente interessante, soprattutto con riguardo agli argomenti esaminati nel capitolo III, in quanto fornisce l'occasione di richiamare alcune delle questioni ampiamente trattate nell'elaborato.

CAPITOLO I

CENNI STORICI ED EVOLUZIONE NORMATIVA

SOMMARIO: 1. La matrice storica dell'aggiotaggio. — 2. L'evoluzione della disciplina in Italia: l'aggiotaggio nel codice Zanardelli. — 2.1. L'aggiotaggio nel codice Rocco e nel codice civile del 1942. — 3. La regolamentazione europea dei mercati. — 3.1. Gli strumenti finanziari. — 3.2. Gli abusi di mercato. — 3.3. *Segue*: l'abuso di informazione privilegiata. — 3.4. *Segue*: la manipolazione del mercato. — 3.5. L'evoluzione della disciplina europea sugli abusi di mercato: la Direttiva 89/592/CEE. — 3.5.1. La Direttiva MAD 2003/6/CE. — 3.5.2. La Direttiva MAD II 2014/57/UE e il Regolamento MAR 596/2014. — 4. Il recepimento della normativa comunitaria nel TUF. — 5. L'autorità di regolamentazione e controllo: la CONSOB. — 5.1. I poteri ex art. 187-*octies* TUF.

1. La matrice storica dell'aggiotaggio

Il termine aggiotaggio deriva dal francese *agiotage*, a sua volta derivato dal sostantivo “aggio”¹, già in uso in Italia nel XV secolo, per indicare vantaggi in genere, interessi usurari o differenziali positivi legati ad operazioni di cambio di moneta; in Francia, nel XVII secolo, si diffondeva l'uso di chiamare *agiotage* la condotta di coloro che provocavano una variazione del valore di monete o merci; il termine, trasformato in aggiotaggio e colorato in senso sfavorevole come espressione di attività fraudolenta, è stato poi importato nuovamente in Italia per indicare lo stesso fatto economico del corrispondente termine francese e, quindi, la condotta di chi provocava artificiosamente, per scopi speculativi, variazioni del valore di merci o titoli².

Con tale accezione il sostantivo è rimasto fino ai giorni nostri, entrando a far parte della terminologia giuridica utilizzata in dottrina per indicare, *in primis*, le ipotesi

¹ Cfr. ENC. TRECCANI, voce *Aggio*. In economia, termine usato dapprima per indicare la differenza tra il valore intrinseco e il valore estrinseco di una moneta metallica nel barattarla con altra o con moneta di carta; attualmente, indica sia l'eccedenza del corso dei cambi sulla parità monetaria legale, per cui una moneta ha di fatto in termini di altra moneta estera un prezzo superiore a quello che risulterebbe dal rapporto tra le due parità, sia il maggior valore di mercato che può acquistare una moneta d'oro in confronto alla moneta carta di uno stesso paese emessa alla pari o anche, in casi assai rari, la moneta carta in confronto all'oro.

² DIMARTINO, voce *Aggiotaggio bancario*, in MARINI-PATERNITI (a cura di), *Dizionario dei reati contro l'economia*, Milano, 2000, 77; LEMME, voce *Reati bancari*, cit., 12. BONDI, *Problematiche dell'aggiotaggio. Questioni interpretative e necessità di riforma*, in *Studi urbinati di scienze giuridiche, politiche ed economiche*, 1999/2000, fase. 1, 31, efficacemente parla di "aggio non colto ma fraudolentemente provocato", di "differenziale di prezzo che le leggi del mercato non hanno naturalmente prodotto".

delittuose di cui agli artt. 501 c.p. e 2628 c.c. e, successivamente, l'illecito previsto dall'art. 98 L. bancaria³; non vi era, però, ancora traccia, né nella rubrica di tali norme, né nel loro disposto, della parola aggio, che farà la sua prima apparizione nella rubrica dell'art. 38 D. Lgs. 481/92⁴ e verrà poi riformulato nell'art. 138 T.U.B (disciplinante, appunto, l'aggio bancario, disposizione oggi abrogata).

Il modo in cui, nelle diverse epoche, è stato disciplinato e represso il fenomeno aggio costituisce un indicatore del progresso socio-economico delle varie società.

Una prima forma di aggio è l'aggio c.d. annuario, nella sua duplice configurazione della manovra speculativa atta a determinare un artificioso rialzo o ribasso del prezzo delle merci e della c.d. incetta.⁵

Le prime tracce di tale illecito si rinvennero nella legislazione ateniese, che prevedeva e puniva l'aggio annuario e il monopolio consistente nell'incettare ingenti quantità di grano o di altre materie di prima necessità, e in quella spartana di Licurgo, in cui veniva fatto divieto ai produttori di favorire le incette degli speculatori e veniva loro imposto di contrattare e di vendere esclusivamente nei pubblici mercati, pena la confisca delle merci vendute.

Nel diritto romano la *lex Julia de annona* del 18 a.C. sanzionava attraverso un'apposita *quaestio* e con una consistente pena pecuniaria⁶ i *crimina annonae*⁷, cioè l'incetta di derrate, da parte dei c.d. *dardanarii* (speculatori di derrate di largo consumo), finalizzata all'aumento del prezzo delle stesse⁸.

³ Legge 7 marzo 1938, n. 141 di conversione in legge del Regio decreto-legge 12 marzo 1936, n. 375

⁴ Decreto attuativo della direttiva 89/646/CEE relativa al coordinamento delle disposizioni legislative, regolamentari e amministrative riguardanti l'accesso all'attività degli enti creditizi e il suo esercizio e recante modifica della direttiva 77/780/CEE.

⁵ GALANTI A., *La manipolazione del mercato*, Milano, 2015, 9.

⁶ La pena prevista era di 20 aurei, corrispondenti a 20.000 sesterzi, come risulta da ULPiano, *Digesto* 48, 12, 2, 1-2: *Eadem lege continetur, ne quis navem nautamve retineat aut dolo malo faciat, quo magis detineatur: et poena viginti 'aureorum' statuitur.*

⁷ Con questa locuzione si indicava, nel diritto romano imperiale, il reato di chi occultava, accaparrava o incettava generi alimentari di prima necessità o di largo consumo, al fine di determinarne il rincaro sul mercato interno: tale reato era punito con l'esilio e la confisca dei beni.

⁸ ULPiano, *Digesto* 48, 12, 1, 2: *Lex Julia de annona poena statuitur adversus eum, qui contra annonam fecerit societatemve coierit, quo annona carior fiat.*

Nel periodo medievale, alcune legislazioni — soprattutto quelle dei municipi italiani — prevedevano e punivano l'aggiotaggio; gli Statuti delle Arti e delle Corporazioni dei Comuni e degli Stati, infatti, al fine di riequilibrare un sistema economico già di per sé chiuso e fortemente regolato nei procedimenti produttivi, disciplinavano la fattispecie di monopolio, poiché in tale sistema la libertà di determinazione del prezzo e la possibilità per i membri delle varie corporazioni di porre in essere accordi sui prezzi di vendita, avrebbe seriamente danneggiato il cittadino-consumatore e impedito la formazione del giusto prezzo e del giusto guadagno, come prescritti dalle dottrine moralistica e canonistica⁹.

Con l'avvento dell'età moderna, sotto l'influenza del fervore rivoluzionario francese e con lo sviluppo di un'economia più complessa, si arrivò, proprio in Francia, dapprima all'emanazione, durante la rivoluzione, delle leggi 14 giugno 1791 e 26 luglio 1793, che punivano l'incetta e l'aggiotaggio salariale e, successivamente, alla pubblicazione del codice penale francese del 1810 che, all'art. 419, introdusse per la prima volta una forma "moderna" di aggiotaggio. La norma puniva *«tutti coloro che con fatti falsi o calunniosi sparsi a bella posta nel pubblico, con offerte maggiori dei prezzi che i venditori stessi chiedevano, mediante riunioni o coalizioni tra i principali detentori di una stessa mercanzia o derrata, tendenti a non venderla o a venderla soltanto a un determinato prezzo, e quelli che per vie o mezzi fraudolenti qualunque essi siano, avranno prodotto variazioni nei prezzi delle merci al di sopra o al di sotto dei prezzi che si sarebbero determinati dalla concorrenza naturale e libera del commercio»*.

La disposizione prevista dal codice penale francese fu sostanzialmente ripresa dal codice penale parmense del 1820 all'art. 484¹⁰, nonché dal codice penale sardo del

⁹ Cfr. PEDRAZZI, *Problemi del delitto di aggiotaggio*, Milano, 1958, 23 e ss.

¹⁰ Art. 484 del Codice penale per gli Stati di Parma, Piacenza, ecc. ecc. ecc.: *«Tutti coloro che, o spargendo a bella posta fatti falsi nel pubblico, o facendo offerte maggiori del prezzo richiesto dai venditori stessi, o concertandosi co' principali possessori d'una medesima merce o derrata perché non sia venduta, o venduta sia ad un determinato prezzo, o per qualsivoglia altro mezzo doloso avranno prodotto l'alzamento o l'abbassamento del prezzo di derrate, carte, mercanzie, carte o biglietti pubblici al disopra o al disotto di quello che sarebbe stato determinato dalla naturale e libera concorrenza de'*

1859, tra i delitti contro il commercio, agli artt. 389¹¹ e 390¹², ma non fu ripresa dagli altri codici preunitari; al contrario, in particolare, la fervida dottrina liberistica toscana addirittura contestava in toto la finalità del reato, visto come contraddittorio e superfluo rispetto al principio di libertà economica¹³.

2. L'evoluzione della disciplina in Italia: l'aggiotaggio nel codice Zanardelli

Il codice penale italiano del 1889, detto comunemente codice Zanardelli, dal nome del ministro di Grazia e Giustizia che ne promosse l'adozione, venne emanato con regio decreto il 30 giugno 1889 e rimase in vigore dal 1890 al 1930.

Il codice, di impronta nettamente liberale, sostituì il codice penale sardo e realizzò l'unificazione legislativa nel Regno d'Italia; prima della sua entrata in vigore, infatti, l'applicazione del codice sardo, a seguito dell'unificazione territoriale, era stata estesa a tutto il territorio nazionale ad eccezione della Toscana, in cui continuava ad applicarsi il codice penale toscano fino all'entrata in vigore proprio del codice Zanardelli.

Il codice incriminava due diverse condotte di aggiotaggio: l'aggiotaggio comune, ai sensi dell'art. 293, e quello annonario, ai sensi dell'art. 326¹⁴, con numerose analogie con il già citato art. 419 del Codice Napoleonico, sia in relazione alla condotta, realizzata tramite la diffusione di notizie false o con altri mezzi fraudolenti, che alle sue finalità di alterazione dei prezzi e del mercato.

commercianti, saranno puniti con prigionia d'un mese almeno e d'un anno al più, e con multa da 500 lire a 1000».

¹¹ Art. 389 del Codice penale per gli Stati di S.M. il re di Sardegna: «*Coloro che spargendo fatti falsi nel pubblico, o facendo offerte maggiori del prezzo richiesto dai venditori stessi, o concertandosi coi principali venditori di una medesima mercanzia o derrata o perché non sia venduta o perché sia venduta ad un determinato prezzo, o che per qualsivoglia mezzo doloso avranno prodotto l'alzamento o l'abbassamento del prezzo di derrate, di mercanzie, di carte o di effetti pubblici al di sopra o al di sotto di quello che sarebbe stato determinato dalla naturale e libera concorrenza dei commercianti, saranno puniti col carcere da un mese ad un anno, ed inoltre con una multa da cinquecento lire a cinquemila».*

¹² Art. 390 del Codice penale per gli Stati di S.M. il re di Sardegna: «*La pena del carcere sarà di due mesi a due anni, e la multa di lire mille a diecimila, se tali maneggi siano stati praticati rispetto ai grani, granaglie, sostanze farinacee, pane o vino».*

¹³ CARMIGNANI, *Juris criminalis elementa*, 5a ed., 1834, §1209; § 1211.

¹⁴ Sarà poi il codice Rocco a unificare le due figure in un'unica disposizione che, per ragioni storico-politiche, assumerà un carattere innovativo e verrà inserita tra i delitti contro l'economia pubblica.

Nel libro secondo, denominato «*Dei delitti in ispecie*», al titolo VI «*Dei delitti contro la fede pubblica*», capo V «*Delle frodi nei commerci, nelle industrie e negli incanti*», l'art. 293 sanzionava la condotta di «*chiunque, col diffondere false notizie o con altri mezzi fraudolenti, produce sul pubblico mercato o nelle borse di commercio un aumento o una diminuzione dei prezzi di salari, derrate, merci o titoli negoziabili sul pubblico mercato o ammessi nelle liste di borsa*» con la «*reclusione da tre a trenta mesi e con la multa da lire cinquecento a lire trentamila*», prevedendo, inoltre, al comma 2, un'aggravante nei confronti dei mediatori e degli agenti di cambio.¹⁵

Al titolo VII «*dei delitti contro l'incolumità pubblica*», capo III «*dei delitti contro la sanità ed alimentazione pubblica*», l'art. 326 statuiva che «*chiunque, col diffondere false notizie o con altri mezzi fraudolenti, produce la deficienza o il rincaro di sostanze alimentari è punito con la reclusione da uno a cinque anni e con la multa da lire cinquecento a lire cinquemila: alle quali è aggiunta l'interdizione temporanea dai pubblici uffici, estesa all'esercizio della professione, se il colpevole sia un pubblico mediatore*».

In ossequio al liberalismo di questo periodo storico, l'aggiotaggio era configurato come un reato di danno e, quindi, elemento costitutivo della fattispecie era il verificarsi di un effettivo aumento o diminuzione dei prezzi. L'alterazione dei prezzi, doveva essere prodotta, ai sensi degli artt. 293 e 326, con «notizie false o altri mezzi fraudolenti».

Secondo una dottrina dell'epoca, mezzi fraudolenti potevano essere acquisti o vendite simulate, contratti fittizi, accordi di borsa, ecc. Era dubbio se l'incetta bastasse a costituire aggiotaggio; la soppressione, nel testo definitivo dell'art. 293, del riferimento all'incetta che il progetto del 1887 (art. 309) espressamente conteneva, avrebbe portato a concludere in senso negativo, ma era stato ben osservato che, anche mezzi di per sé leciti, quali l'incetta e persino le operazioni ordinarie di borsa, avrebbero potuto essere adoperate per conseguire effetti disastrosi sull'economia

¹⁵ Cfr. CODICE ZANARDELLI, art. 293, comma 2: «*Se il delitto sia commesso da pubblici mediatori o da agenti di cambio, la pena è della reclusione da uno a cinque anni, della interdizione temporanea dai pubblici uffici, estesa all'esercizio della professione, e della multa oltre le lire mille*».

generale, alterandone il regolare sviluppo. Sicché sembrava si dovesse concludere che “fraudolente” potevano essere anche operazioni permesse dalla legge, ma coordinate al proposito di profittare in danno del pubblico ignaro¹⁶.

Invero, sull’interpretazione dei “mezzi fraudolenti” parte della dottrina dava loro una connotazione oggettiva, tale da richiedere una condotta oggettivamente diretta a trarre in inganno¹⁷, altra parte della dottrina preferiva una concezione relativa dei mezzi fraudolenti, cioè legata all’intenzione dell’agente di produrre l’evento di rialzo o ribasso artificioso dei prezzi¹⁸. La Cassazione si pronunciò sulla questione, in vigenza del codice Rocco, nel caso Brusadelli, in occasione del quale, chiarì come non potesse essere considerato fraudolento un mezzo che in effetti non lo è¹⁹.

2.1. L’aggiotaggio nel codice Rocco e nel codice civile del 1942

L’avvento del fascismo e il passaggio ad un’economia di tipo corporativo ebbero effetto diretto anche sul diritto penale. Nel codice Rocco, infatti, l’aggiotaggio diventò un reato contro l’economia pubblica e, di conseguenza, venne inserito nel libro II, titolo VIII «*Dei delitti contro l’economia pubblica, l’industria e il commercio*», capo I «*Dei delitti contro l’economia pubblica*» e rubricato all’art. 501 come «*Rialzo e ribasso fraudolento di prezzi sul pubblico mercato o nelle borse di commercio*».

Ulteriore novità apportata dal nuovo codice rispetto alla disciplina previgente, fu quella di unificare le due figure di aggiotaggio previste dal codice Zanardelli in un’unica disposizione.

L’art. 501 c.p. recitava così:

¹⁶ SANTORO, voce *Aggiotaggio*, in *Enc. Treccani*, Roma, 1929.

¹⁷ Vedi per tutti ESCOBEDO, *L’aggiotaggio*, in *Giust. pen.*, 1933, II, 849.

¹⁸ In tal senso, MANZINI, *Trattato di diritto penale italiano*, VI, Torino, 1915, 281 e ss., il quale argomenta come la fraudolenza dei mezzi debba essere vista in relazione «*allo scopo per cui vengono messi in opera e alle peculiarità della psicologia collettiva*» e come la frode vada considerata «*in rapporto alla psicologia collettiva, e non alla psicologia individuale*», in quanto gli stessi atti ingannatori hanno effetti differenti a seconda del contesto in cui sono posti in essere; così, una frode che sarebbe stata grossolana se rivolta nei confronti del singolo diventa ingannatoria quando attuata nell’ambiente del pubblico mercato. Cfr. anche ZAMPA, *L’art. 293 e le operazioni di borsa*, in *Suppl. riv. pen.*, X, 1902, 8 e ss.; PAFUNDI, *L’aggiotaggio nel codice penale e nel Progetto del nuovo cod. pen.*, in *Rassegna pen.*, 1929, 891.

¹⁹ Cass., 7 giugno 1933, Brusadelli ed altri, *Giust. pen.* 1933, II, 880.

«Chiunque al fine di turbare il mercato interno dei valori o delle merci, pubblica o altrimenti divulga notizie false, esagerate o tendenziose o adopera altri artifici atti a cagionare un aumento o una diminuzione del prezzo delle merci, ovvero dei valori ammessi nelle liste di borsa o negoziabili nel pubblico mercato, è punito con la reclusione fino a tre anni e con la multa non inferiore a lire centoventimila.

Se l'aumento o la diminuzione del prezzo delle merci o dei valori si verifica, le pene sono aumentate.

Le pene sono raddoppiate:

- 1) se il fatto è commesso dal cittadino per favorire interessi stranieri;*
- 2) se dal fatto deriva un deprezzamento della valuta nazionale o dei titoli dello Stato, ovvero il rincaro di merci di comune o largo consumo.*

Le pene stabilite nelle disposizioni precedenti si applicano anche se il fatto è commesso all'estero, in danno della valuta nazionale o di titoli pubblici italiani.

La condanna importa l'interdizione dai pubblici uffici».

Come si evince dalla relazione al codice del ministro Guardasigilli Arturo Rocco, l'aggiotaggio fu qualificato come reato di pericolo²⁰. Questa configurazione fu accolta anche dalla giurisprudenza; in una decisione del 1962 la Corte d'Appello di Genova, invero, richiamò la configurazione del reato come di pericolo, ritenendo sufficiente che l'agente compisse atti idonei a cagionare l'evento con l'intenzione di cagionarlo, senza riguardo invece al fatto che questo si fosse concretamente verificato²¹. Successivamente, anche la Cassazione aderì a tale impostazione²².

In conclusione, a differenza del previgente codice Zanardelli in cui veniva punito l'effetto e cioè l'artificioso rialzo o ribasso dei prezzi, nel nuovo codice il mezzo diventava elemento costitutivo del reato²³, costituendo il verificarsi dell'evento una

²⁰ La giurisprudenza e la dottrina maggioritarie sotto il codice Zanardelli escludevano il tentativo nel delitto di aggiotaggio, cfr. ZAMPA, *L'art. 293 e le operazioni di borsa*, cit., 38 e s., mentre in senso contrario MANZINI, *Trattato di diritto penale italiano*, Vol. VI, cit., 288.

²¹ App. Genova, 2 luglio 1965, Gualco e altro, in *Giur. it.*, 1966, II, 20.

²² Cass., sez. VI, 10 maggio 1976, Salamone, in *Cass. pen. Mass. ann.*, 1977, 1147.

²³ Cfr. SVAMPA, *La repressione del delitto di aggiotaggio dalla Rivoluzione francese alla codificazione Rocco*, in *La giustizia penale*, 1992, 383.

mera circostanza aggravante. Secondo l'interpretazione della Suprema Corte, il pericolo della verifica dell'evento deve riguardare, se non tutto il territorio nazionale, almeno una zona sufficientemente vasta di esso, in modo da poter nuocere alla pubblica economia²⁴.

L'art. 509 del progetto definitivo non richiedeva alcun fine specifico; ciò conduceva a punire a titolo di delitto perfetto e con pene non lievi chi diffondesse notizie false, esagerate o tendenziose anche senza il fine di cagionare pregiudizio al corso normale dei titoli o dei valori e anche quando il pregiudizio non si fosse affatto verificato. Nella stesura del codice, per evitare che nella pratica applicazione della legge finissero col cadere sotto le sanzioni del codice come delitto di aggio quei fatti di incauta diffusione di notizie non sufficientemente controllate, facili a verificarsi negli ambienti di borsa e dovuti non già a dolo, bensì a colpa, fu temperato il predetto art. 509 inserendo come elemento costitutivo del delitto di pericolo il fine di turbare il mercato interno dei valori e delle merci²⁵.

L'art. 501 del codice Rocco sanzionava non più la condotta realizzata con "mezzi fraudolenti", espressione contenuta nel codice Zanardelli e ritenuta troppo restrittiva, bensì la condotta posta in essere per mezzo di "artifici", espressione di contenuto più ampio che poteva "riferirsi anche alle forme di attività lecite poste, nondimeno, in essere artificiosamente, avuto riguardo alle modalità con cui è realizzata"²⁶.

Un classico esempio di artifici è il compimento di azioni simulate, ma, più in generale, si tratta di tutti quegli espedienti suscettibili di dare informazioni fuorvianti al mercato, rappresentando una situazione di mercato in realtà inesistente o, al contrario, rappresentando falsamente una situazione di mercato esistente²⁷.

Per quanto riguarda le notizie false, la nuova norma, ha aggiunto alla condotta di diffusione, già prevista dal codice Zanardelli, anche quella di pubblicazione, e ha

²⁴ Cass., 28 settembre 1979, Pazzola, *Cass. pen. Mass. ann.* 1981, 224; *Foro it.* 1980, II, 313; Cass., sez. VI, 10 maggio 1976, Salamone, in *Cass. pen. Mass. ann.*, 1977, 1147.

²⁵ Cfr. ROCCO, *Relazione per l'approvazione del testo definitivo del Codice Penale*, Roma, 1930.

²⁶ Cfr. ROCCO, *Relazione preliminare al Codice Penale*.

²⁷ Cfr. PEDRAZZI, *Turbativa dei mercati*, in ID., *Diritto penale*, Vol. IV, *Scritti di diritto penale dell'economia*, Milano, 2003 c, 117

allargato il campo di applicazione includendovi anche le notizie esagerate o tendenziose; per notizie “false” si devono ritenere solo le notizie che sono obiettivamente non vere e che, creando una falsa rappresentazione dei fatti, siano tali da trarre in inganno gli operatori delle borse e da determinare con il loro uso un rialzo o ribasso dei titoli non regolare²⁸.

Tuttavia, negli anni successivi all’entrata in vigore del codice, l’applicazione della norma fu limitata dall’emanazione di norme speciali che, peraltro, tornarono ad utilizzare la dicitura di “altri mezzi fraudolenti”; Tali norme, che prevedevano fattispecie speciali, congiuntamente alla dottrina prevalente, assimilarono nei fatti gli artifici ai mezzi fraudolenti²⁹.

L’art. 501 c.p. è rimasto sostanzialmente invariato fino ai nostri giorni ed è tutt’ora in vigore. L’unica modifica apportata all’articolo in questione ha riguardato l’entità della multa che il D.L. 15 ottobre 1976, n. 704 — convertito nella L. 27 novembre 1976, n. 787 — ha “*aumentato fino a lire cinquanta milioni*”, cifra oggi espressa in euro, in base alla conversione delle sanzioni pecuniarie penali e amministrative ex art. 51 comma 2 del D.Lgs. 24 giugno 1998, n. 213.

Inoltre, l’art. 1 del sopracitato D.L. 704/1976, conv. con modif. in L. 787/1976, ha reintrodotto l’aggiotaggio annonario con l’art. 501-*bis* c.p. rubricandolo “*Manovre speculative su merci*”.

La norma da ultimo citata tutela i consumatori da manovre speculative su materie prime, generi alimentari di largo consumo e prodotti di prima necessità.

L’articolo recita così:

«Fuori dei casi previsti dall'articolo precedente, chiunque, nell'esercizio di qualsiasi attività produttiva o commerciale, compie manovre speculative ovvero occulta, accaparra od incetta materie prime, generi alimentari di largo consumo o prodotti di prima necessità, in modo atto a determinarne la rarefazione o il rincaro

²⁸ Cass., 17 marzo 1966, Gualco e altri, *Riv. pen.* 1966, II, 1090.

²⁹ Cfr. PEDRAZZI, *Turbativa dei mercati*, in ID., *Diritto penale*, Vol. IV, *Scritti di diritto penale dell'economia*, Milano, 2003, 125.

sul mercato interno, è punito con la reclusione da sei mesi a tre anni e con la multa da euro 516 a euro 25.822.

Alla stessa pena soggiace chiunque, in presenza di fenomeni di rarefazione o rincaro sul mercato interno delle merci indicate nella prima parte del presente articolo e nell'esercizio delle medesime attività, ne sottrae all'utilizzazione o al consumo rilevanti quantità.

L'autorità giudiziaria competente e, in caso di flagranza, anche gli ufficiali e agenti di polizia giudiziaria procedono al sequestro delle merci, osservando le norme sull'istruzione formale. L'autorità giudiziaria competente dispone la vendita coattiva immediata delle merci stesse nelle forme di cui all'articolo 625 del codice di procedura penale.

La condanna importa l'interdizione dall'esercizio di attività commerciali o industriali per le quali sia richiesto uno speciale permesso o una speciale abilitazione, autorizzazione o licenza da parte dell'autorità e la pubblicazione della sentenza».

Il fatto che l'art. 501-bis si riferisca all'esercizio di "qualsiasi attività produttiva o commerciale" da parte dell'agente, porta ad affermare che si tratti di un reato proprio.

Accanto a tali forme di aggio, come già accennato, nella nostra legislazione erano presenti altre norme che regolavano altri fenomeni aggio, e segnatamente:

- l'aggio "societario", quale reato proprio di amministratori, direttori generali, liquidatori e sindaci di società, introdotto con l'art. 5³⁰ del r.d.l. n. 1459/1930, convertito con la legge n. 660/1931, sostituito poi dall'art. 2628 c.c.³¹;

³⁰ Così l'art. 5 r.d.l. 1459/1930: «Gli amministratori, i direttori generali, i sindaci e i liquidatori che, per procurare a sé o ad altri un profitto con danno della società diffondendo notizie false o con altri mezzi fraudolenti producono sul pubblico mercato o sulle Borse di commercio un aumento o una diminuzione del valore delle azioni o di altri titoli ad essa appartenenti [...]».

³¹ Così l'art. 2628 c.c. nella sua formulazione originaria: «Gli amministratori, i direttori generali, i sindaci e i liquidatori che diffondono notizie false o adoperano altri mezzi fraudolenti atti a cagionare nel pubblico mercato o nelle borse di commercio un aumento o una diminuzione del valore delle azioni della società o di altri titoli ad essa appartenenti, sono puniti con la reclusione da uno a cinque anni e con la multa non inferiore a lire tremila».

- l'aggiotaggio "bancario", introdotto dall'art. 98³² del r.d.l. n. 375/1936, convertito con la legge n. 141/1938 (c.d. Legge bancaria). Tale norma transitò prima nell'art. 38 del d.lgs. n. 481/1992, ed in seguito nell'art. 138³³ D.Lgs. n. 385/1993 (Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia, TUB);
- l'aggiotaggio "finanziario", introdotto dall'art. 5³⁴ L. n. 157/1991, poi abrogato dall'art. 214 D.Lgs. n. 58/1998 — Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, TUF — e sostituito dall'art. 181³⁵ dello stesso decreto.

³² Così l'art. 98 r.d.l. 375/1936: «*Chiunque divulghi, in qualunque forma, notizie false, esagerate o tendenziose circa aziende esercenti il credito, atte a turbare il mercato dei titoli e dei valori, o a indurre il panico nei depositanti, o comunque a menomare la fiducia del pubblico, è punito con le pene stabilite dall'art. 501 del codice penale*».

³³ Così l'art. 138 D.Lgs. 385/1993: «*Chiunque divulga, in qualunque forma, notizie false, esagerate o tendenziose riguardanti banche o gruppi bancari, atte a turbare i mercati finanziari o a indurre il panico nei depositanti, o comunque a menomare la fiducia del pubblico, è punito con le pene stabilite dall'art. 501 del codice penale. Restano fermi l'art. 501 del codice penale, l'art. 2628 del codice civile e l'art. 5 della legge 17 maggio 1991, n. 157*».

³⁴ Così l'art. 5 della L. 157/1991: «*Chiunque divulga notizie false, esagerate o tendenziose ovvero pone in essere operazioni simulate od altri artifici, idonei ad influenzare sensibilmente il prezzo di valori mobiliari, è punito con la reclusione fino a sei mesi e con la multa da lire un milione a lire trenta milioni. Se il fatto di cui al comma 1 è commesso al fine di provocare una sensibile alterazione del prezzo di valori mobiliari ovvero l'apparenza di un mercato attivo su tali valori mobiliari, si applicano le pene di cui all'articolo 501 del codice penale. Nei casi di cui ai commi 1 e 2, se si verifica la sensibile alterazione del prezzo di valori mobiliari ovvero l'apparenza di un mercato attivo di detti valori, le pene ivi previste sono aumentate. Si applicano le pene accessorie di cui agli articoli 28, 30, 32- bis, primo comma, e 32- ter del codice penale per una durata non inferiore a sei mesi e non superiore a due anni. Si applica il terzo comma dell'articolo 501 del codice penale. La pena è raddoppiata se i reati di cui ai commi 1 e 2 sono commessi dagli azionisti che anche di fatto esercitano il controllo della società, ai sensi dell'articolo 2359 del codice civile, dagli amministratori, dai liquidatori, dai direttori generali, dai dirigenti, dai sindaci e dai revisori dei conti di società o enti emittenti valori mobiliari di società che svolgono attività di intermediazioni di valori mobiliari o da agenti di cambio, o da membri o dipendenti della Commissione nazionale per le società e la borsa, ovvero dagli organi locali di borsa, ovvero se il reato è commesso a mezzo stampa o con altri mezzi di comunicazione di massa*».

³⁵ Così l'art. 181 del D.Lgs. 58/1998, nella sua formulazione originaria: «*Chiunque divulga notizie false, esagerate o tendenziose, ovvero pone in essere operazioni simulate o altri artifici idonei a provocare una sensibile alterazione del prezzo di strumenti finanziari o l'apparenza di un mercato attivo dei medesimi, è punito con la reclusione fino a tre anni e con la multa da uno a cinquanta milioni di lire. Se si verifica la sensibile alterazione del prezzo o l'apparenza di un mercato attivo, le pene sono aumentate. Le pene sono raddoppiate: a) nei casi previsti dal terzo comma dell'articolo 501 del codice penale; b) se il fatto è connesso dagli azionisti che esercitano il controllo a norma dell'articolo 93, dagli amministratori, dai liquidatori, dai direttori generali, dai dirigenti, dai sindaci e dai revisori dei conti di imprese di investimento o di banche che esercitano servizi di investimento, ovvero da agenti di cambio o da componenti o dipendenti della CONSOB; c) se il fatto è commesso a mezzo della stampa o mediante altri mezzi di comunicazione di massa*».

A seguito della riforma sugli illeciti societari intervenuta con D.Lgs. 11 aprile 2002, n. 61, queste fattispecie — la cui esistenza era stata, peraltro, criticata dalla dottrina che ne aveva denunciando la scarsa sistematicità e le difficoltà interpretative — sono state abrogate e unificate in un'unica disposizione, l'art. 2637 c.c. che inizialmente recitava così:

«Chiunque diffonde notizie false, ovvero pone in essere operazioni simulate o altri artifici concretamente idonei a provocare una sensibile alterazione del prezzo di strumenti finanziari, quotati o non quotati, ovvero ad incidere in modo significativo sull'affidamento che il pubblico ripone nella stabilità patrimoniale di banche o di gruppi bancari, è punito con la pena della reclusione da uno a cinque anni».

A seguito dell'introduzione dell'art. 185 TUF ad opera della L. n. 62/2005 in recepimento della direttiva 2003/6/CE relativa all'abuso di informazioni privilegiate e alla manipolazione del mercato – abusi di mercato – e delle direttive di attuazione della Commissione 2003/124/CE, 2003/125/CE e 2004/72/CE, il testo dell'art. 2637 c.c. è stato modificato, sostituendo alla locuzione “*strumenti finanziari, quotati o non quotati*”, la frase “*strumenti finanziari non quotati o per i quali non è stata presentata una richiesta di ammissione alle negoziazioni in un mercato regolamentato*”.

Tuttavia, l'introduzione dell'art. 2637 c.c. non ha sopito le critiche della dottrina.

In primo luogo, dal punto di vista sistematico, è stato criticato l'inserimento della fattispecie di aggio nel codice civile asserendo come la sua logica collocazione fosse il codice penale.

Inoltre, vi sono stati anche orientamenti contrastanti in dottrina sul rapporto tra l'art. 501 c.p. e l'art. in esame. Una parte della dottrina, infatti, affermava come l'operatività dell'art. 501 c.p. fosse limitata all'aggio su merci, mentre l'art. 2637 c.c. avesse riguardo agli «strumenti finanziari, quotati o non quotati»;³⁶ altra parte della dottrina, al contrario, propendeva per il concorso tra le due norme, tracciando come elemento

³⁶ SEMINARA, *L'aggio (art. 2637)*, in *Giarda-Seminara* (a cura di), *I nuovi reati societari: diritto e processo*, cit., 570, anche in considerazione della pronuncia della Corte cost., 23 marzo 1983, n. 73, che ha svuotato il significato del dolo specifico dell'articolo 501 c.p. in quanto ogni condotta di aggio è finalizzata al lucro e questo è insito nel dolo dell'agente.

di distinzione il fatto che per il reato previsto dall'art 501 c.p. fosse necessario il requisito del dolo specifico³⁷.

Dal raffronto fra l'art. 501 c.p. e l'art. 2637 c.c. emerge come la formulazione della fattispecie inserita nel codice civile sia finalizzata alla sua semplificazione e alla sua configurazione secondo i principi di offensività³⁸, descrivendo definitivamente la fattispecie come reato di pericolo concreto, superando il dibattito dottrinario. Gli atti posti in essere, perciò, devono essere idonei in concreto ad alterare il prezzo degli strumenti finanziari o ad incidere sull'affidamento del pubblico nella stabilità patrimoniale di banche o gruppi bancari.

3. La regolamentazione europea dei mercati

Il settore dei mercati finanziari è un settore fortemente globalizzato. A livello europeo, la sua armonizzazione normativa è di fondamentale importanza per realizzare un mercato comune europeo e garantire le quattro libertà fondamentali previste dal Trattato di Roma del 1957: la libertà di circolazione delle persone, dei servizi, delle merci e dei capitali.

La crisi finanziaria scoppiata negli USA nel 2007 dal settore dei mutui *subprime* e con conseguenze sull'economia mondiale³⁹, ha dimostrato a livello europeo, in modo particolarmente evidente, l'inadeguatezza del sistema di regole finalizzato a contrastare le situazioni di maggiore difficoltà, basato sull'armonizzazione minima, il mutuo riconoscimento e l'*home country control*. Fino al 2010, infatti, l'armonizzazione della regolamentazione e l'integrazione dei mercati — obiettivi inseriti nel FSAP del 1999 adottato dalla Commissione UE — erano favoriti tramite la procedura Lamfalussy. Tale procedura, adottata nel 2004, ha introdotto un sistema di

³⁷ Tale tesi è sostenuta da MUCCIARELLI, *Aggiotaggio*, in Alessandri (a cura di), *Il nuovo diritto penale delle società*, Milano, 2002.

³⁸ Come emerge in MINISTERO DELLA GIUSTIZIA, *Relazione al D.Lgs. 61/2002*, in *Guida dir.*, 2002, «nella descrizione del fatto punibile la norma ha subito, in conformità con i principi della legge delega, una notevole semplificazione ed un affinamento sul piano della concreta lesività del fatto».

³⁹ A partire dal secondo semestre del 2008, tutte le maggiori economie, con eccezione di India e Cina, che hanno sperimentato solo una moderata decelerazione nei tassi di sviluppo, sono state colpite da un'ondata recessiva.

regolazione e vigilanza basato su quattro livelli (codecisione, comitatologia, cooperazione, *enforcement*) e ha previsto i c.d. comitati di terzo livello (CEBS, comitato delle autorità europee di vigilanza bancaria; CEIOPS, comitato delle autorità di vigilanza europee delle assicurazioni e delle pensioni aziendali o professionali; CESR, comitato delle autorità europee di regolamentazione dei valori mobiliari) formati e presieduti dalle autorità di vigilanza nazionali, con funzione di coordinamento nelle prassi di vigilanza e nel recepimento e attuazione della disciplina comunitaria. Tuttavia, le regole e le prassi individuate dai comitati non hanno mai assunto un valore che andasse al di là di quello di semplici linee guida.

L'imperversare della crisi finanziaria ha riportato all'attenzione il problema della coordinazione e della vigilanza dei mercati. A tal fine, la Commissione europea, nell'ottobre 2008, si è affidata ad un gruppo di esperti presieduto da Jacques De Larosière, affinché presentasse una proposta di riforma del sistema di coordinamento e vigilanza che fosse più incisiva ed efficace.

Il rapporto De Larosière del 2009 ha evidenziato le criticità del sistema allora in vigore, tra cui: la asimmetria fra regolazione europea e controllo nazionale, l'insufficienza dell'attività di vigilanza microprudenziale basata sull'*home country control* e sul coordinamento fra le autorità, la necessità di un maggiore controllo del rischio sistemico e la scarsa effettività delle decisioni dei comitati.

In seguito al rapporto De Larosière si è proceduto all'emanazione di una serie di regolamenti istitutivi dell'ESFS (European System of Financial Supervisors) un sistema europeo di vigilanza finanziaria composto da: tre nuove autorità europee di vigilanza (European Supervisory Authorities, ESAs) che hanno sostituito i comitati Lamfalussy, con funzioni di armonizzazione normativa e di vigilanza microprudenziale e atte a favorire la cooperazione fra autorità nazionali; dalle autorità nazionali di vigilanza; dal Comitato europeo per il rischio sistemico (European Systemic Risk Board, ESRB)⁴⁰, divisione interna alla BCE con il compito di prevenire o attenuare i rischi sistemici alla stabilità finanziaria nell'Unione Europea.

⁴⁰ Istituito con regolamento n. 1092/2010/UE.

L'inadeguatezza del precedente sistema di vigilanza e coordinamento dei mercati, nonché l'idea che non si potesse giungere alla realizzazione di un mercato veramente integrato senza un'armonizzazione della protezione degli investitori in tutta Europa e un corretto e solido funzionamento dei mercati, ha portato, perciò, all'istituzione delle tre ESAs, organismi indipendenti e dotati di personalità giuridica. La base giuridica di riferimento per la loro istituzione è l'art. 114 TFUE⁴¹; le tre autorità sono: l'Autorità bancaria europea — EBA — istituita con regolamento n. 1093/2010/UE, che sostituisce il CEBS; l'Autorità europea delle assicurazioni e delle pensioni aziendali — EIOPA — istituita con regolamento n. 1094/2010/UE, che sostituisce il CEIOPS; l'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati — ESMA — istituita con regolamento n. 1095/2010/UE, che sostituisce il CESR.

Inoltre, sempre alla luce di quanto esposto nel rapporto De Larosière, sono stati emanati dei provvedimenti normativi diretti a regolare alcune fattispecie identificate come causa della crisi finanziaria. È stato emanato il Regolamento n. 1060/2009 /UE (Regolamento CRA) relativo alle agenzie di *rating*, il Regolamento n. 236/2012/UE che disciplina lo *short selling* e i *credit default swaps* speculativi sugli stati sovrani e il Regolamento 648/2012/UE (Regolamento EMIR) sugli strumenti derivati *over the counter*.

I sopraccennati interventi normativi hanno portato ad una nuova architettura europea di regolamentazione e vigilanza dei mercati di capitali, sottoposti al controllo, in Italia, della CONSOB, coadiuvata (e in costante dialettica) a livello sovranazionale dall'ESMA, organismo che svolge funzione di coordinamento tra le autorità nazionali degli stati membri dell'Unione Europea, nonché funzioni di vigilanza diretta su alcuni

⁴¹ Art. 114 TFUE par. 1: «Salvo che i trattati non dispongano diversamente, si applicano le disposizioni seguenti per la realizzazione degli obiettivi dell'articolo 26. Il Parlamento europeo e il Consiglio, deliberando secondo la procedura legislativa ordinaria e previa consultazione del Comitato economico e sociale, adottano le misure relative al ravvicinamento delle disposizioni legislative, regolamentari ed amministrative degli Stati membri che hanno per oggetto l'instaurazione ed il funzionamento del mercato interno».

soggetti che operano sul mercato⁴², e che, nondimeno, ha un importante ruolo nel processo di formazione legislativa, nei limiti tracciati dalla giurisprudenza della Corte di Giustizia (dottrina Meroni)⁴³, tramite le proposte di *regulatory technical standards* ed *implementing technical standards*, raccomandazioni, linee guida e strumenti di *soft law*.

3.1. Gli strumenti finanziari

La disciplina del mercato finanziario ruota attorno a tre fondamentali categorie di beni definiti dall'art. 1 TUF: prodotti finanziari, strumenti finanziari e valori mobiliari. Le tre nozioni realizzano un sistema a cerchi concentrici, infatti la categoria dei prodotti finanziari comprende al proprio interno la categoria degli strumenti finanziari che, a sua volta, racchiude in sé la categoria dei valori mobiliari.

La definizione odierna di strumento finanziario è frutto di una lunga evoluzione normativa. La L. 2 gennaio 1991, n. 1, c.d. Legge SIM, che è stata la prima a disciplinare le attività di intermediazione mobiliare, faceva sua la nozione di “valore mobiliare” riprendendola dall'art. 18-*bis* D.L. 8 aprile 1974, n. 95. Successivamente, il D.Lgs. 23 luglio 1996, n. 415, c.d. Decreto Eurosim, ha sostituito la nozione di “strumento finanziario” a quella di “valore mobiliare”. Il TUF⁴⁴ ha confermato questa impostazione, affiancando alla nozione di “strumenti finanziari” quella di “prodotti

⁴² L'ESMA vigila direttamente sulle agenzie di *rating*, come stabilito nel Regolamento n. 513/2011/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, dell'11 maggio 2011, recante modifica del regolamento 1060/2009/UE relativo alle agenzie di *rating* al credito, e sui *trade repositories* (repertori di dati sulle negoziazioni), come stabilito dall'art. 55 ss. del regolamento n. 648/2012/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 4 luglio 2012, sugli strumenti derivati OTC, le controparti centrali e i repertori di dati sulle negoziazioni.

⁴³ Così SIMONCINI M., in *Nuovi regolatori e vecchi principi nel diritto dell'UE. Poteri e limiti delle autorità europee di vigilanza finanziaria*, 2015, 9. «Nel caso Meroni la Corte di giustizia ha fissato i principi e le condizioni necessarie che rendono la delega di compiti compatibile con l'ordinamento europeo. In primo luogo, la delega di poteri deve essere esplicita e compatibile con il principio di attribuzione delle competenze, ovvero l'autorità delegante non può delegare più poteri di quanti ne detenga. Inoltre, l'esercizio dei poteri da parte del delegato deve svolgersi secondo le stesse condizioni procedurali a cui sarebbe stata sottoposta l'autorità delegante. Infine, la delega di poteri non deve comportare il trasferimento di responsabilità - e, dunque, di ampi poteri discrezionali - dal delegante al delegato se ciò non sia previsto nel Trattato».

⁴⁴ D.Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58.

finanziari”. Con il D.Lgs. 17 luglio 2007 n.164 si è recuperata la nozione di “valore mobiliare” con l’introduzione del comma 1-*bis* dell’art 1 TUF.

Nel definire le tre categorie in questione il legislatore non ha previsto un sistema tassonomico chiuso ma, al contrario, ha fatto ricorso a strumenti lessicali atecnici ed elastici, delineando figure dai confini mobili e atipici per soddisfare l’esigenza di adeguamento dell’ordinamento giuridico ai mutamenti repentini della realtà economica e finanziaria.

I prodotti finanziari assumo rilievo normativo ai fini dell’applicazione della disciplina sull’appello al pubblico risparmio⁴⁵.

L’art. 1 comma 1 lett. u) del TUF definisce la categoria dei “prodotti finanziari” come «*gli strumenti finanziari e ogni altra forma di investimento di natura finanziaria*» precisando che «*non costituiscono prodotti finanziari i depositi bancari o postali non rappresentati da strumenti finanziari*»⁴⁶.

I prodotti finanziari si identificano, perciò, come la somma di due sottoinsiemi, uno dei quali è ulteriormente definito dall’art. 1 comma 2 TUF, l’altro, invece, non definito dalla legge. La dottrina si è interrogata molto sul significato e sull’estensione della locuzione «*forma di investimento di natura finanziaria*»; si può affermare che si tratti di ogni contratto che prevede un impiego di capitali, con l’assunzione del relativo rischio, in attesa di una remunerazione futura. Questa interpretazione è condivisa anche dalla CONSOB⁴⁷ che, a tal proposito, contrappone la nozione di “investimento finanziario” a quella di “investimento di consumo” che si ha nel caso in cui la spesa non è finalizzata ad un’aspettativa di guadagno futuro, bensì al godimento immediato del bene⁴⁸.

Il contratto di investimento non è tipizzato dal legislatore e la sua atipicità riflette la nozione di prodotto finanziario e risponde all’esigenza di tutela degli investitori, consentendo di ricondurre nell’alveo delle disposizioni del TUF anche quelle forme

⁴⁵ Offerta al pubblico di prodotti finanziari ex art. 1 comma 1 lett. t) TUF, offerta pubblica di acquisto o di scambio ex art. 1 comma 1 lett. v) TUF e artt. 93 *bis* ss.

⁴⁶ Precisazione aggiunta dall’art. 3 del D.Lgs. 29 dicembre 2006, n.303.

⁴⁷ Comunicazione CONSOB 12.4.2001, n. DEM/1027182.

⁴⁸ Comunicazione CONSOB 30.11.1995, n. DAL/RM/95010201.

atipiche e innominate di prodotti finanziari.

Gli strumenti finanziari sono una categoria di derivazione comunitaria che inizialmente era stata elaborata, come sopra accennato, in sostituzione della categoria dei valori mobiliari, poi reintrodotta nel TUF dal D.Lgs. 17 luglio 2007, n. 164, e che costituisce un sottoinsieme dei prodotti finanziari.

La Direttiva 93/22/CE, c.d. ISD, comprendeva nella nozione di strumenti finanziari i valori mobiliari e gli strumenti del mercato monetario. Strumenti del mercato monetario erano gli strumenti normalmente negoziati su tale mercato (ad esempio i buoni del tesoro e i certificati di deposito). Rientravano tra i valori mobiliari le azioni e i valori ad esse assimilabili, le obbligazioni e gli altri titoli di credito negoziabili sul mercato di capitali, nonché qualsiasi altro valore normalmente negoziato che permettesse di acquisire valori mobiliari mediante sottoscrizione, scambio o pagamento in contanti; erano esclusi i mezzi di pagamento.

La disciplina prevista dal TUF, rispetto a quella comunitaria, non riprendeva la bipartizione degli strumenti finanziari in valori mobiliari e strumenti del mercato monetario, ma prevedeva una nozione unitaria di strumento finanziario che comprendeva azioni e altri titoli rappresentativi di capitale di rischio negoziabili sul mercato dei capitali previsti dal codice civile, obbligazioni, titoli di stato e altri titoli di debito negoziabili sul mercato dei capitali, quote di fondi comuni di investimento e titoli normalmente negoziati sul mercato monetario, nonché qualsiasi titolo normalmente negoziato che consentisse di acquisire detti strumenti e i relativi indici; anche il legislatore nazionale escludeva i mezzi di pagamento.

Oggi l'art. 1 comma 2 TUF recepisce la direttiva MIFID II e stabilisce che *«per “strumento finanziario” si intende qualsiasi strumento riportato nella Sezione C dell’Allegato I. Gli strumenti di pagamento non sono strumenti finanziari»*.

L’Allegato I alla Sezione C riporta:

1. Valori mobiliari.
2. Strumenti del mercato monetario.
3. Quote di un organismo di investimento collettivo.

4. Contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati («*future*»), «*swap*», accordi per scambi futuri di tassi di interesse e altri contratti derivati connessi a valori mobiliari, valute, tassi di interesse o rendimenti, quote di emissione o altri strumenti finanziari derivati, indici finanziari o misure finanziarie che possono essere regolati con consegna fisica del sottostante o attraverso il pagamento di differenziali in contanti.
5. Contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati («*future*»), «*swap*», contratti a termine («*forward*»), e altri contratti su strumenti derivati connessi a merci quando l'esecuzione deve avvenire attraverso il pagamento di differenziali in contanti o può avvenire in contanti a discrezione di una delle parti, con esclusione dei casi in cui tale facoltà consegue a inadempimento o ad altro evento che determina la risoluzione del contratto.
6. Contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati («*future*»), «*swap*» ed altri contratti su strumenti derivati connessi a merci che possono essere regolati con consegna fisica purché negoziati su un mercato regolamentato, un sistema multilaterale di negoziazione o un sistema organizzato di negoziazione, eccettuati i prodotti energetici all'ingrosso negoziati in un sistema organizzato di negoziazione che devono essere regolati con consegna fisica.
7. Contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati («*future*»), «*swap*», contratti a termine («*forward*») e altri contratti su strumenti derivati connessi a merci che non possono essere eseguiti in modi diversi da quelli indicati al numero 6, che non hanno scopi commerciali, e aventi le caratteristiche di altri strumenti finanziari derivati.
8. Strumenti finanziari derivati per il trasferimento del rischio di credito.
9. Contratti finanziari differenziali.
10. Contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati («*future*»), «*swap*», contratti a termine sui tassi d'interesse e altri contratti su strumenti derivati connessi a variabili climatiche, tariffe di trasporto, tassi di inflazione o altre statistiche economiche ufficiali, quando l'esecuzione avviene attraverso il

pagamento di differenziali in contanti o può avvenire in tal modo a discrezione di una delle parti, con esclusione dei casi in cui tale facoltà consegue a inadempimento o ad altro evento che determina la risoluzione del contratto, nonché altri contratti su strumenti derivati connessi a beni, diritti, obblighi, indici e misure, non altrimenti indicati nella presente sezione, aventi le caratteristiche di altri strumenti finanziari derivati, considerando, tra l'altro, se sono negoziati su un mercato regolamentato, un sistema multilaterale di negoziazione o un sistema organizzato di negoziazione.

11. Quote di emissioni che consistono di qualsiasi unità riconosciuta conforme ai requisiti della direttiva 2003/87/CE (sistema per lo scambio di emissioni).

L'elenco può essere suddiviso in due tipologie di strumenti finanziari: gli strumenti finanziari derivati e quelli non derivati.

Gli strumenti non derivati sono i valori mobiliari (ad eccezione di quelli indicati dall'art. 1, comma 1-*bis* lett. c) TUF)⁴⁹, gli strumenti del mercato monetario e le quote di organismi di investimento collettivo.

Gli strumenti finanziari derivati sono contratti aleatori il cui valore dipende dall'andamento di un'attività sottostante (parametro che può essere anche artificialmente creato), le cui due caratteristiche principali sono la negoziazione di un rischio e la circostanza che il rischio possa essere estraneo alla sfera giuridica di entrambi i contraenti. A seconda del sottostante, gli strumenti derivati possono suddividersi in derivati finanziari, derivati su merci e derivati creditizi: i primi assumono come proprio parametro indici economici o para-economici (grandezze non in sé economiche ma indirettamente incidenti su grandezze economiche), i secondi assumono come parametro merci (i c.d. beni reali), i terzi hanno l'effetto di trasferire il rischio di credito. La negoziazione del rischio può aver luogo attraverso più

⁴⁹ Questi rientrano in entrambe le definizioni in virtù del D.Lgs. 3 agosto 2017, n. 129, attuativo della Direttiva Mifid II, che ha espressamente ricondotto alla definizione di "strumenti derivati" di cui all'art. 1 comma 2-*ter* TUF, anche gli strumenti previsti dal citato comma 1-*bis* dello stesso art. 1, *i.e.*, i valori mobiliari «che permetta[no] di acquisire o di vendere i valori mobiliari indicati alla lettere a) e b) o che comporti[no] un regolamento a pronti determinato con riferimento a valori mobiliari, valute, tassi di interesse o rendimenti, merci o altri indici o misure».

modalità: così può accadere che le parti assumano posizioni opposte nei confronti di un certo rischio (è il caso dei contratti *futures*); può accadere che una parte decida di assumere su di sé interamente il rischio contro pagamento di un premio (è il caso dei contratti di opzione, *options*); può accadere che, dati due rischi di diversa natura, le parti decidano di scambiarseli (è questo il caso della maggior parte degli *swaps*⁵⁰).

La tecnica normativa utilizzata per definire gli strumenti finanziari è quella dell'individuazione analitica delle fattispecie rientranti nell'ambito, ma l'elencazione non è tassativa, infatti la categoria dei valori mobiliari di cui al n. 1 dell'allegato non è tipizzata dal legislatore.

Secondo l'art. 1 comma 1-*bis* del TUF «*per “valori mobiliari” si intendono categorie di valori che possono essere negoziati nel mercato dei capitali, quali ad esempio:*

a) azioni di società e altri titoli equivalenti ad azioni di società, di partnership o di altri soggetti e ricevute di deposito azionario;

b) obbligazioni e altri titoli di debito, comprese le ricevute di deposito relative a tali titoli;

c) qualsiasi altro valore mobiliare che permetta di acquisire o di vendere i valori mobiliari indicati alle lettere a) e b) o che comporti un regolamento a pronti determinato con riferimento a valori mobiliari, valute, tassi di interesse o rendimenti, merci o altri indici o misure».

Come detto poc'anzi, i valori mobiliari costituiscono una categoria atipica, tra cui rientrano, come specificato a titolo meramente semplificativo nel comma sopra riportato, le azioni e le obbligazioni di società e le opzioni di acquisto o vendita di queste. La caratteristica fondamentale dei valori mobiliari è la loro negoziabilità nel mercato dei capitali ed è quindi necessaria la compresenza di due elementi: l'idoneità giuridica di uno strumento ad essere oggetto di transazioni, e dunque di atti dispositivi, ed il concreto apprezzamento del rapporto finanziario, da parte della comunità

⁵⁰ In questo senso, tra tanti v. CARLEO A, MOTTURA C.D., MOTTURA L., 383, ove si riconduce la causa del contratto di *swap* proprio allo scambio di rischi.

finanziaria, quale normalmente destinato ad essere oggetto di vicende circolatorie⁵¹. Peraltro, non rileva né che la circolazione dello strumento sia libera, purché gli eventuali vincoli non siano restrittivi a tal punto da ostacolare quasi totalmente la circolazione, né che la circolazione avvenga in un mercato regolamentato, potendosi interpretare in senso più elastico la locuzione mercato dei capitali richiamata dalla norma.

In definitiva, per configurare o meno un titolo come valore mobiliare, e di conseguenza come strumento finanziario, deve essere effettuata una valutazione caso per caso. Questa conclusione è in linea con quanto affermato dalla CONSOB nella Comunicazione DCG/13017415 del 1° marzo 2013, nell'ambito della quale si concludeva nel senso che *«la negoziabilità dei valori va comunque apprezzata con riferimento al mercato dei capitali il quale, dovendo essere genericamente inteso quale luogo di incontro tra domanda e offerta, in grado di formare o esprimere i prezzi dei beni ivi scambiati, andrà verificato, nella sua esistenza, con riferimento ai titoli in esame»*.

3.2. Gli abusi di mercato

I prezzi che si formano sui mercati finanziari secondari derivano dall'incrocio di ordini caratterizzati da parametri di prezzo, quantità e tempo che esprimono le condizioni alle quali gli operatori che li conferiscono sono disposti a concludere contratti. In questo modo, gli operatori trasmettono al mercato elementi informativi sulle loro personali aspettative e percezioni del rischio sul prossimo andamento dell'attività sottostante allo strumento finanziario. I prezzi finiscono così per "incorporare" gradualmente tali elementi informativi e, dunque, per "rifletterli" in modo sintetico alla globalità degli operatori, che a loro volta, sulla base di questi segnali, correggono le rispettive aspettative iniziali e, eventualmente, conferiscono nuovi ordini. Tale processo circolare conduce in modo fisiologico alla graduale

⁵¹ CIAN M., *Strumenti finanziari*, in *Treccani*, Diritto on line, 2015.

scoperta del vero valore dello strumento finanziario (c.d. processo di *price discovery*)⁵².

Un mercato può essere definito efficiente quando tutti gli investitori hanno le stesse informazioni e, quindi, i prezzi dei titoli quotati rispecchiano perfettamente le informazioni disponibili⁵³.

Come già accennato, il settore dei mercati finanziari è fortemente globalizzato e, proprio per questo motivo, sono necessarie una serie di regole comuni condivise a livello sovranazionale che possano garantire il buon funzionamento e l'integrità dei mercati e la tutela degli investitori.

L'esigenza di armonizzazione si è manifestata, ovviamente, anche con riferimento alla repressione delle condotte illecite sui mercati. L'obiettivo dell'armonizzazione è perseguito non solo a livello europeo tramite l'ESFS — e più specificatamente l'ESMA—, ma anche a livello internazionale, con l'operato di varie organizzazioni, tra cui la più importante è lo IOSCO⁵⁴, che elaborano standard di regolamentazione riconosciuti a livello internazionale.

La prima disciplina del mercato finanziario è nata in risposta alla crisi del 1929 negli Stati Uniti d'America con il *Securities Act* del 1933, perfezionato successivamente dal *Security and Exchange Act* del 1934, e con l'istituzione della *Security and Exchange Commission* (SEC). La legislazione europea ha tratto molta ispirazione da quella statunitense, in particolare modo per ciò che riguarda gli abusi di mercato.

La vigente disciplina in materia di *market abuse* è costituita, a livello sovranazionale, dalla Direttiva 2014/57/UE (MAD II) e dal Regolamento (UE) 596/2014 (MAR), e a livello nazionale in gran parte dal D.Lgs 24 febbraio 1998, n. 58 (TUF), nonché dai regolamenti emessi dalla CONSOB in attuazione del TUF.

⁵² Cfr. CONSOB, *L'integrità dei mercati finanziari*.

⁵³ Cfr. FAMA E. F., Vol. 25, No. 2, *Papers and Proceedings of the Twenty-Eighth Annual Meeting of the American Finance Association New York*, N.Y. December, 28-30, 1969 (May, 1970), p. 383 ss.

⁵⁴ Lo IOSCO (International Organization of Securities Commission) nasce nel 1974 come associazione panamericana (OICV), mentre dal 1983 si apre alle nazioni di tutto il mondo tanto che oggi rappresenta ben 220 membri tra ordinari e autorità di vigilanza.

Con l'espressione abusi di mercato ci si riferisce a tutte le ipotesi in cui i risparmiatori che hanno investito le proprie risorse nei mercati finanziari si trovano a dover subire, direttamente o indirettamente, le conseguenze sfavorevoli derivanti dal comportamento di altri soggetti che abbiano approfittato di informazioni confidenziali, falsato il meccanismo di determinazione dei prezzi degli strumenti finanziari o divulgato informazioni false o ingannevoli⁵⁵.

Buon funzionamento e correttezza del mercato significa che le informazioni concernenti — direttamente o indirettamente — gli strumenti finanziari siano alla portata di tutti coloro che in un dato mercato operano e che i profitti siano generati sulla base di dette informazioni o semplicemente per pura casualità. La finalità della normativa sui *market abuse* è proprio quella di reprimere il comportamento illecito di chi, sulla base di una superiorità informativa o attraverso condotte manipolative, consegua un ingiusto profitto.

Le condotte rilevanti ai fini della normativa sono abuso di informazione privilegiata e manipolazione del mercato che hanno per oggetto strumenti finanziari quotati.

3.3. *Segue: l'abuso di informazione privilegiata*

L'abuso di informazione privilegiata può sintetizzarsi come il reato compiuto da un soggetto che, essendo in possesso di informazioni privilegiate, acquista, vende o compie operazioni (per conto proprio o di terzi) su strumenti finanziari avvalendosi di quelle stesse informazioni, oppure comunica a terzi tali informazioni, ovvero fornisce consigli sulla base di esse.

Il reato è stato introdotto nel nostro ordinamento a seguito del recepimento della Direttiva 89/592/CEE con la L. 17 maggio 1991, n. 157. Nel corso degli anni la normativa è mutata e si è evoluta, dapprima con la Direttiva 2003/6/CE (MAD) poi, ancora, con la Direttiva 2014/57/UE (MAD II) e il Regolamento 596/2014 (MAR) che costituiscono la disciplina oggi vigente e che sono state recepite dal nostro legislatore nel TUF.

⁵⁵ <https://argomenti.ilsole24ore.com/parolechiave/abusi-mercato.html>

Rinviando ai paragrafi successivi la trattazione delle fonti normative sopracitate, della loro emanazione e delle novità da queste apportate, si analizzerà in questo paragrafo la fattispecie di abuso di informazione privilegiata.

L'abuso di informazione privilegiata è disciplinato dagli artt. 3 MAD II e 8 MAR, nonché dall'art. 184 TUF. La finalità della disciplina è, come già evidenziato, l'integrità e il buon funzionamento del mercato, nonché la garanzia di trasparenza dello stesso, fondamentale affinché raccolga la fiducia degli investitori.

Il reato è, per ovvie ragioni, strettamente collegato alla normativa sull'informazione societaria, che prevede in capo agli emittenti strumenti finanziari quotati una serie di obblighi informativi — di natura finanziaria e non — in buona parte dettati dalla Direttiva *Transparency*.

In primo luogo, risulta fondamentale l'analisi del significato di “informazione privilegiata”.

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*»⁵⁶. Sono quattro, a ben vedere, gli elementi costitutivi che qualificano un'informazione come privilegiata: il carattere preciso, la non pubblicità, l'oggetto, cioè il riferimento ad uno o più strumenti finanziari, ovvero ad uno o più emittenti di questi strumenti finanziari, e il carattere della *price sensitivity*, e cioè l'attitudine dell'informazione, se resa pubblica, ad influire in maniera sensibile sui prezzi.

Per quanto riguarda il carattere della precisione, ai sensi dell'art. 7 par. 2 del Regolamento (UE) n. 596/2014 (MAR) «*un'informazione ha un carattere preciso se essa fa riferimento a una serie di circostanze esistenti o che si può ragionevolmente ritenere che vengano a prodursi o a un evento che si è verificato o del quale si può ragionevolmente ritenere che si verificherà e se tale informazione è sufficientemente*

⁵⁶ Art. 7 par. 1 lett. a) Regolamento (UE) n. 596/2014 (Regolamento MAR).

specifica da permettere di trarre conclusioni sul possibile effetto di detto complesso di circostanze o di detto evento sui prezzi degli strumenti finanziari»; ciò consente di distinguere un'informazione dal contenuto specifico dalle voci o dalle notizie generiche (c.d. *rumors*).

Altro elemento caratteristico dell'informazione privilegiata è che non sia diventata di pubblico dominio, quindi che abbia natura privata. Un'informazione può dirsi divenuta pubblica quando la sua circolazione non è ristretta ad una cerchia limitata di operatori.

Inoltre, l'informazione, e qui veniamo all'oggetto, deve riguardare direttamente o indirettamente uno o più emittenti strumenti finanziari o uno o più strumenti finanziari. L'inciso "direttamente o indirettamente" allarga il campo di applicazione della fattispecie normativa e comporta la rilevanza di tutte le informazioni che si mostrino connesse in un modo o nell'altro agli emittenti stessi; infatti, rilevano ai fini della disciplina sia le c.d. *corporate informations* (informazioni attinenti all'emittente), sia le c.d. *market informations* (informazioni riguardanti il mercato in cui l'emittente svolge la propria attività).

Analizzando l'ultimo carattere, ai sensi dell'art. 7 par. 4 del Regolamento (UE) n. 596/2014 (MAR) per informazione *price sensitive* si intende «un'informazione che un investitore ragionevole probabilmente utilizzerebbe come uno degli elementi su cui basare le proprie decisioni di investimento». *Prima facie* questa definizione potrebbe risultare problematica, in quanto il requisito di *price sensitivity* potrebbe apparire una mera ripetizione del requisito di precisione; una possibile soluzione sarebbe considerare il carattere della precisione come oggetto una valutazione in astratto e il carattere della *price sensitivity* come oggetto di una valutazione in concreto: un'informazione che in astratto sarebbe precisa potrebbe non essere *price sensitive* quando sussistono circostanze che, nel caso specifico, escludono tale qualifica⁵⁷.

La disciplina europea individua tre condotte che configurano l'abuso di informazione privilegiata: il c.d. *insider trading*, cioè il compimento di operazioni su

⁵⁷ PERRONE A., in *Il diritto del mercato dei capitali*, II edizione, Milano, 2018, 105.

strumenti finanziari sulla base di informazioni privilegiate (art. 8, par. 1, MAR; art. 3, par. 2 e 4, MAD II; art. 184, co. 1, lett a) TUF); il c.d. *tuyautage*, cioè la raccomandazione, al compimento di un'operazione su strumenti finanziari sulla base di informazioni privilegiate quando la persona che ricorre alla raccomandazione o all'induzione sa o dovrebbe sapere che esse si basano su informazioni privilegiate (art. 8, par. 2, MAR; art. 3, par. 6, MAD II; art. 184, co.1, lett c), TUF); il c.d. *tipping*, cioè la condotta con la quale una persona in possesso di informazioni privilegiate comunica tali informazioni a qualsiasi altra persona al di fuori del normale esercizio di un lavoro, della professione, della funzione o dell'ufficio, ovvero al di fuori dei casi in cui la comunicazione può qualificarsi come sondaggio di mercato (art. 4, par. 2, MAD II; art. 10, par. 1, MAR; art. 184, co. 1, lett. b) TUF). Peraltro, il legislatore europeo amplia molto il campo di applicazione della fattispecie, includendo nell'abuso di informazione privilegiata anche l'annullamento o la modifica — o la raccomandazione di annullare o modificare — di un ordine concernente uno strumento finanziario al quale le informazioni si riferiscono, quando tale ordine è stato inoltrato prima che la persona interessata entrasse in possesso di dette informazioni privilegiate (art. 3 par. 4 e par. 6, lett. b), MAD II; art. 8 par. 1 e par. 2, lett b) MAR).

L'art. 9 MAR individua alcune condotte legittime che escludono la sussistenza del reato di informazione privilegiata (le c.d. *safe harbour*), salvo che l'autorità di vigilanza accerti che vi sia stato un motivo illegittimo alla base degli ordini di compravendita, delle operazioni o delle condotte in questione.

Ai sensi dell'art. 8 par. 4 MAR e dell'art. 3 par. 3 MAD II, l'abuso di informazioni privilegiate sanziona principalmente la condotta dei c.d. *insider* primari, cioè soggetti qualificati che sono a conoscenza delle informazioni privilegiate in virtù della loro qualità di membri di organi amministrativi, di direzione o di controllo, o di partecipanti al capitale dell'emittente, o, ancora, in quanto aventi accesso a tali informazioni nell'esercizio di un'attività lavorativa, di una professione ovvero di una funzione o ufficio, o in ragione di un coinvolgimento in attività delittuose. Gli articoli in questione contengono, infine, una norma di chiusura che stabilisce l'applicabilità della disciplina

anche a chi, al di fuori delle circostanze summenzionate, abbia ottenuto informazioni (dagli *insider* primari) e sia a conoscenza del loro carattere privilegiato (i c.d. *insider* secondari).

3.4. Segue: la manipolazione del mercato

La manipolazione del mercato può definirsi come il reato compiuto da colui che diffonde notizie false, oppure pone in essere operazioni simulate o altri artifici, idonee a provocare una sensibile alterazione del prezzo di strumenti finanziari.

L'art. 15 MAR pone il divieto di effettuare manipolazioni di mercato o tentare di effettuare manipolazioni di mercato.

È possibile individuare due tipologie di condotte manipolative del mercato: la manipolazione informativa e la manipolazione operativa.

La condotta di manipolazione informativa è delineata dall'art. 12, par. 1, lett. c) MAR⁵⁸ e dall'art. 5, par. 2, lett. c) MAD II⁵⁹ e consiste nella divulgazione di informazioni che forniscano, o siano idonee a fornire, segnali falsi o fuorvianti in merito all'offerta, alla domanda o al prezzo di uno strumento finanziario o che consentano, o è probabile che consentano, di fissare il prezzo di mercato di uno o più strumenti finanziari a un livello anormale o artificiale.

Risulta necessario, a questo punto, anticipare ciò che sarà trattato nei paragrafi successivi e tracciare una significativa differenza fra i più importanti provvedimenti

⁵⁸ «Ai fini del presente regolamento, per manipolazione del mercato si intendono le seguenti attività:[...] c) la diffusione di informazioni tramite i mezzi di informazione, compreso Internet, o tramite ogni altro mezzo, che forniscano, o siano idonei a fornire, segnali falsi o fuorvianti in merito all'offerta, alla domanda o al prezzo di uno strumento finanziario, di un contratto a pronti su merci collegato o di un prodotto oggetto d'asta sulla base di quote di emissioni o che consentano, o è probabile che consentano, di fissare il prezzo di mercato di uno o più strumenti finanziari o di contratti a pronti su merci collegati o di un prodotto oggetto d'asta sulla base di quote di emissioni a un livello anormale o artificiale, compresa la diffusione di voci, quando la persona che ha proceduto alla diffusione sapeva, o avrebbe dovuto sapere, che le informazioni erano false o fuorvianti».

⁵⁹ «Ai fini della presente direttiva, costituiscono manipolazione del mercato le seguenti condotte: [...] c) divulgazione di informazioni, attraverso i media, incluso Internet, o con qualsiasi altro mezzo, che forniscono segnali falsi o fuorvianti riguardo all'offerta, alla domanda o al prezzo di uno strumento finanziario o di un contratto a pronti su merci collegato, o che assicurano il prezzo di uno o più strumenti finanziari o di un contratto a pronti su merci collegato a un livello anomalo o artificiale, quando ne consegue vantaggio o profitto per colui che ha divulgato le informazioni ovvero per altri».

delineati dal legislatore comunitario — la Direttiva (UE) n. 2014/57 (MAD II) e il Regolamento (UE) n. 596/2014 (MAR) — che compongono il c.d. “pacchetto *market abuse*”.

Lo scopo fondamentale della MAD II, preso atto che *«l’adozione di sanzioni amministrative da parte degli Stati membri si è finora rivelata insufficiente a garantire il rispetto delle norme intese a prevenire e combattere gli abusi di mercato»*⁶⁰, è stato quello di introdurre l’obbligo per gli Stati membri — previsto per la prima volta a livello europeo — di sanzionare penalmente, almeno nei casi gravi⁶¹, le persone fisiche e giuridiche colpevoli dei reati di abuso di informazioni privilegiate e manipolazione del mercato, a differenza della precedente MAD la quale imponeva solo l’adozione di misure e sanzioni di natura amministrativa, lasciando, invece, ampia discrezionalità agli Stati membri relativamente alle misure penali.

La finalità del MAR è stata quella di *«stabilire un quadro più uniforme e più rigoroso per tutelare l’integrità del mercato ed evitare il rischio di potenziale arbitraggio normativo, garantire l’assunzione di responsabilità in caso di tentata manipolazione e offrire maggiore certezza del diritto e ridurre la complessità normativa per i partecipanti al mercato»*⁶² nonché di *«evitare l’insorgere di ulteriori ostacoli agli scambi e notevoli distorsioni della concorrenza»*⁶³, istituendo un quadro sanzionatorio amministrativo in materia di abusi di mercato, e introducendo una serie di misure dirette alla loro prevenzione al fine di garantire l’integrità dei mercati finanziari dell’Unione e accrescere la tutela degli investitori e la loro fiducia nei mercati.

⁶⁰ Cons. n. 5, Direttiva (UE) n. 2014/57.

⁶¹ Dovrebbero essere considerati gravi, ai sensi del cons. n. 12 della direttiva MAD II, *«i casi come quelli in cui è di livello elevato l’impatto sull’integrità del mercato, il profitto effettivo o potenziale ritratto ovvero la perdita evitata, la misura del danno cagionato al mercato, dell’alterazione del valore dello strumento finanziario o del contratto a pronti su merci ovvero l’ammontare dei fondi utilizzati in origine oppure quando la manipolazione è commessa da soggetti impiegati o che lavorano all’interno del settore finanziario ovvero presso un’autorità di vigilanza o di regolamentazione»*.

⁶² Cons. n. 4, Regolamento (UE) n. 596/2014.

⁶³ Cons. n. 5, Regolamento (UE) n. 596/2014.

Mentre la fattispecie di abuso di informazioni privilegiate risulta identica all'interno dei due provvedimenti in questione, la fattispecie di manipolazione del mercato si atteggia in modo leggermente differente all'interno dei due articoli sopracitati: la MAD II, infatti, richiede che la condotta sia concretamente idonea alla manipolazione della domanda o del prezzo dello strumento finanziario; ai fini dell'applicazione del MAR, invece, rilevano anche le condotte astrattamente idonee — *«forniscano o siano idonei a fornire [...] consentano o è probabile che consentano»* — all'alterazione della domanda, dell'offerta o del prezzo dello strumento finanziario.

Inoltre, con riguardo alla manipolazione informativa, la disciplina penale restringe la fattispecie, richiedendo che dalla condotta derivi un *«vantaggio o profitto per colui che ha divulgato le informazioni ovvero per altri»*. Al contrario, la previsione amministrativa estende l'ambito di applicazione della fattispecie, facendovi rientrare anche *«la diffusione di voci, quando la persona che ha proceduto alla diffusione sapeva, o avrebbe dovuto sapere, che le informazioni erano false o fuorvianti»*.

Il tenore letterale delle norme europee lascia intendere l'impossibilità di configurare una manipolazione informativa realizzata mediante condotte meramente omissive. Ciò non significa, tuttavia, che l'omissione sia del tutto irrilevante: la diffusione di informazioni parziali può, infatti, costituire manipolazione del mercato, qualora l'omissione distorca l'informazione positivamente resa⁶⁴.

La manipolazione operativa, così come delineata dall'art. 12, par. 1, lett. a) e b) MAR e dall'art. 5, par. 2, lett. a) e b) MAD II, si sostanzia nel porre in essere una condotta che possa incidere, creando un'alterazione, sulla domanda, sull'offerta o sul prezzo di uno strumento finanziario. Per una trattazione più approfondita dell'argomento si rinvia al capitolo II.

⁶⁴ PERRONE A., in *Il diritto del mercato dei capitali*, II edizione, Milano, 2018, 309.

Una “terza forma” di manipolazione del mercato è la manipolazione sugli indici, la quale, ai sensi dell’art. 12, par. 1, lett. d) MAR⁶⁵ e dall’art. 5, par. 2, lett. d) MAD II⁶⁶, presenta i caratteri di entrambe le tipologie di manipolazione, in quanto può effettuarsi tramite diffusione di informazioni e comunicazione di dati, ma anche tramite qualsiasi altra condotta.

Questa previsione è stata introdotta a seguito di uno scandalo che, nell’estate 2012, con la transazione da 453 milioni di dollari tra Barclays e le autorità americane e britanniche, ha sconvolto il mondo della finanza, e delle banche in particolare: lo scandalo LIBOR-EURIBOR.

Il LIBOR (*London InterBank Offered Rate*) è un tasso d’interesse indicativo medio, calcolato giornalmente dalla *British Bankers’ Association*, al quale una selezione di sedici banche (le banche del *panel*)⁶⁷ si concedono reciprocamente prestiti scoperti nel mercato monetario londinese e costituisce il benchmark per circa 800mila miliardi di dollari tra derivati, strutturati e prestiti a tasso variabile. La *British Bankers’ Association* nel determinare il valore del LIBOR non fa altro che elencare in ordine decrescente il tasso d’interesse al quale ognuna delle singole banche è disposta a prestare denaro. I tassi comunicati dalle banche non sono necessariamente tassi effettivi di mercato, quindi determinati dall’interazione domanda-offerta, ma possono anche essere delle stime effettuate dalle banche stesse. Dei sedici tassi comunicati assumono rilevanza gli otto tassi centrali, escludendo i primi quattro tassi più alti e gli ultimi quattro tassi più bassi. La media aritmetica semplice definisce il tasso Libor di quel giorno. Questa operazione va eseguita in tutti i giorni lavorativi.

⁶⁵ «Ai fini del presente regolamento, per manipolazione del mercato si intendono le seguenti attività:[...] d) la trasmissione di informazioni false o fuorvianti o la comunicazione di dati falsi o fuorvianti in relazione a un indice di riferimento (benchmark) quando la persona che ha proceduto alla trasmissione o fornito i dati sapeva, o avrebbe dovuto sapere, che erano falsi o fuorvianti, ovvero qualsiasi altra condotta che manipola il calcolo di un indice di riferimento».

⁶⁶ «Ai fini della presente direttiva, costituiscono manipolazione del mercato le seguenti condotte:[...] d) trasmissione di informazioni false o fuorvianti, o comunicazione di dati falsi o fuorvianti ovvero ogni altra condotta che manipola il calcolo di un indice di riferimento (benchmark)».

⁶⁷ La selezione delle banche viene effettuata annualmente dalla *ICE Benchmark Administration* (IBA) con il supporto del *Foreign Exchange and Money Markets Committee* (FX&MMC).

Essere in grado di muovere "ad hoc" anche di un solo *basis point* detto benchmark può, a ben vedere, generare ingenti profitti, come, nel caso di specie, è stato fatto dalla nota banca d'affari Barclays tra il 2005 e il 2009.

3.5. L'evoluzione della disciplina europea sugli abusi di mercato: la Direttiva 89/592/CEE

In Europa, fino alla fine degli anni '80, complice l'influenza della teoria di non punibilità dell'*insider trading* dell'economista Henry G. Manne, era vivo il dibattito sulla opportunità-necessità di punire gli abusi di mercato. Più precisamente, la teoria di matrice statunitense, non solo riteneva l'utilizzo di informazioni riservate da parte di alcuni soggetti sui mercati finanziari una condotta lecita, ma reputava tale condotta addirittura benefica per il mercato⁶⁸. Infatti, secondo tale corrente di pensiero, da un lato l'effettuazione di speculazioni sui titoli quotati da parte di *insiders* avrebbe dovuto stabilizzare il mercato e diminuire il rischio degli investimenti, portando più rapidamente i prezzi dei titoli ad un livello che tenesse conto delle informazioni riservate a disposizione di tali soggetti; dall'altro, queste operazioni avrebbero costituito un giusto profitto per le abilità dell'imprenditore e, in più, avrebbero generato una coincidenza maggiore fra gli interessi dei *manager* e quelli degli azionisti così da assicurare una maggiore efficienza nella gestione societaria.

Contrariamente a quanto sostenuto da Manne, la dottrina prevalente internazionale — e, in seguito, l'Europa — ha sostenuto gli aspetti positivi di una disciplina sugli abusi di mercato. La Comunità Europea, infatti, dal 1989, ha affermato che la tolleranza verso gli abusi e in particolare l'*insider trading* avrebbero minato la fiducia dei risparmiatori, con l'ovvia conseguenza di un loro allontanamento dai mercati che avrebbe causato danni agli operatori e, di riflesso, all'economia degli Stati e della Comunità.

Peraltro, era opportuno adottare in questo settore una normativa coordinata a livello comunitario, posto che, da una parte, in alcuni Stati membri non esisteva una

⁶⁸ Cfr. H. G. MANNE, *Insider trading and the stock market*, Free Press, 1966.

normativa che vietasse le operazioni effettuate da persone in possesso di informazioni privilegiate, dall'altra, esistevano notevoli differenze tra le normative in vigore negli Stati che le avevano adottate.

Alla luce di quanto sopra detto, sulla scia delle prime — ed uniche — regolamentazioni del fenomeno vigenti in Francia e nel Regno Unito⁶⁹, punto di approdo è stata la Direttiva 89/592/CEE, con cui gli stati dell'Unione si impegnavano per la prima volta a sanzionare le condotte di *insider trading*, con la finalità di garantire ai risparmiatori il buon funzionamento del mercato.

La Direttiva non ebbe lunga vita, infatti, dapprima con il con il Piano d'Azione per i servizi finanziari del 1999 (FSAP) e, in seguito, con il Rapporto Lamfalussy sulla regolamentazione dei mercati europei dei valori mobiliari, si auspicava una nuova regolamentazione comunitaria atta a contrastare la manipolazione dei mercati. La ragione alla base della necessità di un'innovazione nella disciplina è presto detta: la Direttiva 89/592/CEE era finalizzata esclusivamente alla prevenzione delle informazioni privilegiate e si era dimostrata carente sotto l'aspetto contenutistico per fronteggiare le frodi finanziarie transfrontaliere, soprattutto quelle operate tramite strumenti informatici, alla luce anche dell'evoluzione tecnologica in generale e del mercato finanziario in particolare che ha caratterizzato l'ultimo decennio del 1900.

Le esigenze di innovazione portarono all'emanazione della Direttiva 2003/6/CE, c.d. MAD (*Market Abuse Directive*).

3.5.1. La Direttiva MAD 2003/6/CE

L'obiettivo di fondo perseguito dalla *Market Abuse Directive* del 2003 era, come quello perseguito dalla precedente normativa, la trasparenza e l'integrità del mercato, oltre che l'introduzione di una regolamentazione uniforme del fenomeno informativo che facilitasse l'operatività transfrontaliera degli operatori.

Come si evince, infatti, dal Considerando n. 2 «*un mercato finanziario integrato ed efficiente non può esistere senza che se ne tuteli l'integrità [...]. Gli abusi di mercato*

⁶⁹ Come si evince dal rapporto OICV- IOSCO, *Insider trading How Jurisdiction Regulate it*.

ledono l'integrità dei mercati finanziari e compromettono la fiducia del pubblico nei valori mobiliari e negli strumenti derivati» e, a ben vedere, come recita il Considerando n. 15, «l'abuso di informazioni privilegiate e la manipolazione del mercato sono di ostacolo alla reale e piena trasparenza del mercato, che è requisito fondamentale perché tutti gli operatori economici siano in grado di operare su mercati finanziari integrati».

La Direttiva poneva la disciplina quadro, lasciando il compito alla normativa di “livello 2” — adottata dalla Commissione previa consultazione del CESR, in conformità alla procedura Lamfalussy — di introdurre le misure di esecuzione “non essenziali”.

Oltre alla descrizione delle fattispecie punite — *insider trading* e *market manipulation* — ed alla configurazione di una nozione eurounitaria di “informazione privilegiata”⁷⁰ contenute nei primi articoli, la MAD, contiene alcune rilevanti disposizioni riguardanti il regime sanzionatorio dei *market abuse* che valorizzano il ruolo delle autorità di vigilanza nazionali. Infatti, l'art. 14, prevedendo un obbligo di risultato in capo agli Stati Membri, li obbligava a prevedere sanzioni amministrative, lasciando loro la libertà di imporre sanzioni penali; così come statuito dalla Direttiva, era previsto, perciò, un obbligo di risultato in capo agli Stati Membri, i quali avevano due possibilità: prevedere un sistema sanzionatorio esclusivamente amministrativo o un sistema “a doppio binario” che prevedeva sanzioni amministrative e penali.

La L. n. 18 aprile 2005, n. 62 ha recepito nel nostro ordinamento la Direttiva 2003/6/CE, inserendo il titolo I-bis, rubricato «*Abuso di informazioni privilegiate e manipolazione del mercato*», nella parte V del TUF.

3.5.2. La Direttiva MAD II 2014/57/UE e il Regolamento (UE) MAR 596/2014

Le stesse esigenze di innovazione, correlate al sempre maggiore progresso tecnologico e al progressivo grado di globalizzazione che caratterizza oggi i mercati finanziari, che portarono nel 2003 allo sviluppo e all'emanazione della Direttiva MAD,

⁷⁰ Per una definizione di “informazione privilegiata” si veda par. 3.3.

dopo circa un decennio dalla sua entrata in vigore spinsero il legislatore comunitario a innovare nuovamente la disciplina sui *market abuse*, adattandola alla nuova realtà dei mercati⁷¹.

Peraltro, nell'espone le cause che hanno portato ad un rinnovamento della disciplina vigente, non si può non tener conto dei vari scandali societari (basti pensare al caso Madoff del 2008 e al caso LIBOR di cui si è brevemente trattato) e della crisi economica che dagli Stati Uniti si era propagata anche nell'area Euro, la quale aveva dimostrato che si doveva preservare assolutamente l'integrità dei mercati finanziari, rafforzando i principi di vigilanza e cercando di evitare fenomeni distorsivi.

Inoltre, come già detto, la precedente Direttiva MAD, da una parte obbligava gli Stati membri ad introdurre misure amministrative adeguate al contrasto dei fenomeni di abuso, dall'altra rendeva facoltativa la previsione di sanzioni penali. Questo aspetto comportò un recepimento della normativa non uniforme nel territorio dell'Unione, nel senso che in alcuni Stati Membri le condotte descritte dalla Direttiva come manipolative sono state sanzionate in via amministrativa con pene modeste e senza alcuna previsione di illeciti penali, mentre in altri ordinamenti – tra i quali quello italiano – le misure amministrative si sono dimostrate gravemente squilibrate in senso afflittivo e, in quanto abbinate all'applicazione di sanzioni penali, generatrici del già

⁷¹ Come si evince dal Considerando n. 3 del Regolamento MAR, secondo cui: «*La direttiva 2003/6/CE 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*».

richiamato sistema del doppio binario sanzionatorio⁷². Il quadro così considerato ha favorito i fenomeni di c.d. *forum shopping*⁷³.

La risposta normativa del legislatore comunitario al contesto sopra descritto è stata l’emanazione del Regolamento (UE) 596/2014 (c.d. MAR) (entrato in vigore il 3 luglio 2016) e della Direttiva 2014/57/UE (c.d. MAD II) (recepita in Italia con il D.Lgs. n. 107/2018), che hanno sostituito la disciplina previgente, perseguendo la finalità di armonizzazione delle discipline nazionali — ai sensi dell’art. 114 TFUE — con la creazione di un quadro normativo coeso e unitario, per raggiungere un più efficiente livello di contrasto agli abusi di mercato.

Il legislatore comunitario, da una parte, utilizza lo strumento del Regolamento — fonte del diritto direttamente applicabile — istituendo un quadro comune di regolamentazione dettando norme direttamente applicabili presidiate da sanzioni amministrative, al fine di impedire che vengano adottate normative nazionali divergenti in conseguenza del recepimento di una direttiva⁷⁴; dall’altra, premesso che *«l’adozione di sanzioni amministrative da parte degli Stati membri si è finora rivelata insufficiente a garantire il rispetto delle norme intese a prevenire e combattere gli abusi di mercato»*⁷⁵, tramite la Direttiva prevede l’obbligo degli Stati membri di introdurre sanzioni penali almeno per le forme più gravi di abusi di mercato *«che dimostrino una forma più forte di disapprovazione sociale rispetto alle sanzioni amministrative»*⁷⁶.

⁷² Problematica evidenziata dal Considerando n. 4 della Direttiva MAD II che recita: *«Per funzionare correttamente il quadro legislativo relativo agli abusi di mercato deve essere attuato efficacemente. Da una valutazione dei regimi nazionali delle sanzioni amministrative effettuata a norma della direttiva 2003/6/CE è emerso che non tutte le autorità nazionali competenti disponevano dei poteri necessari per rispondere agli abusi di mercato con le sanzioni appropriate. In particolare, non tutti gli Stati membri prevedevano sanzioni amministrative pecuniarie per l’abuso di informazioni privilegiate e la manipolazione del mercato e il livello delle sanzioni variava considerevolmente da uno Stato membro all’altro. È pertanto necessario un nuovo atto legislativo al fine di garantire norme minime comuni nell’Unione»*.

⁷³ Il *forum shopping* è il fenomeno per cui le parti di una controversia possono di fatto scegliere di incardinare il relativo giudizio di fronte a una delle diverse corti astrattamente competenti a conoscere la materia. Cfr. SEPE G., in *Dizionario di economia e finanza*, 2012.

⁷⁴ Si veda il Considerando n. 5 del Regolamento MAR.

⁷⁵ Considerando n. 5 della Direttiva MAD II.

⁷⁶ Considerando n. 6 della Direttiva MAD II.

Il nuovo approccio del legislatore ai *market abuse* presenta, a ben vedere, un'inversione del rapporto tra sanzioni penali e sanzioni amministrative. Infatti, laddove la Direttiva previgente prevedeva l'obbligo di imporre sanzioni amministrative e la facoltà di introdurre sanzioni penali, la normativa oggi vigente prevede l'indispensabilità di un trattamento sanzionatorio penale, rendendolo obbligatorio almeno nei casi più gravi, per garantire l'attuazione efficace della politica dell'Unione in materia.

Nel delineare il nuovo impianto normativo, il legislatore si è preoccupato di regolare il rapporto fra le sanzioni penali e le sanzioni amministrative con riferimento alla problematica del *ne bis in idem*⁷⁷ che potrebbe sorgere allorché i fatti espongano il soggetto che li ha compiuti ad entrambe le sanzioni. L'esigenza di regolamentazione del fenomeno si evince dal Considerando n. 72⁷⁸ del Regolamento MAR e dal Considerando n. 23 della Direttiva MAD II che stabilisce come «*nell'applicare la normativa nazionale di recepimento della presente direttiva, gli Stati membri dovrebbero garantire che l'irrogazione delle sanzioni penali per i reati ai sensi della presente direttiva e di sanzioni amministrative ai sensi del Regolamento (UE) n. 596/2014 non violi il principio del ne bis in idem*». Proprio a tal fine, l'art. 30 del Regolamento prevede che gli Stati membri possano non introdurre sanzioni amministrative se le violazioni sono già soggette a sanzioni penali nel rispettivo diritto nazionale entro il 3 luglio 2016, comunicando dettagliatamente alla Commissione e all'ESMA le pertinenti norme di diritto penale. Perciò, può desumersi che qualora per la repressione delle condotte illecite corrispondenti a quelle elencate dal Regolamento siano già previste sanzioni penali dagli ordinamenti nazionali, viene meno l'obbligatorietà delle sanzioni amministrative.

⁷⁷ Per una trattazione esaustiva della problematica si rinvia al Cap. II, par. 3.4 e ss.

⁷⁸ Così il Considerando n. 72 MAR: «*Anche se nulla osta a che gli Stati membri stabiliscano regole per sanzioni amministrative oltre che sanzioni penali per le stesse infrazioni, 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. 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. [...]*».

Il sistema così delineato ha portato la dottrina a ritenere che il legislatore UE prediliga un “sistema unitario improntato al gradualismo sanzionatorio”⁷⁹, piuttosto che un impianto sanzionatorio “a doppio binario”.

La Direttiva ha previsto delle sanzioni minime anche con riferimento alle persone giuridiche, ed ha introdotto l’obbligo per gli Stati membri, sancito dall’articolo 6 della Direttiva 2014/57/UE, di punire i casi di concorso, favoreggiamento, induzione e tentativo nei reati di abuso di mercato.

Il Regolamento MAR, oltre ad identificare le ipotesi di abuso di mercato introducendo la nuova fattispecie di manipolazione sugli indici ed estendendo le ipotesi di manipolazione del mercato anche agli ordini di negoziazione effettuati con mezzi elettronici, come le strategie di negoziazione algoritmiche e ad alta frequenza (*Algotrading e High Frequency Trading*), amplia l’ambito di applicazione della disciplina, includendovi nuove sedi di negoziazione, e precisamente i sistemi multilaterali di negoziazione (*Multilateral Trading Facilities*, MTF) e i sistemi organizzati di negoziazione (*Organized Trading Facilities*, OTF), nonché gli strumenti finanziari non quotati sui mercati regolamentati (i c.d. *over the counter*, OTC)⁸⁰.

Il Regolamento rafforza i poteri di controllo e di indagine delle autorità di vigilanza nazionali, prescrivendo la necessità di una cooperazione reciproca fra le autorità degli Stati membri e con l’ESMA, e al tempo stesso prevede, inoltre, una serie di strumenti in grado di prevenire e individuare in modo efficace le condotte lesive dell’integrità dei mercati, quali, ad esempio, gli obblighi di segnalazione delle operazioni sospette (art. 16), gli obblighi di notifica all’autorità competente e all’emittente delle operazioni effettuate da persone che esercitano funzioni di amministrazione, di controllo o di direzione (art. 19), le norme sulla segnalazione delle violazioni alle autorità di vigilanza (art. 32).

Al fine di specificare le nuove disposizioni, il MAR ha conferito alla Commissione europea il potere di adottare specifici atti delegati volti ad agevolare la conformità dei

⁷⁹ F. MUCCIARELLI, *La nuova disciplina eurounitaria sul Market Abuse*, cit., 303.

⁸⁰ Novità introdotte dal Considerando n. 8 e dall’art. 2 del MAR, nonché negli artt. 1 e 2 della MAD II.

partecipanti al mercato al Regolamento e la sua applicazione da parte delle autorità competenti. In adempimento a tale mandato, la Commissione, coadiuvata dall'ESMA, ha quindi adottato una serie di atti normativi contenenti norme tecniche di attuazione e di regolamentazione.

4. Il recepimento della normativa comunitaria nel TUF

Il legislatore italiano si è fatto attendere ed ha recepito nel nostro ordinamento la nuova disciplina europea quattro anni dopo la sua emanazione, con il D.Lgs. 10 agosto 2018, n. 107 — adottato in attuazione della Legge di delegazione europea 2016-2017 — che ha introdotto le misure per cui era espressamente richiesto l'intervento degli Stati membri ai sensi dell'art. 39 MAR, tenendo conto della natura *self executing* di tale Regolamento, e le misure necessarie per il recepimento del contenuto della Direttiva MAD II.

Novità sono state apportate alla disciplina previgente in tema di informazione privilegiata societaria. In proposito, il nuovo comma secondo dell'art. 108 prevede che le informazioni regolamentate siano depositate presso la CONSOB e presso il gestore del mercato che ha approvato o per il quale l'emittente ha richiesto l'ammissione alla negoziazione dei propri valori mobiliari al fine di assicurare l'esercizio delle funzioni di vigilanza. Inoltre, è stata innovata la disciplina degli obblighi informativi verso il pubblico e quella dell'eventuale ritardo nella comunicazione.

Le innovazioni più rilevanti apportate dal D.Lgs. 107/2018 riguardano, tuttavia, il titolo I-bis della parte V del TUF, rubricato oggi "*Abusi di mercato*".

In particolare, sono state aggiornate le definizioni di cui all'art. 180, facendo rinvio espresso alla normativa europea per alcune di esse, ed è stato abrogato l'art. 181 recante la nozione di informazione privilegiata, ora contenuta nel sopracitato art. 180.

L'intervento normativo ha, inoltre, apportato modifiche al capo II e al capo III, che disciplinano le sanzioni penali e quelle amministrative. Ciononostante, la nuova disciplina ha mantenuto fermo l'impianto sanzionatorio a doppio binario dei *market abuse*, lasciando irrisolta la problematica del *ne bis idem*, malgrado le pronunce della

Corte di Giustizia dell'Unione Europea e della Corte Europea dei Diritti dell'Uomo in materia. Il legislatore, riguardo tale questione, con un approccio rivedibile, si è limitato a prevedere all'art. 187 *ter-decies* che «quando per lo stesso fatto è stata applicata, a carico del reo, dell'autore della violazione o dell'ente una sanzione amministrativa pecuniaria ai sensi dell'articolo 187-septies ovvero una sanzione penale o una sanzione amministrativa dipendente da reato: a) l'autorità giudiziaria o la CONSOB tengono conto, al momento dell'irrogazione delle sanzioni di propria competenza, delle misure punitive già irrogate; b) l'esazione della pena pecuniaria, della sanzione pecuniaria dipendente da reato ovvero della sanzione pecuniaria amministrativa è limitata alla parte eccedente quella riscossa, rispettivamente, dall'autorità amministrativa ovvero da quella giudiziaria».

La CONSOB, al contrario, più solerte del legislatore, ha avvertito la necessità di allineare le disposizioni regolamentari domestiche al dettato della nuova disciplina comunitaria, apportando le necessarie modifiche al Regolamento Mercati, al Regolamento Emittenti ed al Regolamento operazioni con parti correlate, abrogando le disposizioni secondarie in contrasto con il MAR ed operando, così, un coordinamento fra norme europee e disposizioni nazionali di secondo livello, ed ha inoltre pubblicato, affiancandosi alle indicazioni fornite dall'ESMA, due guide operative aventi ad oggetto la “Gestione delle informazioni privilegiate” e le “Raccomandazioni di investimento” al fine di fornire ai destinatari della nuova disciplina una sorta di manuale operativo per la corretta applicazione delle norme del MAR.

5. L'autorità di regolamentazione e controllo: la CONSOB

La CONSOB, Commissione Nazionale per le Società e la Borsa, istituita con la L. 7 giugno 1974, n. 216 di conversione del D.L. 8 aprile 1974, n. 95, recante disposizioni relative al mercato mobiliare ed al trattamento fiscale dei titoli azionari, è un'autorità amministrativa indipendente dotata di personalità giuridica preposta alla vigilanza sui mercati in Italia. È composta da un presidente e da quattro membri, scelti tra persone

di specifica e comprovata competenza ed esperienza e di indiscussa moralità e indipendenza, nominati con decreto del Presidente della Repubblica su proposta del Presidente del Consiglio dei Ministri, che durano in carica cinque anni e possono essere riconfermati una sola volta.

La CONSOB, inserita nel più ampio contesto dell'ESFS, svolge la sua attività di supervisione del rispetto della trasparenza e della correttezza sui mercati in cooperazione con le altre autorità di vigilanza europee e con l'ESMA, ai sensi degli artt. 22 e ss. MAR, coordinando la sua funzione e cooperando (al fine di evitare duplicazioni nell'esercizio delle rispettive attività), attraverso lo scambio di informazioni, con la Banca d'Italia, quest'ultima preposta al controllo della sana e prudente gestione degli intermediari⁸¹. Ai sensi dell'art. 2 comma 1 del TUF, infatti, la Banca d'Italia e la CONSOB esercitano i poteri loro attribuiti in armonia con le disposizioni dell'Unione europea, applicano i regolamenti e le decisioni dell'Unione europea.

La CONSOB vigila sui mercati regolamentati (e sui sistemi di negoziazione diversi dai mercati regolamentati) e sul regolare svolgimento delle contrattazioni su di essi, sulle società quotate, gli intermediari e i consulenti finanziari, sulla diffusione delle informazioni regolamentate.

L'esercizio delle competenze di vigilanza mira a perseguire finalità di stabilità e buon funzionamento del sistema finanziario, salvaguardando la fiducia in esso, in generale, e in particolare la trasparenza del mercato, l'ordinato svolgimento delle negoziazioni e la tutela degli investitori. Le regole di condotta e quelle in materia di

⁸¹ Il TUF individua analiticamente i poteri spettanti all'una e all'altra Autorità e gli ambiti nei quali l'esercizio della vigilanza deve avvenire congiuntamente (il potere di approvare norme regolamentari su delega del TUF viene a volte assegnato ad entrambe le Autorità, mentre la vigilanza successiva viene ripartita in base alla prevalenza delle finalità cui è volta una specifica norma). Il TUF prevede, infine, un obbligo di collaborazione fra la Consob e la Banca d'Italia in materia di intermediari finanziari, anche al fine di ridurre al minimo i costi per i soggetti vigilati. Per questo, le due Autorità stipulano protocolli di intesa, uno dei quali ha specificamente ad oggetto il coordinamento dell'esercizio delle funzioni di vigilanza sugli intermediari, limitatamente ai servizi da questi prestati. In base ai principi generali del protocollo la Banca d'Italia e la Consob operano in modo coordinato, si scambiano, per quanto di reciproco interesse, le informazioni rilevanti e operano in modo da evitare duplicazioni nell'esercizio delle rispettive attività.

trasparenza mirano, infatti, in primo luogo, a far sì che i soggetti vigilati divulgino nei modi e nei tempi opportuni tutte le informazioni necessarie, affinché investitori e analisti possano pervenire ad una compiuta valutazione delle caratteristiche e dei rischi degli investimenti, e ad assicurare che gli operatori tengano comportamenti corretti nei confronti dei propri clienti/investitori.

Tali competenze sono esercitate dalla CONSOB attraverso la vigilanza regolamentare, informativa ed ispettiva⁸².

La vigilanza regolamentare comporta il potere di adottare norme di attuazione orientate ai principi di valorizzazione dell'autonomia decisionale dei soggetti vigilati, proporzionalità, riconoscimento del carattere internazionale del mercato finanziario e salvaguardia della posizione competitiva dell'industria italiana con agevolazione all'innovazione e alla concorrenza, graduando gli obblighi in relazione alla natura dei clienti (al dettaglio o professionali).

La vigilanza informativa si articola nel potere riconosciuto all'autorità di richiedere la comunicazione di dati e notizie e la trasmissione di atti e documenti con le modalità e nei termini da esse stabiliti, nonché la previsione di obblighi di comunicazione da parte degli organi di controllo e del soggetto incaricato della revisione legale dei conti sulle irregolarità della gestione e sulla violazione di norme.

La vigilanza ispettiva consiste nel potere di effettuare ispezioni e richiedere esibizione di documenti e nel compimento degli atti ritenuti necessari presso i soggetti abilitati. A questo proposito, le autorità di vigilanza (CONSOB e Banca d'Italia) hanno l'obbligo di coordinarsi, comunicandosi reciprocamente le ispezioni disposte, cosicché l'una possa chiedere all'altra di effettuare ispezioni su profili di sua competenza evitando inutili duplicazioni di costi.

L'attività di vigilanza della CONSOB (e della Banca d'Italia) è tutelata attraverso l'art. 187-*quinqüiesdecies*, che punisce chiunque ostacoli o ritardi le funzioni di cui sopra non cooperando con le due autorità ovvero non ottemperando nei termini alle loro richieste.

⁸² <http://www.consob.it/web/investor-education/la-vigilanza-della-consob>.

Il legislatore, oltre all'attribuzione degli ampi poteri di vigilanza e di controllo sopra menzionati, ha attribuito alla Commissione anche ulteriori prerogative, che hanno portato la dottrina ad affermare che essa «rappresenta, più di altre autorità indipendenti, un potere “sovrano”, accentrando in sé potestà legislative, inquirenti e giudicanti»⁸³. Infatti, ai sensi dell'art. 187-*septies*, la CONSOB è l'autorità competente per l'irrogazione — con provvedimento motivato e previa contestazione degli addebiti — delle sanzioni amministrative principali e accessorie previste dagli artt. 187-*bis* e ss.

Peraltro, l'autorità svolge un ruolo centrale anche nei procedimenti dinnanzi all'autorità giudiziaria. In primo luogo, l'art. 187-*decies*, comma 2 stabilisce che il Presidente della CONSOB trasmetta al pubblico ministero la documentazione raccolta nello svolgimento dell'attività di accertamento nel caso in cui emergano elementi che facciano presumere la esistenza di un reato e, il comma 3, dispone la collaborazione fra la CONSOB e l'autorità giudiziaria, anche mediante scambio di informazioni, al fine di agevolare l'accertamento delle violazioni anche non costituenti reato. In secondo luogo, la Commissione può esercitare nei procedimenti per i reati di abuso di informazione privilegiata e manipolazione del mercato i diritti e le facoltà attribuiti dal codice di procedura penale agli enti e alle associazioni rappresentative di interessi lesi dal reato (art. 187-*undecies* comma 1). Infine, ai sensi del comma 1 dell'art. 187-*undecies*, la CONSOB può costituirsi parte civile e richiedere a titolo di riparazione dei danni cagionati dal reato all'integrità del mercato una somma determinata dal giudice.

5.1. I poteri ex art. 187-*octies* TUF

In tema di abusi di mercato, risulta centrale, ai fini dell'individuazione delle prerogative attribuite all'autorità di vigilanza, l'art. 187-*octies* TUF, rubricato “Poteri

⁸³ Così, A. F. TRIPODI, *Commento agli artt.180-187 quaterdecies t.u.f.*, in *Le fonti del diritto italiano. Leggi penali complementari*, T. PADOVANI (a cura di), Giuffrè, 2007, 2556.

della CONSOB”, che al comma 1 l’individua come l’autorità nazionale competente ai sensi dell’art. 22 del regolamento (UE) n. 596/2014⁸⁴.

La CONSOB compie tutti gli atti necessari all’accertamento delle violazioni della normativa comunitaria e di quella interna e, ai fini del raggiungimento di tale scopo, l’art. 187-*octies* le attribuisce una vasta gamma di poteri d’indagine che, per la loro incisività, possono essere definiti “inquirenti”. Il comma 3 dell’art. in commento, infatti, prevede che essa, nei confronti di chiunque sia informato sui fatti, possa:

- a) richiedere notizie, dati o documenti sotto qualsiasi forma stabilendo il termine per la relativa comunicazione;
- b) richiedere le registrazioni esistenti relative a conversazioni telefoniche, a comunicazioni elettroniche e allo scambio di dati, stabilendo il termine per la relativa trasmissione;
- c) procedere ad audizione personale;
- c-*bis*) in relazione a strumenti derivati su merci, richiedere dati sulle operazioni e accedere direttamente ai sistemi dei partecipanti al mercato;
- d) procedere al sequestro dei beni che possono formare oggetto di confisca ai sensi dell’articolo 187-*sexies*⁸⁵;
- e) procedere ad ispezioni, anche mediante autorizzazione di revisori legali o società di revisione legale;
- f) procedere a perquisizioni.

La CONSOB può, inoltre, ai sensi del comma successivo:

⁸⁴ Ai sensi dell’art. 22 MAR: «Fatte salve le competenze delle autorità giudiziarie, ogni Stato membro designa un’unica autorità amministrativa competente ai fini del presente regolamento. Gli Stati membri ne informano la Commissione, l’ESMA e le altre autorità competenti degli altri Stati membri. L’autorità competente assicura che le disposizioni del presente regolamento siano applicate sul proprio territorio per quanto riguarda tutte le attività svolte sul proprio territorio, nonché le attività svolte all’estero relative a strumenti ammessi alla negoziazione su un mercato regolamentato, per i quali è stata chiesta l’ammissione alla negoziazione su tale mercato, oggetto d’asta su una piattaforma d’asta o negoziati su un MTF o su un OTF, o per i quali è stata chiesta l’ammissione alla negoziazione su un MTF che opera all’interno del loro territorio».

⁸⁵ Ai sensi dei commi 9 e 10 del medesimo art., contro il sequestro gli interessati possono proporre opposizione alla CONSOB e la decisione sull’opposizione è adottata con provvedimento motivato emesso entro il trentesimo giorno successivo alla sua proposizione.

- a) avvalersi della collaborazione delle pubbliche amministrazioni, richiedendo la comunicazione di dati ed informazioni;
- a-bis) accedere direttamente, mediante apposita connessione telematica, ai dati contenuti negli elenchi delle imprese che forniscono reti pubbliche di comunicazioni (di cui all'art. 55, comma 7, del decreto legislativo 1° agosto 2003, n. 259);
- b) chiedere l'acquisizione presso il fornitore dei dati relativi al traffico telefonico;
- c) richiedere la comunicazione di dati personali;
- d) avvalersi, ove necessario, dei dati contenuti nell'anagrafe dei conti e dei depositi;
- e) accedere direttamente, mediante apposita connessione telematica, ai dati contenuti nella Centrale dei rischi della Banca d'Italia;
- e-bis) avvalersi, ove necessario, dei dati contenuti nell'apposita sezione dell'anagrafe tributaria.

Nell'esercizio delle facoltà ad essa attribuite, l'autorità può avvalersi della coadiuvazione della Guardia di Finanza, fermo restando l'obbligo di autorizzazione da parte del Procuratore della Repubblica, a garanzia dei diritti dei soggetti vigilati, per l'esercizio dei poteri di perquisizione e sequestro e di acquisizione del traffico telefonico.

Infine, in caso di sussistenza di elementi che facciano presumere l'esistenza di violazioni delle norme del Regolamento MAR e del TUF, la CONSOB può anche adottare provvedimenti cautelari, ordinando la cessazione temporanea o permanente di qualunque pratica o condotta e adottando tutte le misure necessarie a garantire che il pubblico sia correttamente informato circa la correzione di informazioni false o fuorvianti precedentemente divulgate, anche imponendo ai soggetti interessati di pubblicare una dichiarazione di rettifica.

CAPITOLO II

LA MANIPOLAZIONE OPERATIVA DEL MERCATO

SOMMARIO: 1. La manipolazione operativa: art. 12 MAR e art. 5 MAD II. — 1.1. L’invio di segnali falsi o fuorvianti. — 1.2. Il *price positioning*. — 1.3. La manipolazione attraverso artifici o raggiri. — 1.4. Le condotte tipiche di manipolazione. — 1.5. Gli indicatori di manipolazione previsti dall’allegato I al MAR. — 1.6. I *Safe Harbour*. — 1.6.1. Riacquisto di azioni proprie e stabilizzazione. — 1.6.2. Attività di gestione monetaria, del debito pubblico e della politica climatica. — 1.7. Le prassi di mercato ammesse (AMP). — 1.7.1. L’adeguamento al MAR delle AMP prevenienti. — 1.7.2. L’attività di sostegno della liquidità del mercato secondo la Nuova Prassi n. 1 e la cessazione delle Prassi n. 2 e n. 3. — 1.8. L’elemento soggettivo. — 1.9. Il tentativo. — 2. Prevenzione e individuazione degli abusi di mercato. — 2.1. Le operazioni effettuate da persone che esercitano funzioni di amministrazione, di controllo o di direzione. — 2.2. Il *whistleblowing*. — 2.3. Autorità competenti, ESMA e obblighi di cooperazione.

1. La manipolazione operativa: art. 12 MAR e art. 5 MAD II

Il reato di manipolazione del mercato, noto anche come “agiotaggio finanziario”, costituisce, insieme al reato di abuso di informazioni privilegiate, un abuso di mercato. La manipolazione del mercato è un comportamento volto a influire sul corretto processo di formazione dei prezzi degli strumenti finanziari negoziati, attraverso condotte che, in ragione dell’inganno che sostanzia l’operato e le finalità del manipolatore, sono assimilabili a una frode⁸⁶.

Si possono distinguere due tipologie di condotte manipolative: la manipolazione informativa⁸⁷ e la manipolazione operativa.

La manipolazione di tipo operativo viene realizzata tramite strategie che fanno leva sull’immissione di ordini e l’eventuale conclusione di contratti che interferiscono sul processo di formazione dei prezzi⁸⁸, essa perciò si sostanzia nella condotta di chi compie operazioni sulle *trading venues* atte ad alterare la domanda o il prezzo degli strumenti finanziari.

⁸⁶ GIAVAZZI S., *La manipolazione del mercato [dir. pen.]*, Diritto on line, 2019.

⁸⁷ Per la trattazione della fattispecie di manipolazione informativa del mercato si veda cap. I, par. 3.4.

⁸⁸ <http://www.consob.it/web/investor-education/mercati-finanziari>.

La fattispecie di manipolazione operativa del mercato è definita e disciplinata nell'ordinamento italiano dall'art. 185 TUF, che sanziona l'illecito penale, e dall'art. 187-ter, che sanziona l'illecito amministrativo, e a livello sovranazionale dall'art. 12, par. 1, lett. a) e b) Regolamento (UE) n. 596/2014 (MAR) e dall'art. 5, par. 2, lett. a) e b) Direttiva 2014/57/UE (MAD II).

L'art. 185 TUF al primo comma disciplina la manipolazione del mercato stabilendo che *«chiunque diffonde notizie false o pone in essere operazioni simulate o altri artifici concretamente idonei a provocare una sensibile alterazione del prezzo di strumenti finanziari, è punito con la reclusione da uno a sei anni e con la multa da euro ventimila a euro cinque milioni»*.

A differenza della fattispecie di cui all'art. 184 TUF — abuso di informazioni privilegiate, che individua alcune figure proprie — la fattispecie ex art. 185 TUF con l'utilizzo del termine “chiunque” delinea un reato comune; ciò che assume valore è che il soggetto operi sugli strumenti finanziari di cui all'art. 180 TUF, avendo rilievo la qualifica soggettiva solo ai fini dell'applicazione dell'aggravante di cui al comma 2 dell'art. 185 TUF: infatti, il giudice, valutando le “qualità personali” del colpevole può aumentare la multa fino al triplo o fino al maggiore importo di dieci volte il prodotto o il profitto conseguito dal reato quando essa appare inadeguata anche se applicata nel massimo.

La disposizione incriminatrice, in un'ottica di evidente valorizzazione del principio di offensività, richiede che l'alterazione del prezzo sia quantomeno “sensibile”, così da escludere modificazioni minime dei prezzi, in quanto tali non suscettibili di perturbare effettivamente l'andamento del mercato.

Come si desume dal testo della norma, il reato di manipolazione del mercato è un reato di pericolo concreto a dolo generico⁸⁹, sicché le condotte alternativamente previste dalla norma incriminatrice, rilevano penalmente qualora, in base ad un giudizio di prognosi postuma, possano ritenersi concretamente in grado di sviluppare

⁸⁹ Cfr. ANTOLISEI, *Manuale di diritto penale. Leggi complementari*, cit., 509; SEMINARA S., *L'aggiotaggio (art. 2637), I nuovi reati societari: diritto e processo*, a cura di GIARDA-SEMINARA, Padova, 2002, 547.

una influenza sulla determinazione dei prezzi (la c.d. *price sensitivity*): la soglia della tutela penale viene così anticipata alla realizzazione della condotta e non richiede che essa determini la verifica dell'evento tipico⁹⁰. Per la sussistenza del delitto è dunque irrilevante il prodursi o meno della sensibile alterazione del prezzo.

Infatti, a tal proposito, la Suprema Corte ha precisato che «*il delitto di manipolazione del mercato, previsto dall'art. 185 TUF., è un reato di pericolo concreto e di mera condotta, la cui concreta idoneità deve essere accertata sulla base del criterio della prognosi postuma, volto a verificare se – con riferimento all'intera platea degli investitori ed alla complessiva situazione di mercato, nonché valutando le iniziative sollecitatorie della Consob a norma dell'art. 114 TUF. – gli effetti decettivi dei fatti comunicativi, prevedibili in concreto ed “ex ante” quali conseguenze della condotta dell'agente, siano stati potenzialmente idonei a provocare una sensibile alterazione del prezzo di mercato del titolo rispetto a quello determinato in un corretto processo di formazione dello stesso*»⁹¹.

Il reato si perfeziona nel luogo e nel tempo in cui viene portata a termine la sequenza di atti integrante l'azione vietata e, dunque «*[...] si concretizza, quale conseguenza della condotta, la rilevante possibilità del verificarsi della sensibile alterazione del prezzo dello strumento finanziario, a nulla rilevando che l'evento naturalistico non si verifichi. [...]*»⁹².

L'art. 187-ter sanziona l'illecito amministrativo stabilendo che «*salve le sanzioni penali quando il fatto costituisce reato, è punito con la sanzione amministrativa pecuniaria da ventimila euro a cinque milioni di euro chiunque viola il divieto di manipolazione del mercato di cui all'articolo 15 del regolamento (UE) n. 596/2014*». Questa fattispecie è configurata dal legislatore come di pericolo astratto, in quanto non

⁹⁰ In proposito in dottrina cfr. ALIBRANDI, *I reati societari*, Milano, 1993, 210; IADECOLA, LUONGO, *I reati societari*, Padova, 1995, 89; ORSI, *Aggiotaggio: tutelata solo l'economia pubblica*, in *Guida dir.*, 2002, n. 16, 80; ORSI, *Gli “artifici” costitutivi dell'elemento oggettivo dei delitti di aggiotaggio (art. 2637 c.c.) e di manipolazione del mercato (art. 185 t.u.f.)*, in *Riv. trim. dir. pen. econ.*, 2008, 93.

⁹¹ Cass. pen., sez. V, sent. n. 53437 del 19 ottobre 2018.

⁹² Cass. pen., sez. II, sent. n. 12989/2013, Consorte; sull'argomento si veda anche Cass. pen., sez. V, sent. n. 49362/2012.

è richiesta — a differenza della fattispecie di cui all'art. 185 TUF — la concreta idoneità della condotta ad alterare i prezzi degli strumenti finanziari.

Ai sensi dell'art. 12, par. 1, lett. a) e b) Regolamento (UE) n. 596/2014 (MAR) «*per manipolazione del mercato si intendono le seguenti attività:*

a) *l'avvio di un'operazione, l'inoltro di un ordine di compravendita o qualsiasi altra condotta che:*

ii) *invii, o è probabile che invii, segnali falsi o fuorvianti in merito all'offerta, alla domanda o al prezzo di uno strumento finanziario, di un contratto a pronti su merci collegato o di un prodotto oggetto d'asta sulla base di quote di emissioni; oppure*

iii) *consenta, o è probabile che consenta, di fissare il prezzo di mercato 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 a un livello anormale o artificiale;*

a meno che la persona che avvia un'operazione, inoltra un ordine di compravendita o ha posto in essere qualsiasi altra condotta stabilisca che tale operazione, ordine o condotta sono giustificati da legittimi motivi e sono conformi a una pratica di mercato ammessa, come stabilito a norma dell'articolo 13;

b) *l'avvio di un'operazione, l'inoltro di un ordine di compravendita o qualsiasi altra attività o condotta che incida, o sia 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, utilizzando artifici o qualsiasi altra forma di raggiro o espediente».*

L'art. 5, par. 2, lett. a) e b) della Direttiva MAD II stabilisce che «*costituiscono manipolazione del mercato le seguenti condotte:*

a) *conclusione di un'operazione, immissione di un ordine di compravendita o qualsiasi altra condotta che;*

- ii) *fornisce segnali falsi o fuorvianti relativi all'offerta, alla domanda o al prezzo di uno strumento finanziario o di un contratto a pronti su merci collegato; o*
- iii) *fissa il prezzo di uno o più strumenti finanziari, o di un contratto a pronti su merci collegato, a un livello anomalo o artificiale;*
salvo che le ragioni per le quali la persona ha posto in essere l'operazione o inoltrato un ordine di compravendita siano legittime e che tali operazioni o ordini di compravendita siano conformi alle prassi di mercato ammesse nella sede di negoziazione interessata;
- b) *conclusione di un'operazione, immissione di un ordine di compravendita o il compimento di qualsiasi altra attività o condotta che, attraverso l'uso di artifici o di ogni altro tipo di inganno o espediente, incide sul prezzo di uno o più strumenti finanziari o di un contratto a pronti su merci collegato».*

I due provvedimenti europei disciplinano in modo sostanzialmente identico la fattispecie, seppur con la presenza di sottili differenze aventi ad oggetto l'ambito di applicazione della disciplina, già evidenziate nel capitolo I, a cui si rimanda⁹³.

Come si evince dai due articoli sopra riportati, la condotta può sostanziarsi nel fornire segnali falsi o fuorvianti relativamente ad uno strumento finanziario, nel fissarne il prezzo ad un livello anomalo o artificiale o nell'alternarne il prezzo attraverso artifici o altri tipi di inganni o espedienti. Nei prossimi paragrafi saranno analizzate tali condotte.

1.1. L'invio di segnali falsi o fuorvianti

La prima categoria di comportamenti che il Regolamento MAR e la Direttiva MAD II riconducono alla manipolazione operativa del mercato è quella che attiene all'effettuazione di operazioni che inviino segnali falsi o fuorvianti al mercato (*false/misleading transactions*).

⁹³ Si veda cap. I, par. 3.4.

La condotta si esplica tramite “operazioni simulate” (c.d. *action based manipulation*), cioè operazioni che, singolarmente considerate o per il contesto in cui si inseriscono, hanno una valenza ingannevole per gli altri operatori del mercato in quanto simulano o dissimulano la reale giustificazione economica dell’operazione.

Può affermarsi che rientra in questa categoria «ogni condotta, lecita o illecita, caratterizzata – in sé o nel suo complesso o alla luce del contesto in cui si svolge – da una oggettiva valenza ingannatoria, a causa della sua capacità di influenzare l’andamento dei prezzi mediante la rappresentazione di una situazione di mercato non corrispondente alla realtà o la dissimulazione di una situazione reale»⁹⁴.

Si può trattare di una “simulazione assoluta”, che consiste in operazioni che le parti non hanno mai voluto compiere, o di una “simulazione relativa”, concernente operazioni che, pur volute, presentano una giustificazione o un’oggettività economica difforme da quella effettivamente perseguita dalle parti.

Oltre che dalle modalità intrinseche dell’operazione, la valenza ingannevole si può ricavare anche dalla capacità dell’operazione, per come appare sul mercato, di orientare le decisioni degli investitori.

A titolo esemplificativo, possono richiamarsi alcune tipologie di condotte che configurano una manipolazione effettuata con l’invio di segnali falsi o fuorvianti al mercato; queste condotte sono elencate nella comunicazione n. DME/5078692 del 29-11-2005, in cui la CONSOB ha riprodotto gli esempi di manipolazione del mercato indicati dal CESR nelle *guidelines & recommendations* pubblicate con il documento 04-505b — in seguito fatto proprio dall’ESMA — al fine di fornire una guida agli operatori⁹⁵. Tuttavia, i comportamenti indicati negli esempi possono risultare di fatto leciti se, ad esempio, determinati da motivazioni del tutto legittime e se conformi a quanto previsto dalle leggi e dai regolamenti.

⁹⁴ SEMINARA S., L’aggiotaggio (art. 2637), in A. GIARDA - S. SEMINARA (a cura di), *I nuovi reati societari: diritto e processo*, Padova, 2002, 556 ss.

⁹⁵ Il documento del CESR illustra casi evidenti che ricadono nettamente nella definizione di manipolazione del mercato o che, comunque, forniscono indizi di elementi manipolativi importanti per le valutazioni.

Tra i comportamenti menzionati dalla comunicazione — a proposito di questa forma di manipolazione — vi sono i c.d. *wash trades* (operazioni fittizie) e i c.d. *improper matched orders* (ordini abbinati in modo improprio). I primi si sostanziano in transazioni in acquisto e vendita effettuate dallo stesso soggetto che, in tal modo, pur non trasferendo la proprietà dello strumento finanziario, crea un'apparente attività di scambio su di esso; i secondi consistono in operazioni di acquisto e vendita, con stessi prezzi e stessi quantitativi, contemporaneamente da parte di soggetti che agiscono di concerto⁹⁶.

A questa categoria possono essere ricondotte anche le operazioni “concertate”, che hanno caratterizzato le note vicende delle scalate bancarie, nelle quali, anche grazie a una concorrente condotta di manipolazione informativa, gli investitori erano ignari del tentativo di scalata e gli scalatori occulti pagavano prezzi verosimilmente più bassi di quelli che avrebbero pagato se avessero annunciato le proprie intenzioni⁹⁷.

1.2. Il *price positioning*

La seconda categoria di comportamenti che costituiscono manipolazione operativa del mercato ai sensi del Regolamento MAR e della Direttiva MAD II comprende in sé quelle operazioni sugli strumenti finanziari, poste in essere da uno o più soggetti (operanti in concerto), che fissano i prezzi degli strumenti finanziari a livelli anomali o artificiali, che prendono il nome di operazioni di *price positioning*.

È necessario precisare, tuttavia, che tali operazioni, così come quelle che inviano segnali falsi o fuorvianti al mercato viste in precedenza, possono anche non configurare un'ipotesi di manipolazione di mercato, ai sensi degli artt. 12 e 13 MAR,

⁹⁶ Il documento menziona tra le condotte anche “l’inserimento di ordini nel mercato senza l’intenzione di eseguirli” (*placing orders with no intention of executing them*) e le operazioni c.d. *painting the tape*. Per un approfondimento sull’argomento si rimanda al par. 1.5.

⁹⁷ Sull’argomento si veda caso Antonveneta: Trib. Milano, 28.5.2011, in *penalecontemporaneo.it*, 24 ottobre 2011; App. Milano, 28.5.2012, in *penalecontemporaneo.it*, 14 giugno 2012; Cass., 28.11.2012, n. 12989; caso Unipol: Trib. Milano, 31.10.2011, in *penalecontemporaneo.it*, 19 dicembre 2011; App. Milano, 30.5.2012, in *penalecontemporaneo.it*, 15 giugno 2012; Cass., 6.12.2012, n. 49362).

quando sono poste in essere per legittimi motivi ed in virtù di una pratica di mercato ammessa.

Il livello anomalo o artificiale del prezzo di uno strumento finanziario è un risultato che può essere perseguito attraverso molteplici tipologie di condotte e di operazioni sul mercato. A fini esemplificativi può farsi riferimento al documento, già menzionato, del CESR fatto proprio dalla CONSOB, che fornisce al lettore alcuni esempi pratici di condotte, tra le più frequenti in concreto, in cui può sostanzarsi il *price positioning*.

Tra le condotte menzionate dal documento c'è il c.d. *abusive squeeze* (comprimere in modo abusivo il mercato) che consiste nel distorcere il prezzo al quale altri operatori sono obbligati, per l'assolvimento dei loro impegni a consegnare o ricevere uno strumento finanziario, abusando della titolarità di una posizione dominante sul mercato. Ancora, può citarsi il c.d. *marking the close* (segnare il prezzo in chiusura), ossia il comportamento di chi acquista o vende strumenti finanziari verso la fine delle negoziazioni, così da alternarne il prezzo. Ulteriore tipologia di condotta che può menzionarsi è il c.d. *creation of a floor in the price pattern* (costituzione di una soglia minima al corso dei prezzi), che è un comportamento di solito posto in essere dalle società emittenti o dai soggetti che le controllano e consiste nel compiere operazioni o inserire ordini in modo tale da evitare che i prezzi di mercato scendano al di sotto di un certo livello, principalmente per sottrarsi alle conseguenze negative derivanti dal connesso peggioramento del *rating* degli strumenti finanziari emessi⁹⁸.

1.3. La manipolazione attraverso artifici o raggiri

La terza categoria di comportamenti menzionati dal Regolamento MAR e dalla Direttiva MAD II comprende le operazioni dirette a manipolare il mercato tramite artifici o raggiri (c.d. *trade based manipulation*). Si tratta di una tipologia di condotta

⁹⁸ Il documento menziona tra le condotte anche i c.dd. *colluding in the after market of an Initial Public Offer* (Colludere sul mercato secondario dopo un collocamento effettuato nell'ambito di un'offerta al pubblico), *excessive bid-ask spread* (eccessive quotazioni "denaro - lettera") e *trading on one market to improperly position the price of a financial instrument on a related market* (Operazioni effettuate in un mercato per influenzare impropriamente i prezzi di uno strumento finanziario in un mercato correlato). Per un approfondimento sull'argomento si rimanda al par. 1.5.

di chiusura e residuale, della quale le operazioni simulate costituiscono una esemplificazione tipizzata dal legislatore. Come evidenziato da una dottrina, il concetto di “artificio”, così come quello di “operazione simulata”, sono connotati da una predisposizione positiva di mezzi, sicché non rileva il comportamento omissivo o la pura inerzia⁹⁹.

La delimitazione dei confini di questa condotta costituisce il tema interpretativo più complesso della fattispecie in esame; infatti, in dottrina e in giurisprudenza si è molto dibattuto sull’interpretazione della nozione di “artifici o raggiri” e si sono posti in contrasto due orientamenti. Il primo prediligeva un’interpretazione che tenesse conto del fine dell’agire dell’autore, talchè la condotta era da ritenersi illecita anche se posta in essere con mezzi leciti ma destinati al perseguimento di uno scopo *contra ius*. Il secondo orientamento privilegiava invece una lettura più restrittiva, che teneva conto non solo della componente soggettiva, ma anche di quella oggettiva, valutando l’effettiva capacità decettiva del comportamento, considerando tutte le circostanze del caso concreto.

La giurisprudenza predilige il primo orientamento e ha evidenziato che con la nozione “altri artifici” s’intendono tutte le condotte, anche quelle apparentemente lecite, che, combinate tra loro ovvero realizzate in determinate circostanze di tempo e di luogo, assumono una oggettiva connotazione distorsiva del gioco della domanda e dell’offerta, influenzando in tal modo sulle libere scelte di investimento¹⁰⁰.

Rientra, perciò, nella categoria in questione, qualunque mezzo, anche intrinsecamente lecito, diretto a perseguire un’alterazione dei prezzi degli strumenti finanziari; così, ad esempio, nel caso di un negozio giuridico con effetti reali e generalmente leciti che, tuttavia, per le particolari circostanze di modo, tempo e luogo, risulta inequivocabilmente diretto ad alterare la percezione del mercato sulla domanda e offerta del titolo, o, ancora, nell’esecuzione di più operazioni che singolarmente

⁹⁹ Cfr. D’ALESSANDRO F., *L’aggiotaggio*, cit., 760, il quale sull’argomento aggiunge che «l’omissione può invece rilevare per la manipolazione informativa rispetto a comunicazioni imposte dalla legge in cui vengano omesse informazioni significative; qui il non dire equivale nella sostanza a dire il falso».

¹⁰⁰ Tribunale di Milano, sent. 11/11/2002, Mensi, cit.

considerate appaiono legittime ma, se analizzate in una più ampia visione e alla luce della loro interdipendenza, rivelano il loro scopo illecito; in tale ultimo caso l'artificio si cela proprio nel collegamento occulto tra le singole operazioni in apparenza lecite.

Proprio in virtù dell'atipicità della categoria degli artifici e raggiri, potranno rientrare in essa i comportamenti più disparati e anche, naturalmente, nuove prassi manipolative emergenti dal mercato; potrebbe essere il caso, ad esempio, del c.d. *high frequency trading* (HTF), cioè una modalità operativa basata sull'impiego di algoritmi che consentono di acquisire, elaborare e reagire alle informazioni di mercato con una velocità elevata¹⁰¹.

Alla luce di quanto evidenziato, può concludersi che la manipolazione attraverso artifici o raggiri, a ben vedere, può essere effettuata tramite molteplici e atipiche condotte; per l'esemplificazione delle più comuni può farsi nuovamente riferimento al documento emanato dal CESR, già più volte citato nei par. precedenti. Tra queste, nella sezione del documento dedicata alla manipolazione attraverso artifici o raggiri, può menzionarsi il c.d. *pump and dump* (*gonfiare e scaricare*) che consiste nel far lievitare artificialmente il prezzo di uno strumento finanziario a bassa capitalizzazione, acquistandone ingenti quantità, con l'obiettivo finale di vendere titoli azionari acquistati a buon mercato ad un prezzo superiore¹⁰²; ancora, può menzionarsi il c.d. *trash and cash* (*screditare e incassare*), condotta opposta al *pump and dump*, che si sostanzia nell'acquisire una posizione ribassista su uno strumento finanziario ed effettuare operazioni, quali attività di vendita o di diffusione di informazioni negative, finalizzate ad ottenere un ribasso del suo valore, così da poter chiudere la posizione dopo il crollo del prezzo¹⁰³.

¹⁰¹ Cfr. CONSOB, *Relazione per l'anno 2012*, p. 161.

¹⁰² Cfr. <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/pump-and-dump136.htm>.

¹⁰³ Il documento menziona tra le condotte anche le condotte c.dd. *concealing ownership* (celare la proprietà), *dissemination of false or misleading market information through media, including the Internet, or by any other means* (diffusione di informazioni di mercato false o fuorvianti tramite mezzi di comunicazione, compreso Internet, o tramite qualsiasi altro mezzo) e *opening a position and closing it immediately after its public disclosure* (aprire una posizione e chiuderla immediatamente dopo che è stata resa nota al pubblico). Per un approfondimento sull'argomento si rimanda al par. 1.5.

1.4. Le condotte tipiche di manipolazione

Il par. 2 dell'art. 12 MAR elenca alcune condotte, parte delle quali riprese dagli esempi di manipolazione del mercato già previsti dall'art. 1 della Direttiva 2003/6/CE, che sono considerate manipolazione del mercato; per queste tipologie di comportamenti non vi è la necessità di tener conto degli indicatori previsti dall'allegato I al Regolamento.

La lett. a) del summenzionato art. 12 par. 2 MAR considera manipolazione di mercato «*la condotta di una o più persone che agiscono in collaborazione per acquisire una posizione dominante sull'offerta o sulla domanda di uno strumento finanziario, che abbia — o è probabile che abbia — l'effetto di fissare, direttamente o indirettamente, i prezzi di acquisto o di vendita o ponga in atto — o è probabile che lo faccia — altre condizioni commerciali non corrette*»; l'acquisizione di una posizione dominante su domanda o offerta di uno strumento finanziario può essere un punto di partenza per l'esecuzione di condotte di *abusive squeeze*.

La lett. b) inserisce fra tali condotte il c.d. *market open close abuse*, cioè le operazioni di acquisto o di vendita di strumenti finanziari compiute all'apertura o alla chiusura del mercato che abbiano l'effetto — o il probabile effetto — di fuorviare gli investitori che agiscono sulla base dei prezzi di apertura e di chiusura.

Secondo la lett. c) è considerata manipolazione di mercato la condotta di chi inoltra, cancella o modifica ordini in una sede di negoziazione con ogni mezzo disponibile (anche mezzi elettronici, come le strategie di negoziazione algoritmiche e ad alta frequenza) alterando il prezzo di uno o più strumenti finanziari, in quanto:

«i) interrompe o ritarda — o è probabile che interrompa o ritardi — il funzionamento del sistema di negoziazione della sede di negoziazione;

ii) rende più difficile per gli altri gestori individuare gli ordini autentici sul sistema di negoziazione della sede di negoziazione — o è probabile che lo faccia — anche emettendo ordini che risultino in un sovraccarico o in una destabilizzazione del book di negoziazione (order book) degli ordini;

iii) crea — o è probabile che crei — un segnale falso o fuorviante in merito all'offerta, alla domanda o al prezzo di uno strumento finanziario, in particolare emettendo ordini per avviare o intensificare una tendenza».

Ai sensi della lett. d) costituisce manipolazione del mercato il comportamento di chi acquisisce delle posizioni su uno strumento finanziario e, successivamente, diffonde una valutazione direttamente su di esso (o anche indirettamente sul suo emittente) traendo vantaggio da un accesso occasionale o regolare ai mezzi di informazione tradizionali o elettronici, così da poter beneficiare in seguito dell'impatto della valutazione diffusa sul prezzo di detto strumento, senza aver contemporaneamente comunicato al pubblico, in modo corretto ed efficace, l'esistenza di tale conflitto di interessi.

Infine, come precisato dalla lett. e), costituiscono manipolazione di mercato *«l'acquisto o la vendita sul mercato secondario, in anticipo sull'asta tenuta ai sensi del Regolamento (UE) n. 1031/2010¹⁰⁴, di quote di emissioni o dei relativi strumenti derivati, con l'effetto di fissare il prezzo di aggiudicazione dell'asta a un livello anormale o artificiale o di indurre in errore gli altri partecipanti all'asta».*

1.5. Gli indicatori di manipolazione previsti dall'allegato I al MAR

L'allegato I al Regolamento MAR prevede alcuni indicatori di manipolazione, che non devono essere necessariamente considerati una manipolazione di mercato, di cui i partecipanti al mercato e le autorità competenti devono tener conto nell'esaminare le operazioni e gli ordini di compravendita.

L'allegato I si presenta suddiviso in due paragrafi: il primo contiene un elenco non tassativo di indicatori che precisano le attività consistenti nel fornire indicazioni false o fuorvianti e nel fissare i prezzi a livelli anomali o artificiali, ai sensi dell'art. 12, par. 1, lett. a) del MAR; il secondo contiene un elenco non esaustivo di indicatori che

¹⁰⁴ Regolamento (UE) N. 1031/2010 relativo ai tempi, alla gestione e ad altri aspetti della vendita all'asta delle quote di emissioni dei gas a effetto serra a norma della direttiva 2003/87/CE del Parlamento europeo e del Consiglio che istituisce un sistema per lo scambio di quote di emissioni dei gas a effetto serra nella Comunità.

illustrano le condotte consistenti nell'utilizzare strumenti fittizi o altri tipi di inganno o di espediente che incidono sui prezzi, ai sensi dell'art. 12, par. 1, lett. b), del MAR.

Il Regolamento Delegato (UE) n. 2016/522, adottato dalla Commissione¹⁰⁵ il 17 dicembre 2015 ed entrato in vigore contestualmente all'entrata in vigore del MAR il 3 luglio 2016, integra quest'ultimo in una serie di elementi essenziali, tra cui gli aspetti riguardanti gli indicatori di manipolazione del mercato stabiliti nell'allegato I.

Nell'allegato II al Regolamento Delegato sono, infatti, contenute alcune prassi — e alcuni indicatori aggiuntivi alle prassi stesse — che specificano gli indicatori previsti dall'allegato I MAR, esemplificando i possibili casi di *market manipulation*.

La sezione A dell'allegato I MAR, come già accennato, contiene gli indicatori di manipolazioni consistenti nel fornire indicazioni false o fuorvianti e nel fissare i prezzi. Il primo indicatore di cui bisogna tener conto ai fini dell'applicazione dell'articolo 12, paragrafo 1, lettera a) è «*la misura in cui ordini di compravendita inoltrati o operazioni avviate rappresentano una quota significativa del volume giornaliero di scambi nello strumento finanziario pertinente, nel contratto a pronti su merci collegato o prodotti oggetto d'asta sulla base di quote di emissioni, in particolare quando tali attività determinano una significativa variazione dei prezzi*».

Tale indicatore è specificato dalle prassi elaborate nel par. 1, sez. 1 dell'allegato II al Regolamento Delegato (UE) n. 2016/522, e segnatamente:

- i) le operazioni note con il nome di “collusione nel dopo borsa di un’offerta pubblica iniziale (OPI) in cui sono coinvolti soggetti collusi” (*colluding in the after-market of an Initial Public Offer where colluding parties are involved*), cioè l’acquisto, anche da parte di soggetti collusi tra loro, di posizioni di uno strumento finanziario sul mercato secondario dopo la collocazione sul mercato primario, per fissare il prezzo a un livello artificiale e generare interesse tra gli investitori¹⁰⁶;

¹⁰⁵ Il MAR, al fine di specificare le proprie disposizioni, con l'art. 35 ha conferito alla Commissione europea il potere di adottare specifici atti delegati volti ad agevolare la conformità dei partecipanti al mercato al MAR e la sua applicazione da parte delle autorità competenti.

¹⁰⁶ «*Questa prassi può essere illustrata anche dai seguenti indicatori aggiuntivi di manipolazioni del mercato: i) insolita concentrazione di operazioni e/o ordini di compravendita, in termini generali o da*

- ii) le operazioni generalmente note come “creazione di un valore minimo o un valore massimo nell'andamento del prezzo” (*creation of a floor, or a ceiling in the price pattern*), cioè l’effettuazione di operazioni o ordini di compravendita finalizzate ad evitare che i prezzi di uno strumento finanziario scendano al di sotto di un determinato livello o lo superino, in modo tale da evitare conseguenze negative derivanti da variazioni del prezzo¹⁰⁷;
- iii) la prassi nota come *ping orders*, cioè l’inserimento di piccoli ordini di compravendita per accertare il livello degli ordini nascosti e, in particolare, per valutare ciò che è collocato su una *dark platform*;
- iv) le operazioni di *phishing*, cioè l’operazione con cui si eseguono ordini di compravendita (o una serie di tali ordini) per scoprire gli ordini di altri partecipanti, per poi successivamente inserire un ordine di compravendita traendo vantaggio dalle informazioni ottenute.

Il secondo indicatore di cui bisogna tener conto ai fini dell’applicazione dell’articolo 12, paragrafo 1, lettera a) è «*la misura in cui ordini di compravendita inoltrati o operazioni avviate da persone con un’importante posizione di acquisto o di*

parte di una sola persona che utilizza uno o più conti o da parte di un numero limitato di persone; ii) operazioni o ordini di compravendita senza altra giustificazione apparente se non quella di aumentare il prezzo o il volume delle negoziazioni, in particolare in prossimità di un punto di riferimento durante la giornata di negoziazione, ad esempio in apertura o verso la chiusura».

¹⁰⁷ «*Questa prassi può essere illustrata anche dai seguenti indicatori aggiuntivi di manipolazioni del mercato: i) operazioni o ordini di compravendita che hanno o è probabile che abbiano l’effetto di aumentare o diminuire o mantenere il prezzo nei giorni precedenti l’emissione, il riscatto volontario o la scadenza di uno strumento derivato o convertibile collegato; ii) operazioni o ordini di compravendita che hanno o è probabile che abbiano l’effetto di aumentare o diminuire il prezzo medio ponderato del giorno o di un periodo nel corso della sessione di negoziazione; iii) operazioni o ordini di compravendita che hanno o è probabile che abbiano l’effetto di mantenere il prezzo di uno strumento finanziario, un contratto a pronti su merci collegato o un prodotto oggetto d’asta sulla base di quote di emissioni sottostanti al di sotto o al di sopra di un prezzo di esercizio o di un altro elemento utilizzato per calcolare il valore di rimborso (ad esempio la barriera) di uno strumento derivato collegato alla data di scadenza; iv) operazioni effettuate in qualsiasi sede di negoziazione che hanno o è probabile che abbiano l’effetto di modificare il prezzo dello strumento finanziario, del contratto a pronti su merci collegato o di un prodotto oggetto d’asta sulla base di quote di emissioni sottostanti in modo tale che il prezzo superi o non raggiunga il prezzo di esercizio o un altro elemento utilizzato per calcolare il valore di rimborso (ad esempio la barriera) di uno strumento derivato collegato alla data di scadenza; v) operazioni che hanno o è probabile che abbiano l’effetto di modificare il prezzo di regolamento di uno strumento finanziario, un contratto a pronti su merci collegato o un prodotto oggetto d’asta sulla base di quote di emissioni qualora tale prezzo sia utilizzato come riferimento o sia determinante in particolare per il calcolo dei requisiti in materia di margini»*

vendita in uno strumento finanziario, in un contratto a pronti su merci collegato, o in un prodotto oggetto d'asta sulla base di quote di emissioni, determinano significative variazioni nel prezzo di quello strumento finanziario, del contratto a pronti su merci collegato o del prodotto oggetto d'asta sulla base quote di emissioni».

Al par. 2, sez. 1 dell'allegato II al Regolamento Delegato (UE) n. 2016/522 sono elencate le prassi che specificano tale indicatore, e segnatamente:

- i) le già citate operazioni di “collusione nel dopo borsa di un’offerta pubblica iniziale (OPI) in cui sono coinvolti soggetti collusi”;
- ii) le operazioni di *abusive squeeze*, con cui si crea una distorsione dei prezzi traendo vantaggio dall’influenza significativa di una posizione dominante sull’offerta o sulla domanda di uno strumento finanziario;
- iii) la prassi generalmente nota come “manipolazione tra sedi di negoziazione diverse” (*inter-trading venues manipulation*), consistente nell’effettuare negoziazioni o inserire ordini di compravendita in una sede di negoziazione o al di fuori di una sede di negoziazione (compreso l’inserimento di manifestazioni di interesse) allo scopo di influenzare in modo scorretto il prezzo dello stesso strumento finanziario in un’altra sede di negoziazione o al di fuori di una sede di negoziazione¹⁰⁸;

¹⁰⁸ «Questa prassi può essere illustrata anche dai seguenti indicatori aggiuntivi di manipolazioni del mercato: i) effettuare un'operazione, modificando i prezzi di acquisto e i prezzi di vendita, quando il differenziale tra questi due prezzi è un fattore di calcolo del prezzo di una qualsiasi altra operazione, sia essa effettuata nella stessa sede di negoziazione o in altre sedi; ii) operazioni o ordini di compravendita che hanno o è probabile che abbiano l'effetto di aumentare o diminuire o mantenere il prezzo nei giorni precedenti l'emissione, il riscatto volontario o la scadenza di uno strumento derivato o convertibile collegato; iii) operazioni o ordini di compravendita che hanno o è probabile che abbiano l'effetto di mantenere il prezzo di uno strumento finanziario, un contratto a pronti su merci collegato o un prodotto oggetto d'asta sulla base di quote di emissioni sottostanti al di sotto o al di sopra di un prezzo di esercizio o di un altro elemento utilizzato per calcolare il valore di rimborso (ad esempio la barriera) di uno strumento derivato collegato alla data di scadenza; iv) operazioni effettuate in qualsiasi sede di negoziazione che hanno o è probabile che abbiano l'effetto di modificare il prezzo dello strumento finanziario, del contratto a pronti su merci collegato o di un prodotto oggetto d'asta sulla base di quote di emissioni sottostanti in modo tale che il prezzo superi o non raggiunga il prezzo di esercizio o un altro elemento utilizzato per calcolare il valore di rimborso (ad esempio la barriera) di uno strumento derivato collegato alla data di scadenza; v) operazioni che hanno o è probabile che abbiano l'effetto di modificare il prezzo di regolamento di uno strumento finanziario, un contratto a pronti su merci collegato o un prodotto oggetto d'asta sulla base di quote di emissioni qualora tale

iv) la c.d. “manipolazione fra prodotti diversi” (*cross-product manipulation*), condotta consistente nell’effettuare negoziazioni o inserire ordini di compravendita in una sede di negoziazione o al di fuori di una sede di negoziazione (compreso l’inserimento di manifestazioni di interesse) allo scopo di influenzare in modo scorretto il prezzo di uno strumento finanziario collegato in un’altra sede o nella stessa sede di negoziazione o al di fuori di una sede di negoziazione.

Il terzo indicatore di cui bisogna tener conto ai fini dell’applicazione dell’articolo 12, paragrafo 1, lettera a) consiste nel valutare «*se le operazioni avviate non portano a modificare la titolarità economica 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*».

Le prassi che specificano tale indicatore sono elencate al par. 3, sez. 1 dell’allegato II al Regolamento Delegato (UE) n. 2016/522, e sono:

- i) la prassi nota come *wash trades*, che consiste nell’aderire ad accordi per la vendita o l’acquisto di uno strumento finanziario (o un contratto a pronti su merci collegato o un prodotto oggetto d’asta sulla base di quote di emissioni) senza variazioni degli interessi beneficiari o del rischio di mercato o con il trasferimento dell’interesse beneficiario o del rischio di mercato tra soggetti che agiscono di concerto o in collusione tra loro¹⁰⁹;
- ii) la prassi nota come *painting the tape*, condotta di chi aderisce a ordini di compravendita o partecipa a un’operazione o una serie di operazioni riportate su dispositivi di visualizzazione pubblica al fine di creare, su un determinato strumento finanziario (o un contratto a pronti su merci collegato o un prodotto

prezzo sia utilizzato come riferimento o sia determinante in particolare per il calcolo dei requisiti in materia di margini»

¹⁰⁹ «Questa prassi può essere illustrata anche dai seguenti indicatori aggiuntivi di manipolazioni del mercato: i) ripetizione insolita di un’operazione tra un numero limitato di soggetti durante un determinato periodo di tempo; ii) operazioni o ordini di compravendita che modificano o è probabile che modifichino la valutazione di una posizione senza diminuirne/aumentarne le dimensioni; iii) insolita concentrazione di operazioni e/o ordini di compravendita, in termini generali o da parte di una sola persona che utilizza uno o più conti o da parte di un numero limitato di persone».

- oggetto d'asta sulla base di quote di emissioni) l'apparenza di attività o di movimento del relativo prezzo¹¹⁰;
- iii) gli *improper matched orders*, cioè operazioni che derivano da ordini di acquisto e di vendita immessi da un soggetto o da soggetti diversi che agiscono di concerto contemporaneamente ovvero quasi allo stesso momento, aventi gli stessi prezzi e gli stessi quantitativi¹¹¹;
- iv) la c.d. *concealing ownership* (celare la proprietà), consistente in un'operazione o una serie di operazioni progettate per celare la proprietà di uno strumento finanziario (o un contratto a pronti su merci collegato o un prodotto oggetto d'asta sulla base di quote di emissioni) violando gli obblighi di comunicazione attraverso il possesso dello strumento finanziario (o del contratto a pronti su merci collegato o di un prodotto oggetto d'asta sulla base di quote di emissioni) a nome di uno o più soggetti in collusione tra loro¹¹².

Il quarto indicatore di cui bisogna tener conto ai fini dell'applicazione dell'articolo 12, paragrafo 1, lettera a) consiste nel valutare «*la misura in cui gli ordini di compravendita inoltrati o le operazioni avviate o gli ordini annullati prevedono inversioni di posizione nel breve periodo e rappresentano una quota significativa del volume giornaliero di scambi nel relativo strumento finanziario, in un contratto su merci a pronti collegato o in un prodotto oggetto d'asta sulla base di quote di*

¹¹⁰ «Questa prassi può essere illustrata anche dai seguenti indicatori aggiuntivi di manipolazioni del mercato: i) insolita concentrazione di operazioni e/o ordini di compravendita, in termini generali o da parte di una sola persona che utilizza uno o più conti o da parte di un numero limitato di persone; ii) ripetizione insolita di un'operazione tra un numero limitato di soggetti durante un determinato periodo di tempo».

¹¹¹ «Questa prassi può essere illustrata anche dai seguenti indicatori aggiuntivi di manipolazioni del mercato: i) operazioni o ordini di compravendita che hanno o è probabile che abbiano l'effetto di fissare un prezzo di mercato quando la liquidità o lo spessore del book di negoziazione (order book) non è sufficiente per fissare un prezzo durante la sessione; iii) insolita concentrazione di operazioni e/o ordini di compravendita, in termini generali o da parte di una sola persona che utilizza uno o più conti o da parte di un numero limitato di persone; ripetizione insolita di un'operazione tra un numero limitato di soggetti durante un determinato periodo di tempo; iv) operazioni o ordini di compravendita che modificano o è probabile che modifichino la valutazione di una posizione senza diminuirne/aumentarne le dimensioni».

¹¹² «Questa prassi può essere illustrata anche dal seguente indicatore aggiuntivo di manipolazione del mercato: i) ripetizione insolita di un'operazione tra un numero limitato di soggetti durante un determinato periodo di tempo».

emissioni, e possono essere associati a significative variazioni del prezzo di uno strumento finanziario, un contratto su merci a pronti collegato o un prodotto oggetto d'asta sulla base di quote di emissioni».

Le prassi che specificano tale indicatore sono elencate al par. 4, sez. 1 dell'allegato II al Regolamento Delegato (UE) n. 2016/522, e sono:

- i) la già citata condotta c.d. *painting the tape*;
- ii) la già citata condotta c.d. *improper matched orders*;
- iii) la prassi nota come *pump and dump*, cioè assumere una *long position* in uno strumento finanziario (o un contratto a pronti su merci collegato o un prodotto oggetto d'asta sulla base di quote di emissioni) e, successivamente, effettuare ulteriori attività di acquisto e/o diffondere informazioni positive fuorvianti relative ad esso, aumentandone il prezzo così da attirare altri acquirenti a cui cedere la propria posizione quando ha raggiunto un prezzo artificialmente elevato;
- iv) la prassi, opposta alla precedente, di *trash and cash*, che consiste nell'assumere una *short position* in uno strumento finanziario (o un contratto a pronti su merci collegato o un prodotto oggetto d'asta sulla base di quote di emissioni) e, successivamente, effettuare ulteriori attività di vendita e/o diffondere informazioni negative fuorvianti relative ad esso, per abbassarne il prezzo così da attirare altri venditori, chiudendo la posizione detenuta quando il prezzo è sceso;
- v) le condotte di *quote stuffing*, che consistono nell'inserire ingenti quantitativi di ordini di compravendita e/o cancellazioni e/o aggiornamenti di tali ordini per creare incertezze tra gli altri partecipanti, rallentare il loro processo e/o mascherare la propria strategia;
- vi) l'inserimento di ordini di compravendita o di una serie di tali ordini — o l'effettuazione di operazioni o serie di operazioni — in grado di avviare o accentuare un *trend* e di incoraggiare altri soggetti ad accelerare o ampliare tale

trend per creare l'opportunità di chiudere o aprire una posizione a un prezzo favorevole, prassi generalmente nota come *momentum ignition*¹¹³.

Il quinto indicatore da tenere in considerazione è «*la misura in cui gli ordini di compravendita inoltrati o le operazioni avviate sono concentrati in un breve lasso di tempo nel corso della sessione di negoziazione e determinano una variazione del prezzo che successivamente si inverte*».

Tale indicatore è specificato dalle prassi elencate al par. 5, sez. 1 dell'allegato II al Regolamento Delegato (UE) n. 2016/522:

- i) la c.d. “creazione di un valore minimo o un valore massimo nell'andamento del prezzo” (*creation of a floor, or a ceiling in the price pattern*);
- ii) la “manipolazione tra sedi di negoziazione diverse” (*inter-trading venues manipulation*);
- iii) la “manipolazione fra prodotti diversi” (*cross-product manipulation*);
- iv) la prassi generalmente nota come *marking the close*, cioè l'acquisto o la vendita di uno strumento finanziario (o un contratto a pronti su merci collegato o un prodotto oggetto d'asta sulla base di quote di emissioni) deliberatamente nel momento di riferimento della sessione di contrattazione (ad esempio al momento dell'apertura, della chiusura, del regolamento) nell'intento di aumentare, diminuire o mantenere il prezzo di riferimento (ad esempio prezzo di apertura, prezzo di chiusura, prezzo di regolamento) a un determinato livello¹¹⁴;

¹¹³ «Questa prassi può essere illustrata anche dall'alto tasso di ordini cancellati (ad esempio coefficiente ordini-negoziazioni), che può essere associato a un tasso relativo al volume (ad esempio numero di strumenti finanziari per ordine)».

¹¹⁴ «Questa prassi può essere illustrata anche dai seguenti indicatori aggiuntivi di manipolazioni del mercato: i) inserimento di ordini che rappresentano volumi significativi del book di negoziazione (order book) centrale del sistema di negoziazione pochi minuti prima della fase di determinazione del prezzo dell'asta e cancellazione di tali ordini pochi secondi prima che il book di negoziazione sia congelato per calcolare il prezzo d'asta, cosicché il prezzo teorico di apertura potrebbe sembrare più alto/basso di quanto sarebbe altrimenti; ii) gli indicatori di cui alla presente sezione, paragrafo 1, lettera b), punti i), iii), iv) e v); iii) esecuzione di operazioni o presentazione di ordini di negoziazione in particolare in prossimità di un punto di riferimento durante la giornata di negoziazione che, per le loro dimensioni rispetto al mercato, hanno chiaramente un impatto significativo sull'offerta o sulla domanda oppure sul prezzo o sul valore; iv) operazioni o ordini di compravendita senza altra giustificazione apparente se non quella di aumentare/ diminuire il prezzo o di aumentare il volume delle negoziazioni, in particolare

- v) il *layering and spoofing*, pratica che consiste nel trasmettere ingenti ordini di negoziazione, spesso con parametri distanti da quelli presenti su un lato del *book* di negoziazione, per effettuare una negoziazione sull'altro lato di detto *book*. Una volta effettuata tale negoziazione, gli ordini non destinati a essere eseguiti sono rimossi¹¹⁵;
- vi) il c.d. *quote stuffing*;
- vii) il c.d. *momentum ignition*.

Il sesto indicatore da tenere in considerazione nella valutazione delle condotte di manipolazione di mercato ai sensi della lett. f) della sezione A dell'allegato I MAR è «la misura in cui gli ordini di compravendita inoltrati modificano la rappresentazione dei migliori prezzi delle proposte in denaro o lettera di uno strumento finanziario, di un contratto su merci a pronti collegato o di un prodotto oggetto d'asta sulla base di quote di emissioni o, più in generale, la rappresentazione del book di negoziazione (order book) a disposizione dei partecipanti al mercato, e sono revocati prima della loro esecuzione».

Le prassi che specificano tale indicatore sono elencate al par. 6, sez. 1 dell'allegato II al Regolamento Delegato (UE) n. 2016/522:

- i) l'inserimento di ordini che vengono rimossi prima dell'esecuzione in modo da creare l'apparenza di domanda o offerta a quel prezzo di uno strumento finanziario (o un contratto a pronti su merci collegato o un prodotto oggetto d'asta sulla base di quote di emissioni). Prassi nota come *placing orders with no intention of executing them* («inserire ordini senza avere l'intenzione di eseguirli»)¹¹⁶;

in prossimità di un punto di riferimento durante la giornata di negoziazione, ad esempio in apertura o verso la chiusura».

¹¹⁵ «Questa prassi può essere illustrata anche dall'alto tasso di ordini cancellati (ad esempio coefficiente ordini-negoziations), che può essere associato a un tasso relativo al volume (ad esempio numero di strumenti finanziari per ordine)».

¹¹⁶ «Questa prassi può essere illustrata anche dai seguenti indicatori aggiuntivi di manipolazioni del mercato: i) ordini di compravendita inseriti a un prezzo tale che aumentano la domanda o diminuiscono l'offerta e hanno o è probabile che abbiano l'effetto di aumentare o diminuire il prezzo di uno strumento finanziario collegato; ii) l'indicatore di cui alla presente sezione, paragrafo 4, lettera f), punto i)».

- ii) la prassi nota come “creazione di un valore minimo o un valore massimo nell’andamento del prezzo” (*creation of a floor, or a ceiling in the price pattern*);
- iii) la prassi nota come “differenziali eccessivi tra il prezzo di acquisto e il prezzo di vendita”, consistente nello spostare il differenziale tra il prezzo di acquisto e il prezzo di vendita verso livelli artificiali e/o mantenerlo a tali livelli abusando del potere di mercato¹¹⁷;
- iv) l’*advancing the bid*, cioè inserire ordini di compravendita che aumentano la domanda (o diminuiscono l’offerta) di uno strumento finanziario (o un contratto a pronti su merci collegato o un prodotto oggetto d’asta sulla base di quote di emissioni) al fine di aumentarne (o diminuirne) il prezzo¹¹⁸;
- v) la c.d. «manipolazione tra sedi di negoziazione diverse»;
- vi) la c.d. «manipolazione tra prodotti diversi»;
- vii) la condotta nota come *layering and spoofing*;
- viii) le operazioni di *quote stuffing*;
- ix) la prassi nota come *momentum ignition*;
- x) il c.d. *smoking*, operazione con cui si inseriscono ordini di compravendita per attirare *slow traders* (altri partecipanti al mercato che utilizzano tecniche di negoziazioni tradizionali), e, successivamente, modificare rapidamente tali ordini per far sì che la loro esecuzione sia redditizia rispetto al flusso in arrivo degli ordini di compravendita degli *slow traders*.

L’ultimo indicatore da tenere in considerazione ai fini dell’applicazione dell’articolo 12, paragrafo 1, lettera a) è «*la misura in cui vengono inoltrati gli ordini di compravendita o vengono avviate le operazioni nel momento preciso o intorno al momento in cui vengono calcolati i prezzi di riferimento, i prezzi di regolamento e le*

¹¹⁷ «Questa prassi può essere illustrata anche dai seguenti indicatori aggiuntivi di manipolazioni del mercato: i) operazioni o ordini di compravendita che hanno o è probabile che abbiano l’effetto di aggirare le misure di salvaguardia della negoziazione attuate nel mercato (ad esempio limiti di prezzo, limiti di volume, parametri per il differenziale prezzo di acquisto/prezzo di vendita ecc.); ii) l’indicatore di cui alla presente sezione, paragrafo 2, lettera c), punto i)».

¹¹⁸ «Questa prassi può essere illustrata anche dall’indicatore di cui alla presente sezione, paragrafo 6, lettera a), punto i)».

valutazioni, determinando variazioni nei prezzi che hanno effetti su detti prezzi e valutazioni».

Quest'indicatore è specificato dalle prassi contenute al par. 7, sez. 1 dell'allegato II al Regolamento Delegato (UE) n. 2016/522:

- i) il c.d. *marking the close*;
- ii) la “collusione nel dopo borsa di un’offerta pubblica iniziale (OPI) in cui sono coinvolti soggetti collusi”;
- iii) la prassi generalmente nota come “creazione di un valore minimo o un valore massimo nell’andamento del prezzo”;
- iv) la “manipolazione tra sedi di negoziazione diverse”;
- v) la “manipolazione tra prodotti diversi”;
- vi) la condotta di chi partecipa ad accordi per distorcere i costi associati a un contratto su merci (ad esempio un contratto assicurativo o di trasporto) con l’effetto di fissare a un livello anormale o artificiale il prezzo di regolamento di uno strumento finanziario o un contratto a pronti su merci collegato.

La sezione B dell'allegato I MAR contiene gli indicatori di manipolazioni consistenti nell'utilizzazione di strumenti fittizi o di altri tipi di inganno o espediente. Ai fini dell'applicazione dell'articolo 12, paragrafo 1, lettera b) del regolamento MAR, nell'esaminare le operazioni o gli ordini di compravendita, bisogna tener conto di due indicatori.

Conformemente al primo indicatore bisogna considerare *«se gli ordini di compravendita inoltrati o le operazioni avviate da determinate persone sono preceduti o seguiti dalla diffusione di informazioni false o fuorvianti da parte delle stesse persone o da persone a esse collegate»*. Tale indicatore è specificato dalle prassi elaborate nel par. 1, sez. 2 dell'allegato II al Regolamento Delegato (UE) n. 2016/522:

- i) la prassi di diffondere informazioni false o fuorvianti relative al mercato, tramite i media (Internet incluso), o con qualsiasi altro mezzo, atte a provocare variazioni del prezzo di uno strumento finanziario (o un contratto a pronti su merci collegato o un prodotto oggetto d'asta sulla base di quote di emissioni) in senso

- favorevole alla posizione detenuta o a un'operazione programmata dalla persona o dalle persone coinvolte nella diffusione di tali informazioni;
- ii) le operazioni che comportano l'apertura di una posizione e la sua chiusura immediatamente dopo la sua comunicazione al pubblico (*opening a position and closing it immediately after its public disclosure*);
 - iii) il *pump and dump*¹¹⁹;
 - iv) il *trash and cash*¹²⁰;
 - v) la prassi nota come "celare la proprietà" (*concealing ownership*);
 - vi) lo spostamento o stoccaggio di merci che potrebbe fuorviare sull'offerta, sulla domanda o sul prezzo di uno strumento finanziario o un contratto a pronti su merci collegato;
 - vii) lo spostamento di una nave da carico vuota che potrebbe ingannare sull'offerta, sulla domanda o sul prezzo o sul valore reale di una merce o un prodotto in uno strumento finanziario o un contratto a pronti su merci collegato.

Stando al secondo indicatore bisogna considerare «*se vengono inoltrati ordini di compravendita o avviate operazioni da parte di determinate persone, prima o dopo che le stesse persone o persone a esse collegate abbiano elaborato o diffuso raccomandazioni di investimento che sono errate o tendenziose o manifestamente influenzate da interessi determinanti*». Tale indicatore è specificato dalle prassi elaborate nel par. 2, sez. 2; queste sono:

- i) la diffusione di informazioni false o fuorvianti relative al mercato atte a provocare variazioni del prezzo di uno strumento finanziario (o un contratto a pronti su merci collegato o un prodotto oggetto d'asta sulla base di quote di

¹¹⁹ «Questa prassi può essere illustrata anche dai seguenti indicatori aggiuntivi di manipolazioni del mercato: i) diffusione tramite i media di notizie relative all'aumento (o alla diminuzione) di una partecipazione qualificata prima o subito dopo una variazione insolita del prezzo di uno strumento finanziario; ii) l'indicatore di cui alla sezione 1, paragrafo 5, lettera d), punto i)».

¹²⁰ «Questa prassi può essere illustrata anche dagli indicatori di cui alla sezione 1, paragrafo 5, lettera d), punto i), e alla presente sezione, paragrafo 1, lettera c), punto i)».

- emissioni) in senso favorevole alla posizione detenuta o a un'operazione programmata¹²¹;
- ii) il *pump and dump*¹²²;
- iii) il *trash and cash*¹²³.

1.6. I *Safe Harbour*

Il legislatore comunitario già con la direttiva 2003/6/CE aveva individuato alcune deroghe all'operatività dei divieti di abuso di mercato, i c.d. *safe harbour*. Le deroghe in questione erano contenute negli artt. 7 e 8 della Direttiva MAD e avevano ad oggetto, rispettivamente: le operazioni di politica monetaria, politica dei cambi e gestione del debito pubblico effettuate da uno Stato membro, dal Sistema europeo di banche centrali, da una Banca centrale nazionale o da qualsiasi altro organismo ufficialmente designato, ovvero da qualsiasi persona che agiva per conto degli stessi; le negoziazioni di azioni proprie effettuate nell'ambito di programmi di riacquisto di azioni proprie (dette operazioni di *buy-back*) e le operazioni di stabilizzazione di uno strumento finanziario.

L'attività di stabilizzazione e di riacquisto di azioni proprie possono comportare abusi di mercato, influenzando sulla formazione dei prezzi sul mercato ed avendo così un effetto potenzialmente manipolativo¹²⁴. La finalità che la *Market Abuse Directive*, con l'introduzione di tale esenzione, perseguiva era quella di «consentire il perseguimento di scopi che, per lo meno in certi casi, contribuiscono alla stabilità del back buyer, ovvero di stabilizzare il prezzo in situazioni in cui si potrebbero verificare delle

¹²¹ «Questa prassi può essere illustrata anche dall'inserimento di ordini di compravendita o dall'esecuzione di operazioni prima o subito dopo che il partecipante al mercato o le persone di cui sono pubblicamente noti i legami con tale partecipante al mercato hanno elaborato o diffuso ricerche o raccomandazioni di investimento di tenore contrario che sono resi pubblicamente disponibili».

¹²² «Questa prassi può essere illustrata anche dall'indicatore di cui alla presente sezione, paragrafo 2, lettera a), punto i)».

¹²³ «Questa prassi può essere illustrata anche dall'indicatore di cui alla presente sezione, paragrafo 2, lettera a), punto i)».

¹²⁴ Si veda ANNUNZIATA F., in *La disciplina del mercato mobiliare*, cfr. p. 431, il quale ritiene che «allo stesso tempo, se svolte nel rispetto di determinati limiti, possono in realtà rispondere ad esigenze del tutto legittime, che sarebbero di contrario frustrate dall'applicazione della disciplina sugli abusi di mercato».

pressioni tali da operare in senso distorto rispetto al mercato e alla sua integrità»¹²⁵.

Le esigenze sottintese all'introduzione di tali esenzioni sono rimaste invariate nel tempo. Infatti, l'impostazione è stata confermata con l'emanazione del Regolamento MAR e della Direttiva MAD II nel 2014, che mantengono i *safe harbour* previsti dalla disciplina previgente apportando ad essi qualche novità, principalmente riguardante l'estensione dell'ambito soggettivo di applicazione delle operazioni di politica monetaria, dei cambi e di gestione del debito pubblico, e finalizzate a fissare con maggiore precisione e semplicità i requisiti la cui sussistenza fa venir meno, nell'ambito di attività di acquisto di azioni proprie, l'applicazione della normativa sugli abusi di mercato.

Le deroghe sono oggi contenute negli artt. 5 e 6 MAR e nell'art. 1 MAD II, ai quali il TUF, all'art. 183 rubricato "Esenzioni", rinvia espressamente.

1.6.1. Riacquisto di azioni proprie e stabilizzazione

La disciplina del riacquisto di azioni proprie e delle operazioni di stabilizzazione di uno strumento finanziario è dettata dall'art. 5 del Regolamento (UE) n. 596/2014 (MAR), integrato dalle norme tecniche di regolamentazione previste dal Regolamento Delegato (UE) 2016/1052.

Limitandoci all'analisi di quanto contenuto nel MAR, i sensi dell'art. 5, par. 1 di tale Regolamento, i divieti sanciti dagli artt. 14 e 15 dello stesso — divieto di abuso di informazione privilegiata e divieto di manipolazione di mercato — non si applicano alla negoziazione di azioni proprie nei programmi di riacquisto di azioni proprie (programmi di *buy-back*), quando tali programmi siano effettuati in presenza di alcune condizioni. Innanzitutto, l'emittente dovrà fornire al mercato tutti i dettagli del programma di riacquisto prima di iniziare ad effettuare le negoziazioni; in secondo luogo, è prescritta una completa e costante *disclosure* delle operazioni effettuate, sia nei confronti dell'autorità competente — e a tale proposito il par. 3 stabilisce che «al

¹²⁵ Si veda GALLIS., *La disciplina italiana in tema di abusi di mercato*, Ipsoa, Milano, 2010, cit. p. 163.

fine di beneficiare dell'esenzione, l'emittente informa l'autorità competente del luogo della sede di negoziazione in cui le azioni sono state ammesse alla negoziazione o sono negoziate di tutte le operazioni relative al programma di riacquisto di azioni proprie, comprese le informazioni di cui all'articolo 25, paragrafi 1 e 2, e all'articolo 26, paragrafi 1, 2 e 3, del regolamento (UE) n. 600/2014¹²⁶» — sia, successivamente, nei confronti del mercato; inoltre, dovranno essere rispettati alcuni limiti in ordine al prezzo¹²⁷ e al quantitativo¹²⁸; peraltro, l'operazione deve essere conforme alle condizioni stabilite nei seguenti parr. dell'art. 5 e alle norme tecniche di regolamentazione di cui al par. 6¹²⁹, e deve necessariamente perseguire uno degli obiettivi sanciti nel successivo par. 2.

I tre obiettivi che possono essere perseguiti sono: la riduzione del capitale dell'emittente; la soddisfazione degli obblighi derivanti da strumenti di debito che siano convertibili in strumenti azionari; l'adempimento di obblighi derivanti da programmi di opzioni su azioni o altre assegnazioni di azioni ai dipendenti o ai membri degli organi di amministrazione o di controllo dell'emittente o di una società collegata.

Passando all'analisi della seconda condotta che può costituire un *safe harbour*, per "stabilizzazione", alla stregua dell'art. 3, par. 2, lett. d) Regolamento (UE) n. 596/2014 (MAR), si intende «un acquisto o un'offerta di acquisto di valori mobiliari, o

¹²⁶ Regolamento MIFIR.

¹²⁷ Per ciò che riguarda i limiti al prezzo, ai sensi dell'art. 3, par. 2 del Regolamento Delegato (UE) 2016/1052, «per beneficiare dell'esenzione di cui all'articolo 5, paragrafo 1, del regolamento (UE) n. 596/2014, gli emittenti, quando eseguono operazioni nel quadro di un programma di riacquisto di azioni proprie, non acquistano azioni ad un prezzo superiore al prezzo più elevato tra il prezzo dell'ultima operazione indipendente e il prezzo dell'offerta di acquisto indipendente corrente più elevata nella sede di negoziazione dove viene effettuato l'acquisto, anche quando le azioni sono negoziate in diverse sedi di negoziazione».

¹²⁸ Per ciò che riguarda i limiti al quantitativo di azioni proprie acquistabili, ai sensi dell'art. 3, par. 3 del Regolamento Delegato (UE) 2016/1052, «per beneficiare dell'esenzione di cui all'articolo 5, paragrafo 1, del regolamento (UE) n. 596/2014, gli emittenti, quando eseguono operazioni nel quadro di un programma di riacquisto di azioni proprie, non acquistano in ogni giorno di negoziazione un volume superiore al 25 % del volume medio giornaliero di azioni nella sede di negoziazione in cui l'acquisto viene effettuato. [...]».

¹²⁹ Ai sensi dell'art. 5, par. 6 MAR, «al fine di garantire una coerente armonizzazione del presente articolo, l'ESMA elabora progetti di norme tecniche di regolamentazione che precisano le condizioni alle quali i programmi di riacquisto e le misure di stabilizzazione di cui ai paragrafi 1 e 4 devono conformarsi, incluse le condizioni di negoziazione, le restrizioni in ordine a tempi e volumi, gli obblighi di comunicazione e di segnalazione e le condizioni relative al prezzo. [...]».

un'operazione su strumenti collegati equivalenti, effettuati da parte di un ente creditizio o un'impresa di investimento nell'ambito di una distribuzione significativa di detti valori mobiliari allo scopo esclusivo di sostenerne il prezzo di mercato per un periodo di tempo predeterminato, a causa della pressione alla vendita esercitata su tali valori mobiliari».

Anche con riguardo alle operazioni di stabilizzazione i divieti di cui agli artt. 14 e 15 MAR non operano alla presenza di determinate condizioni. Infatti, in base al disposto dell'art. 5, par. 4 MAR, in primo luogo la stabilizzazione deve essere effettuata per un periodo di tempo limitato, specificato dall'art. 5 del Regolamento delegato (UE) 2016/1052¹³⁰; in secondo luogo, sono previsti obblighi informativi, in quanto, come precisato dal successivo par. 5, «*gli emittenti, gli offerenti o gli enti che, agendo o meno per conto di tali persone, effettuano operazioni di stabilizzazione notificano i dettagli di tutte le operazioni di stabilizzazione all'autorità competente del luogo della sede di negoziazione non oltre la fine della settima giornata di borsa successiva alla data di esecuzione delle operazioni*»; inoltre, è necessario il rispetto di

¹³⁰ L'art. 5 del Regolamento delegato (UE) 2016/1052 recita così: «*Per le azioni e per gli altri valori mobiliari equivalenti ad azioni, il periodo limitato di cui all'articolo 5, paragrafo 4, lettera a), del regolamento (UE) 596/2014 (di seguito «periodo di stabilizzazione»): a) in caso di distribuzione significativa in forma di offerta iniziale annunciata al pubblico, decorre dalla data di inizio della negoziazione dei valori mobiliari nella sede di negoziazione interessata e termina non oltre i successivi 30 giorni di calendario; b) in caso di distribuzione significativa in forma di offerta secondaria, decorre dalla data dell'adeguata comunicazione al pubblico del prezzo definitivo dei valori mobiliari e termina non oltre i 30 giorni di calendario successivi alla data dell'allocazione.*

Ai fini del paragrafo 1, lettera a), se l'offerta iniziale annunciata pubblicamente si svolge in uno Stato membro che consente la negoziazione prima dell'avvio delle negoziazioni nella sede di negoziazione, il periodo di stabilizzazione decorre dalla data dell'adeguata comunicazione al pubblico del prezzo definitivo dei valori mobiliari e termina non oltre i successivi 30 giorni di calendario. Tali negoziazioni sono effettuate conformemente alle regole della sede di negoziazione in cui i valori mobiliari sono ammessi alla negoziazione, comprese eventuali regole in materia di comunicazione al pubblico e di segnalazione delle operazioni.

Per quanto riguarda le obbligazioni e altre forme di titoli di debito, tra cui i titoli di debito convertibili o scambiabili con azioni o con altri valori mobiliari equivalenti ad azioni, il periodo di stabilizzazione decorre dalla data dell'adeguata comunicazione al pubblico delle condizioni definitive dell'offerta dei valori mobiliari e termina non oltre i 30 giorni di calendario successivi alla data alla quale l'emittente degli strumenti finanziari ha ricevuto il ricavato dell'emissione o, se precedente, non oltre i 60 giorni di calendario successivi alla data dell'allocazione dei valori mobiliari»

limiti adeguati in merito al prezzo¹³¹ e, da ultimo, tale negoziazione deve essere conforme alle condizioni di stabilizzazione previste dalle norme tecniche di regolamentazione, elaborate dall'ESMA e approvate dalla Commissione, di cui al par. 6 del medesimo articolo.

1.6.2. Attività di gestione monetaria, del debito pubblico e della politica climatica

La seconda esenzione all'operatività dei divieti di abusi di mercato è rappresentata dalle attività di gestione monetaria e del debito pubblico, nonché dalle attività relative alla politica climatica ed è dettata dall'art. 6 del Regolamento (UE) n. 596/2014 (MAR).

Questa tipologia di *safe harbour* si configura come un'esenzione assoluta, cioè non condizionata dal sussistere di circostanze ulteriori rispetto a quelle previste dalla legge.

L'art. 6, par. 1 MAR esclude l'applicazione dello stesso regolamento alle operazioni di politica monetaria, dei cambi o di gestione del debito pubblico da parte di: a) uno Stato membro; b) un membro del SEBC; c) un ministero, un'agenzia o una società veicolo di uno o più Stati membri, o un soggetto che agisce per suo conto; d) nel caso di uno Stato membro a struttura federale, un membro che componga la struttura federale.

Il par. 2 allarga l'ambito di applicazione dell'esenzione, stabilendo che il regolamento non si applichi a operazioni di gestione del debito pubblico poste in essere dalla Commissione o da qualsiasi altro organismo ufficialmente designato, o da qualsiasi persona fisica o giuridica che agisca in suo nome. È inoltre precisato che *«il presente regolamento non si applica a tali operazioni, ordini o condotte posti in essere*

¹³¹ Conformemente a quanto statuito dall'art 7 del Regolamento delegato (UE) 2016/1052: *«In caso di offerta di azioni o di altri valori mobiliari equivalenti ad azioni, le operazioni di stabilizzazione dei valori mobiliari non vengono in nessun caso effettuate ad un prezzo superiore al prezzo di offerta. 2. In caso di offerta di titoli di debito convertibili o scambiabili con gli strumenti di cui al paragrafo 1, le operazioni di stabilizzazione di tali strumenti non vengono in nessun caso effettuate ad un prezzo superiore al prezzo di mercato di tali strumenti al momento della comunicazione al pubblico delle condizioni definitive della nuova offerta».*

da: a) l'Unione; b) una società veicolo di uno o più Stati membri; c) la Banca europea per gli investimenti; d) il Fondo europeo di stabilità finanziaria; e) il meccanismo europeo di stabilità; f) un'istituzione finanziaria internazionale, istituita da due o più Stati membri, allo scopo di mobilitare risorse e fornire assistenza finanziaria a beneficio dei suoi membri che stanno attraversando o sono minacciati da gravi difficoltà di finanziamento».

I parr. 3 e 4 estendono l'esenzione rispettivamente alle operazioni poste in essere nella condotta di politica climatica e alle operazioni poste in essere nell'ambito delle politiche comuni dell'agricoltura e della pesca.

Con una norma di chiusura, infine, il par. 5 conferisce alla Commissione il potere di adottare atti delegati conformemente all'art. 35 MAR per estendere l'esenzione di cui al paragrafo 1 a taluni organismi pubblici e banche centrali dei paesi terzi.

Le disposizioni appena esaminate presentano, tuttavia, alcuni profili problematici. Non è agevole comprendere cosa si intenda di preciso per "politica", e, infatti, il termine di per sé considerato può risultare inidoneo a delimitare l'ambito di riferimento. Inoltre, anche l'espressione "gestione del debito pubblico" si presta a un'interpretazione più o meno ampia, in quanto, da una parte, potrebbe riferirsi a qualsivoglia operazione riguardante la finanza dello Stato, così da allargare oltremodo l'area di non punibilità, o, dall'altra, secondo un'interpretazione più restrittiva, potrebbe riferirsi alle operazioni attinenti a strumenti finanziari che incidono sul debito pubblico¹³².

In ultima analisi, la *ratio* di tali esenzioni va ricercata tenendo conto della ponderazione degli interessi in gioco. La disposizione di cui all'art. 6 MAR trova fondamento nell'esigenza di protezione dell'economia pubblica e di stabilità del sistema economico nel suo complesso, esigenze che il legislatore ha ritenuto preminenti rispetto ai beni giuridici tutelati dalle norme sugli abusi di mercato; sicché la previsione normativa si risolve in un'esclusione dell'antigiuridicità della condotta, fondata su una valutazione comparativa tra il bene protetto dalla norma incriminatrice

¹³² Cfr. SGUBBI F., *Abusi di mercato* voce in *Enc, giur., Annali*, II, Tomo II, Giuffrè, Milano, 2009.

e gli interessi con esso confliggenti, cui il legislatore riconosce un rango più importante¹³³.

1.7. Le prassi di mercato ammesse (AMP)

Come affermato dal Considerando n. 42 del Regolamento (UE) n. 596/2014 (MAR), un soggetto che compie operazioni configurabili come manipolazione operativa del mercato può dimostrare che le motivazioni alla base delle condotte poste in essere erano legittime e che dette operazioni erano conformi alle prassi ammesse sul mercato in questione. In sostanza, alcune operazioni speculative, pur presentando i tratti delle condotte manipolative, sono esenti da sanzione al ricorrere di due requisiti: l'aver agito per motivi legittimi e l'aver agito in conformità a prassi di mercato ammesse (*accepted market practices*, AMP).

La norma, come confermato dal Considerando n. 42 del MAR¹³⁴, prevede un'inversione dell'onere della prova incombente sul soggetto artefice della condotta, il quale dovrà fornire elementi che dimostrino la conformità delle sue azioni a una prassi di mercato ammessa e la legittimità dei motivi alla base delle operazioni poste in essere e, quindi, la non anti giuridicità del fatto. I “motivi legittimi” andranno accertati in concreto alla luce del fine perseguito dall'agente e della sua coerenza con gli effetti della condotta realizzata¹³⁵.

L'art. 13 MAR afferma che il divieto di manipolazione di mercato, di cui all'art. 15 dello stesso Regolamento, non si applica alle attività di cui all'articolo 12, paragrafo 1, lettera a), a condizione che tale operazione, ordine o condotta siano giustificati da legittimi motivi e siano conformi ad una pratica di mercato ammessa. Identica

¹³³ Sul punto DI AMATO A., *Gli abusi di mercato*, cfr. p. 96, che afferma: «nel caso degli atti concernenti la politica monetaria, valutaria o la gestione del debito pubblico, è evidente che il legislatore ha ritenuto esistente un interesse pubblico superiore, che esclude l'anti giuridicità della condotta, anche ove dovesse implicare una alterazione delle normali dinamiche di mercato».

¹³⁴ «Fatte salve la finalità del presente regolamento e le sue disposizioni direttamente applicabili, una persona che compie operazioni o inoltra ordini di compravendita che possano essere configurati come manipolazione del mercato può essere in grado di dimostrare che le sue motivazioni per compiere tali operazioni o inoltrare tali ordini erano legittime, e che dette operazioni e ordini erano conformi alle prassi ammesse sul mercato in questione. [...]».

¹³⁵ SEMINARA, op. cit., p. 101.

statuizione si rinviene anche nell'art. 12, paragrafo 1, lettera a) MAR, il quale, per la nota difficoltà di distinguere tale forma di manipolazione del mercato da ordinarie strategie di investimento sui mercati finanziari e per i connessi rischi che il divieto pone per i partecipanti al mercato, offre specifiche tutele prevedendo che non possa essere sanzionato chi dimostri di aver operato per “*legittimi motivi*” e in conformità ad eventuali AMP.

La disposizione del MAR è richiamata dal comma 1-*bis* dell'art. 185 TUF, il quale stabilisce la non punibilità di chi abbia «*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'articolo 13 del regolamento (UE) n. 596/2014*»¹³⁶. Questa disposizione è stata espressamente introdotta in riferimento all'illecito penale di manipolazione di mercato per effetto del D. Lgs. 107/2018; infatti, antecedentemente al recente intervento riformatore la non punibilità era prevista dal comma 4 dell'art. 187-*ter* solo con riferimento all'illecito amministrativo, e tale circostanza aveva dato adito a molteplici contrasti dottrinali ed applicativi.

Ad ogni modo, la nozione di prassi di mercato ammessa non è precisata direttamente dal TUF, sicché sia l'art. 180 comma 1, lett. c), sia l'art. 185 comma 1-*bis*, fanno espresso rinvio all'art. 13 MAR.

Come afferma il sopracitato Considerando n. 42 del MAR, la competenza ad individuare le pratiche ammesse in un determinato mercato spetta all'autorità di vigilanza attiva su quel mercato¹³⁷, la quale deve riesaminarle regolarmente (almeno ogni due anni) tenendo soprattutto conto dei cambiamenti significativi del contesto del mercato interessato. In Italia la CONSOB è l'autorità competente all'istituzione delle

¹³⁶ Si tratta di una esimente e non di condizione di non punibilità, in quanto viene esclusa solo l'antigiuridicità del fatto. Si veda MUCCIARELLI, *Gli abusi di mercato riformati e le persistenti criticità di una tormentata disciplina*, in *Diritto Penale Contemporaneo*, 10/2018, pp. 13 ss.

¹³⁷ Così il Considerando n. 42 MAR: «[...] Una prassi di mercato ammessa può essere determinata solo dall'autorità competente responsabile della sorveglianza degli abusi di mercato per il mercato interessato. Una prassi ammessa in un determinato mercato non può essere considerata applicabile ad altri mercati, a meno che le autorità competenti di tali altri mercati non abbiano ufficialmente accettato tale prassi. [...]».

prassi di mercato ammesse ai sensi dell'art. 73¹³⁸ del Regolamento Consob n. 20249/2017 (Regolamento Mercati). A tale proposito, l'art. 13 MAR detta i criteri che tali autorità devono seguire nell'istituzione delle prassi di mercato ammesse, attraverso una procedura che prevede la partecipazione dell'ESMA. Infatti, è stabilito che prima di istituire una prassi di mercato ammessa, l'autorità competente debba notificare all'ESMA e alle altre autorità competenti, almeno tre mesi prima della prevista entrata in vigore della prassi, la propria intenzione di istituirla, fornendo i particolari della valutazione svolta conformemente ai criteri di cui all'art. 13, par. 2 MAR; l'ESMA, entro due mesi dalla ricezione della notifica, è tenuta ad analizzare la compatibilità della prassi di mercato con i criteri previsti e con le norme tecniche di regolamentazione adottate a norma dell'art. 13, par. 7 MAR, nonché a valutare se l'istituzione di questa rischi di minacciare la fiducia nel mercato finanziario dell'Unione, per poi trasmettere un parere all'autorità competente che ha effettuato la notifica. Tuttavia, un'autorità competente può istituire una prassi di mercato ammessa in contrasto con il parere dell'ESMA, pubblicando sul proprio sito web, entro ventiquattro ore dall'istituzione, un avviso che illustri integralmente i motivi e le ragioni per cui la prassi di mercato ammessa non costituisca una minaccia per la fiducia del mercato.

Inoltre, per assicurare una coerente armonizzazione dell'art. 13 MAR, l'ESMA è tenuto a svolgere funzioni di coordinamento fra le autorità nazionali ed ha elaborato progetti di norme tecniche di regolamentazione — atti a specificare i criteri, la procedura e i requisiti relativi all'istituzione, al mantenimento, alla cessazione o alla modifica di una prassi di mercato ammessa — che ha presentato alla Commissione, la quale, alla luce di tali progetti, ha adottato il Regolamento Delegato (UE) 2016/908; in aggiunta, è tenuto a sorvegliare sulle modalità di applicazione delle prassi di mercato ammesse, presentando una relazione annuale alla Commissione.

¹³⁸ «La Consob provvede alla istituzione di prassi di mercato ammesse nei modi e nei tempi previsti dall'articolo 13 del regolamento (UE) n. 596/2014, tenendo conto dei criteri ivi indicati».

1.7.1. L'adeguamento al MAR delle AMP previgenti

Nel previgente regime europeo, definito dalla Direttiva 2003/6/CE (MAD), la CONSOB aveva ammesso, ai sensi dell'art. 180, comma 1, lett. c) del TUF, tre prassi di mercato: la Prassi n. 1 attinente all'attività di sostegno della liquidità del mercato e la Prassi n. 2 relativa all'acquisto di azioni proprie per la costituzione di un c.d. "magazzino titoli" con delibera n. 16839 del 19 marzo 2009, e la Prassi n. 3 attinente al riacquisto di prestiti obbligazionari a condizioni predeterminate con delibera n. 18406 del 13 dicembre 2012.

La Prassi n. 1 consentiva, in sintesi, che un soggetto interessato al sostegno della liquidità di azioni o di quote di fondi chiusi potesse, sulla base di un contratto scritto, conferire ad un intermediario l'incarico di svolgere l'attività di sostegno della liquidità sul mercato, delegando a questo le decisioni operative, con la finalità di favorire il regolare svolgimento delle negoziazioni ed evitare movimenti dei prezzi non in linea con l'andamento del mercato. L'intermediario doveva agire in modo indipendente e l'attività poteva essere svolta "con rischio per l'intermediario" o "per il soggetto interessato", a seconda del soggetto su cui ricadevano i risultati economici dell'attività, ovvero i profitti e le perdite associate alle compravendite effettuate. L'intermediario nella sua attività non doveva avere accesso a informazioni privilegiate dell'emittente e doveva avere un'organizzazione tale da evitare che l'attività di sostegno della liquidità fosse influenzata da altri interessi, compresi quelli relativi allo svolgimento di servizi d'investimento, specie per conto del soggetto interessato. Il contratto stabiliva la posizione massima, in acquisto o in vendita, che l'intermediario poteva costituire sullo strumento finanziario e, salvo casi eccezionali, tale posizione non poteva superare il 2% degli strumenti finanziari emessi.

La Prassi n. 2 prevedeva che un emittente (o un intermediario dallo stesso incaricato) effettuasse operazioni di acquisto di azioni proprie al fine di costituire un c.d. "magazzino" titoli, affinché l'emittente potesse conservarle e disporne in un secondo momento per compiere scambi azionari con altre società nell'ambito di

operazioni di natura strategica o per distribuirle, a titolo oneroso o gratuito, ad amministratori e dipendenti dell'emittente o di società controllate.

La Prassi n. 3 prevedeva il riacquisto (parziale rispetto all'emissione), da parte di un intermediario (detto anche *price maker*) incaricato dall'emittente o da un soggetto interessato al collocamento di strumenti finanziari di tipo obbligazionario, di strumenti finanziari a condizioni predeterminate specificate nel prospetto d'offerta e/o di quotazione, per salvaguardare il valore dello strumento finanziario qualora i prezzi correnti di mercato esprimevano un peggioramento del merito di credito dell'emittente. In particolare, in caso di peggioramento del merito di credito dell'emittente, l'intermediario incaricato procedeva all'acquisto sul mercato a prezzi che riflettevano il merito di credito dell'emittente al tempo dell'emissione e non quello corrente espresso dal mercato, come ricavabile dai prezzi di altre emissioni o da altre fonti.

Ai sensi dell'art. 13, par. 11 MAR le autorità nazionali competenti, entro tre mesi dall'entrata in vigore delle norme tecniche di regolamentazione di cui al par. 7 del medesimo art., avevano la facoltà di notificare all'ESMA le prassi di mercato ammesse da esse istituite anteriormente al 2 luglio 2014. Alla luce di questa previsione, la CONSOB, il 9 settembre 2016, analogamente ad altre NCA degli stati membri dell'UE, ha notificato all'ESMA di voler mantenere in vigore nel nuovo regime MAR le tre AMP già riconosciute nel previgente regime MAD. In seguito, nel documento di consultazione del 24 ottobre 2016 avente ad oggetto le modifiche regolamentari occorrenti in attuazione di MAR, la CONSOB ha preannunciato che la revisione delle anzidette prassi sarebbe stata oggetto di un'apposita consultazione pubblica al fine di valutare l'adeguatezza delle tre AMP riconosciute nel previgente regime e, il 4 novembre 2016, l'autorità ha rappresentato all'ESMA di avere intenzione di modificare le tre AMP, così da renderle coerenti con il MAR, lasciando vigenti in via transitoria (in attesa di aggiornamento) le tre prassi già riconosciute.

Successivamente, l'ESMA ha, da una parte, nel dicembre 2016, approvato una serie di punti su cui far convergere le prassi nazionali ("*points for convergence*"), al fine di

garantire un'applicazione uniforme delle prassi di mercato con riguardo alla prassi attinente ai contratti di liquidità (Prassi n. 1); dall'altra, per ciò che riguarda le Prassi n. 2 e n. 3, il *Market Integrity Standing Committee*¹³⁹ dell'ESMA ha espresso delle preoccupazioni relative alla tutela dell'integrità dei mercati e alla coerenza con la nuova disciplina europea.

In considerazione dell'evoluzione del quadro regolamentare anzidetto, con il documento di consultazione pubblicato in data 21 settembre 2018, la CONSOB ha proposto al mercato di modificare la Prassi n. 1 per poter renderla coerente con le disposizioni del MAR, con il Regolamento Delegato (UE) 2016/908 e con i *points for convergence* delineati dall'ESMA, e di far cessare le Prassi n. 2 e n. 3 a seguito degli approfondimenti effettuati in ambito MISC.

1.7.2. L'attività di sostegno della liquidità del mercato secondo la Nuova Prassi n. 1 e la cessazione delle Prassi n. 2 e n. 3

Alla luce di quanto esposto nel precedente paragrafo, la CONSOB ha elaborato la nuova prassi n. 1 inerente l'attività di sostegno della liquidità del mercato, riformando e aggiornando la precedente per tener conto del nuovo quadro regolamentare e delle osservazioni ricevute nell'ambito della consultazione pubblica avviata il 21 settembre 2018. In data 18 aprile 2019 la CONSOB ha notificato la nuova prassi di mercato all'ESMA ai fini del rilascio del parere di cui all'articolo 13, par. 4 del Regolamento MAR, salvo poi modificare il testo della prassi e procedere a nuova notifica (del testo aggiornato) in data 22 novembre 2019.

Inoltre, con Delibera 20876 del 3 aprile 2019, la CONSOB ha disposto la cessazione, con effetto dal 30 giugno 2019, delle prassi n. 2 e n. 3, attinenti — come già detto — rispettivamente all'acquisto di azioni proprie per la costituzione di un c.d. “magazzino titoli” e al riacquisto di prestiti obbligazionari a condizioni predeterminate, assumendo contestualmente l'impegno, nei confronti degli operatori del mercato, di fornire linee guida per definire le modalità per continuare a operare sul

¹³⁹ “MISC”, gruppo di lavoro delegato ad occuparsi, tra l'altro, dei temi relativi alle prassi di mercato.

mercato riducendo il rischio di abusi, nonostante la cessazione delle prassi in questione¹⁴⁰.

Il parere positivo dell'ESMA, nel quale viene indicato che la Prassi n. 1, nel testo notificato in data 22 novembre 2019, è compatibile con i criteri di cui all'articolo 13, paragrafo 2 MAR e con il Regolamento delegato (UE) 2016/908 della Commissione, è pervenuto in data 22 gennaio 2020; si è così proceduto all'ammissione della nuova Prassi n. 1 con Delibera n. 21318 del 7 aprile 2020, che ha contestualmente disposto la cessazione della previgente Prassi n. 1.

In continuità con la Prassi n. 1, la Nuova Prassi n. 1 prevede che l'emittente interessato al sostegno della liquidità delle proprie azioni possa conferire ad un intermediario, sulla base di un contratto, l'incarico di svolgere — in modo indipendente e senza aver accesso ad informazioni privilegiate dell'emittente — l'attività di sostegno della liquidità del titolo al fine di favorire il regolare svolgimento delle negoziazioni ed evitare movimenti dei prezzi non in linea con l'andamento del mercato. Le modalità di remunerazione dell'intermediario devono inoltre essere strutturate in maniera tale da non incentivarlo ad influenzare i prezzi o gli scambi del titolo¹⁴¹.

Non discostandosi dai *points of convergence*, la Nuova Prassi n. 1 pone una distinzione tra gli strumenti finanziari liquidi e illiquidi, introducendo limiti differenziati in merito alle risorse allocabili per lo svolgimento dell'attività dell'intermediario. Infatti, in luogo del limite presente nella Prassi n. 1 del 2% del valore degli strumenti finanziari emessi, è previsto che le risorse allocate non siano superiori:

- a) per gli strumenti finanziari liquidi, al 200% della media del controvalore degli scambi nel mercato nei trenta giorni antecedenti l'avvio dell'attività e, in ogni caso, a Euro 20 milioni;

¹⁴⁰ In particolare della Prassi n. 2, ampiamente utilizzata nel corso degli anni dalle società quotate italiane per costituire il magazzino titoli anche per finalità non tutelate dai *safe harbour* del MAR ma parimenti meritevoli di tutela.

¹⁴¹ Cfr. LATHAM & WATKINS, *Client Alert n. 2489*, del 19 aprile 2019.

b) per gli strumenti finanziari illiquidi, all'1% del valore degli strumenti finanziari emessi calcolato all'inizio del giorno di avvio dell'attività o al 500% della media indicata alla lettera a) e, in ogni caso, a Euro 1 milione¹⁴².

Inoltre, con riguardo al compenso dell'intermediario la Nuova Prassi n. 1, per assicurarne l'indipendenza dagli interessi dell'emittente, prescrive un meccanismo di remunerazione che non lo incentivi ad influenzare i prezzi o gli scambi e, a tal fine, specifica che la componente fissa della remunerazione dell'intermediario debba essere prevalente sull'eventuale componente variabile, la quale non deve superare il 15% di quella totale¹⁴³.

Sono poste delle condizioni operative, tra cui un limite quantitativo giornaliero alla percentuale di strumenti finanziari scambiabili sul mercato che ammonta al 15% per gli strumenti finanziari liquidi e al 25% per gli strumenti finanziari illiquidi della media giornaliera degli scambi nei 20 giorni di negoziazione precedenti¹⁴⁴.

La CONSOB, per quanto riguarda operazioni fuori mercato, si è discostata dai *points for convergence* dell'ESMA; questi ultimi, infatti, consentono alle NCA di introdurre la possibilità di effettuare operazioni fuori mercato in situazioni eccezionali, ma la CONSOB, in continuità con la Prassi n. 1, ha preferito in via prudenziale mantenere il divieto previsto nel precedente regime, confermando il divieto di effettuare operazioni fuori mercato (c.d. blocchi).

Infine, per quanto riguarda la trasparenza in merito al contratto ed all'operatività, l'emittente e l'intermediario sono tenuti a fornire informazioni — aggiuntive rispetto a quelle richieste dalla Prassi n. 1 — nella fase che precede all'avvio dell'attività, durante il suo svolgimento ed alla sua cessazione.

1.8. L'elemento soggettivo

L'elemento soggettivo del delitto di manipolazione di mercato è il dolo generico. Da ciò consegue che, ai fini della sussistenza del reato, occorrerà accertare se l'agente

¹⁴² Si veda par. 7 della Nuova Prassi n. 1.

¹⁴³ Si veda par. 14 della Nuova Prassi n. 1.

¹⁴⁴ Si vedano parr. 20 e 20-bis della Nuova Prassi n. 1.

abbia agito con la coscienza e volontà di diffondere notizie false o di porre in essere operazioni simulate o artifici, condizione a cui dovrà accompagnarsi, in quanto elemento della fattispecie criminosa, la consapevolezza dell'idoneità degli stessi a causare una sensibile alterazione del prezzo degli strumenti finanziari.

Il reato è punibile anche a titolo di dolo eventuale, ovvero quando il soggetto si rappresenta la verifica dell'evento come conseguenza soltanto probabile o possibile della propria condotta e accetta il rischio che questo possa verificarsi.

Per la configurazione del reato è, perciò, necessario accertare nel caso concreto la sussistenza del dolo in capo agli agenti. In alcuni casi il dolo può apparire evidente, come nell'ipotesi di un soggetto che ripetutamente effettui operazioni simulate. In altri casi può risolversi in un accertamento più complesso, come nella circostanza di una manipolazione derivante da una mancata (o ritardata) emissione di un'informazione verso il pubblico; in tal caso, infatti, ai fini dell'accertamento della sussistenza del dolo, è necessario valutare l'effettiva percezione del fatto che una determinata notizia andasse comunicata. Peraltro, l'analisi diventa ancora più complessa in presenza di manipolazioni del mercato compiute tramite "altri artifici", in quanto, come già detto nei paragrafi precedenti, queste condotte possono esplicarsi anche attraverso mezzi di per se leciti seppur diretti all'alterazione dei prezzi degli strumenti finanziari; in questo caso, allora, per l'accertamento dell'elemento soggettivo del reato bisognerà tener conto anche delle circostanze di tempo e di luogo nel cui contesto si è sviluppato l'illecito¹⁴⁵. Nel complesso, dunque, anche a voler negare le caratteristiche del dolo specifico, comunque si riscontra una declinazione dell'elemento soggettivo molto vicina a tale concetto.

Viceversa, l'ipotesi prevista dall'art. 185, comma 2-bis TUF¹⁴⁶, che è punita con la pena dell'arresto e dell'ammenda, si configura come una figura di reato

¹⁴⁵ «Nel complesso dunque, anche a voler negare le caratteristiche del dolo specifico, comunque si riscontra una declinazione dell'elemento soggettivo molto vicina a tale concetto». Cfr. https://it.wikiversity.org/wiki/Manipolazione_del_mercato

¹⁴⁶ Così l'art. 185, comma 2-bis TUF: «Nel caso di operazioni relative agli strumenti finanziari di cui all'articolo 180, comma 1, lettera a), numeri 2), 2-bis) e 2-ter), limitatamente agli strumenti finanziari

contravvenzionale, e per tale motivo, al pari dell'illecito amministrativo di manipolazione del mercato di cui all'art. 187-ter TUF, è punibile indifferentemente a titolo di dolo o di colpa. Peraltro, va segnalato come la Direttiva 2014/57/UE (MAD II), al Considerando n. 21, preveda testualmente che «*gli Stati membri possono, ad esempio, stabilire che la manipolazione del mercato commessa con grave colpa o negligenza costituisca reato*».

1.9. Il tentativo

La configurabilità del tentativo nel reato di manipolazione di mercato risulta problematica stante la qualificazione dell'illecito come reato di pericolo. Invero, anche se parte della dottrina ritiene prospettabile la realizzazione in forma tentata di alcuni reati di pericolo, è da condividere la tesi negativa sul presupposto che, punire il tentativo di un reato di pericolo equivarrebbe a reprimere il pericolo di un pericolo, finendo con l'anticipare eccessivamente la soglia della punibilità.

Sulla questione, dottrina e giurisprudenza maggioritarie, che, come accennato, inquadrano la manipolazione di mercato come reato di pericolo concreto a dolo generico¹⁴⁷, non ammettono la configurabilità del tentativo. Peraltro una dottrina ha rilevato che sebbene la complessità dell'*iter criminis* lascerebbe propendere per l'ammissibilità del tentativo, tuttavia, stante la natura di reato di pericolo della fattispecie, la configurabilità del tentativo determinerebbe un'eccessiva anticipazione della soglia della tutela penale¹⁴⁸.

A ben vedere, anche una recente dottrina¹⁴⁹, pur ritenendo l'illecito di cui all'art. 185 TUF un reato di danno e non di pericolo, sostiene l'impossibilità di configurare il

il cui prezzo o valore dipende dal prezzo o dal valore di uno strumento finanziario di cui ai numeri 2) e 2-bis) ovvero ha un effetto su tale prezzo o valore, o relative alle aste su una piattaforma d'asta autorizzata come un mercato regolamentato di quote di emissioni, la sanzione penale è quella dell'ammenda fino a euro centotremila e duecentonovantuno e dell'arresto fino a tre anni».

¹⁴⁷ Cfr. ANTOLISEI, *Manuale di diritto penale. Leggi complementari*, cit., 509; SEMINARA S., *L'aggiotaggio (art. 2637), I nuovi reati societari: diritto e processo*, a cura di GIARDA-SEMINARA, Padova, 2002, 547.

¹⁴⁸ Cfr. SGUBBI, in *Diritto penale del mercato finanziario*, 2013, 77.

¹⁴⁹ Cfr. AMATO, in *L'informazione finanziaria price sensitive*, Firenze, 2013, 183.

tentativo, in quanto la fattispecie confliggerebbe con l'illecito amministrativo di cui all'art. 187-ter, connotato come fattispecie di pericolo astratto.

Tuttavia, a titolo meramente teorico, potrebbe ipotizzarsi un tentativo riferito alla sola condotta, teorizzando il caso di un investitore che impartisce l'ordine all'intermediario di effettuare un'operazione finanziaria che concreta una condotta manipolativa con efficacia *price sensitive*, ma che l'intermediario non riesce a processare per cause non dipendenti dalla volontà dell'agente (ad esempio un *black-out* del sistema), ovvero il tentativo di diffusione di una notizia falsa che non va a buon fine in quanto, sempre a titolo di esempio, il direttore della testata giornalistica o televisiva incaricato della diffusione, non la autorizzi all'ultimo istante; ma in tutti questi casi sorgono seri dubbi in ordine alla sussistenza di un tentativo, quanto non di un reato impossibile per "inidoneità dell'azione" ex art. 49, comma 2 c.p.¹⁵⁰

2. Prevenzione e individuazione degli abusi di mercato

La prevenzione degli abusi di mercato è un tema che ha suscitato l'interesse del legislatore comunitario fin dall'emanazione della prima direttiva sull'*insider trading* del 1989 e che in seguito ha riguardato, con la direttiva 2003/6/CE¹⁵¹, anche la manipolazione del mercato.

Il Regolamento (UE) n. 596/2014 sottolinea l'importanza dell'attività di prevenzione e di collaborazione tra autorità competenti e soggetti che agiscono sul mercato, al fine di reprimere sul nascere i fenomeni illeciti di *market abuse*, anticipando la tutela dell'integrità dei mercati finanziari prima che vengano commessi gli illeciti. A tale fine, oltre tutte quelle misure di *enforcement* di tipo preventivo aventi ad oggetto gli obblighi informativi nei confronti del pubblico e tutti i poteri attribuiti

¹⁵⁰ Cfr. GALANTI A., *La manipolazione del mercato*, Milano, 2015, 107.

¹⁵¹ L'art. 6 della Direttiva MAD recitava: «*Gli Stati membri assicurano che ci siano norme adeguate che garantiscano che le persone che producono o diffondono ricerche riguardanti strumenti finanziari o gli emittenti di strumenti finanziari o le persone che producono o diffondono altre informazioni che raccomandano o propongono strategie di investimenti destinate ai canali di divulgazione o al pubblico, vigilino con ragionevole diligenza affinché l'informazione sia presentata correttamente e comunichino ogni loro interesse o indichino l'esistenza di conflitti di interessi riguardo agli strumenti finanziari cui l'informazione si riferisce. Tali norme sono notificate alla Commissione*».

all'autorità di vigilanza nell'esercizio delle proprie funzioni di controllo¹⁵², assumono rilevanza le disposizioni riguardanti i sistemi di individuazione, segnalazione e prevenzione degli abusi di mercato.

Al riguardo, il Considerando n. 74 del MAR evidenzia l'opportunità di introdurre un sistema di segnalazione delle irregolarità alle autorità competenti, affermando come *«le segnalazioni di eventuali irregolarità possono portare nuove informazioni all'attenzione delle autorità competenti che se ne servono per individuare e irrogare sanzioni nei casi di abuso di informazioni privilegiate e di manipolazione del mercato. [...] La segnalazione di violazioni del presente regolamento è necessaria per consentire a un'autorità competente di individuare e irrogare sanzioni per gli abusi di mercato. [...]»*.

L'art. 16 MAR, rubricato prevenzione e individuazione di abusi di mercato, prevede l'obbligo per i gestori del mercato e per le imprese di investimento che gestiscono una sede di negoziazione, di istituire e mantenere dispositivi, sistemi e procedure efficaci al fine di prevenire e individuare gli abusi di mercato (conformemente agli artt. 31 e 54 della direttiva 2014/65/UE), nonché l'obbligo di immediata segnalazione all'autorità competente del luogo della sede di negoziazione di ordini e operazioni — compresa qualsiasi cancellazione o modifica degli stessi — che potrebbero costituire abuso di mercato. L'obbligo è esteso, dal par. 2 dell'art. 16 MAR, anche a chiunque predisponga o esegua a titolo professionale operazioni, qualora questi nutra il ragionevole sospetto che un ordine o un'operazione su qualsiasi strumento finanziario possa configurare un *market abuse*.

Per di più, l'art. 32 MAR si occupa di porre la disciplina della segnalazione delle violazioni stabilendo l'obbligo per gli Stati membri di provvedere affinché le autorità competenti mettano in atto dispositivi efficaci per consentire la segnalazione, alle stesse autorità competenti, di violazioni effettive o potenziali del regolamento, che includono: procedure specifiche per il ricevimento di segnalazioni di violazioni e per le relative verifiche, compresa l'instaurazione di canali di comunicazione sicuri per

¹⁵² A riguardo si veda cap. I.

tali segnalazioni; un'adeguata protezione delle persone che, impiegate in base a un contratto di lavoro, segnalano violazioni o sono a loro volta accusate di violazioni, contro ritorsioni, discriminazioni o altri tipi di trattamento iniquo; la protezione dei dati personali sia della persona che segnala la violazione, sia della persona fisica presunta responsabile della violazione, comprese misure di protezione atte a preservare la riservatezza della loro identità durante tutte le fasi della procedura, fatte salve le disposizioni nazionali che impongano la comunicazione di informazioni nel contesto di indagini o di successivi procedimenti giudiziari.

Obblighi in tal senso sono previsti anche in capo ai datori di lavoro, che devono mettere in atto procedure interne adeguate affinché i propri dipendenti possano segnalare violazioni del regolamento MAR (c.d. *wistleblowing*). A tal proposito può essere richiamato anche l'art. 8 della Direttiva 2014/57/UE, ai sensi del quale gli Stati membri adottano, altresì, le misure necessarie affinché le persone giuridiche possano essere ritenute responsabili quando la carenza di vigilanza o controllo abbia reso possibile la commissione di un reato.

2.1. Le operazioni effettuate da persone che esercitano funzioni di amministrazione, di controllo o di direzione

L'art. 19 MAR detta una disciplina ancor più dettagliata degli obblighi di *disclosure* sulle operazioni effettuate da persone che esercitano funzioni di amministrazione, controllo o direzione. A tal proposito viene spesso utilizzato il termine *internal dealing*¹⁵³, cioè trasparenza sulle operazioni aventi ad oggetto azioni di società quotate e strumenti finanziari ad esse collegati compiute da esponenti aziendali

¹⁵³ Cfr. RAGNO M., *Gli abusi di mercato*, p. 471, ritiene che «secondo la Consob l'esigenza di monitorare le operazioni di internal dealing sarebbe funzionale non solo alla prevenzione degli abusi, ma anche all'efficienza informativa del mercato poiché, come evidenziato dal Regolamento mercati (nonché da quello sugli emittenti), le operazioni effettuate da manager e principali azionisti della società comportano rendimenti sistematicamente superiori alla media; quindi la loro pubblicazione consentirebbe al mercato di incorporare il valore segnaletico di tali operazioni all'interno del patrimonio informativo disponibile».

(amministratori e *manager* più rilevanti) delle società medesime e da persone a questi ultimi strettamente legate¹⁵⁴.

Innanzitutto, coloro che ricoprono le predette posizioni di vertice all'interno di una società, nonché le persone a loro strettamente associate, devono notificare — tempestivamente e non oltre tre giorni lavorativi successivi alla data dell'operazione — all'emittente o al partecipante al mercato delle quote di emissioni e all'autorità competente della vigilanza sul mercato, tutte le operazioni condotte per loro conto¹⁵⁵ che abbiano superato l'importo di Euro 5.000 nell'arco di un anno civile (soglia che l'autorità competente può innalzare a Euro 20.000, previa comunicazione all'ESMA della decisione e dei motivi sottostanti).

L'emittente o il partecipante al mercato delle quote di emissioni, a sua volta, ha l'obbligo, ricevute le informazioni in questione, di provvedere ad una tempestiva diffusione (che deve avvenire non oltre tre giorni lavorativi dall'operazione) presso il pubblico, utilizzando mezzi di informazione che possono ragionevolmente garantire un'effettiva diffusione dei dati in tutta l'Unione, così da consentire un rapido accesso a tali informazioni su base non discriminatoria.

Ma vi è di più. Il par. 5 dell'art. 19 prevede che gli emittenti o i partecipanti al mercato delle quote di emissioni debbano redigere un elenco di tutti coloro che esercitano funzioni di amministrazione, di controllo o di direzione e delle persone a loro strettamente associate e notificare per iscritto, alle persone che esercitano queste funzioni, gli obblighi loro spettanti ai sensi del presente articolo. Questi soggetti, a loro

¹⁵⁴ Cfr. <http://www.gruppo24ore.ilsole24ore.com/it-it/governance/internal-dealing>: «la disciplina dell'internal dealing trova applicazione con riguardo alle operazioni di acquisto, vendita, sottoscrizione e scambio di azioni, ossia di strumenti finanziari ad esse collegati compiute da "soggetti rilevanti". In tale ultima categoria rientrano gli azionisti in possesso di almeno il 10% del capitale della società, gli amministratori e i sindaci effettivi della stessa, nonché alcune posizioni dirigenziali individuate in ambito aziendale in base alla normativa di riferimento»

¹⁵⁵ Più precisamente, l'art. 19 MAR prescrive questi obblighi informativi: «a) per quanto riguarda gli emittenti, tutte le operazioni condotte per loro conto concernenti le quote o i titoli di credito di tale emittente o strumenti derivati o altri strumenti finanziari a essi collegati; b) per quanto riguarda i partecipanti al mercato delle quote di emissione, tutte le operazioni condotte per loro conto concernenti le quote di emissioni, i prodotti oggetto d'asta sulla base di esse o i relativi strumenti derivati».

volta, notificheranno per iscritto alle persone a loro strettamente associate gli obblighi loro spettanti.

La notifica delle operazioni contiene una serie di informazioni specificate dal par. 6 dell'art. 19 MAR, e in particolare: a) il nome della persona; b) il motivo della notifica; c) la denominazione dell'emittente o del partecipante al mercato delle quote di emissioni interessato; d) la descrizione e l'identificativo dello strumento finanziario; e) la natura dell'operazione o delle operazioni; f) la data e il luogo dell'operazione o delle operazioni; g) il prezzo e il volume dell'operazione o delle operazioni.

Inoltre, il par. 11 dell'art 19 MAR prevede che una persona che eserciti funzioni di amministrazione, di controllo o di direzione presso un emittente non possa effettuare operazioni per proprio conto oppure per conto di terzi, direttamente o indirettamente, nei c.d. *closing period*, cioè un periodo di trenta giorni di calendario prima dell'annuncio di un rapporto finanziario intermedio o di un rapporto di fine anno che il relativo emittente è tenuto obbligatoriamente a rendere pubblici ai sensi delle regole della sede di negoziazione nella quale le azioni dell'emittente sono ammesse alla negoziazione o del diritto nazionale.

2.2. Il *whistleblowing*

Il *whistleblowing* è il comportamento dei soggetti che denunciano pubblicamente o riferiscono alle autorità competenti dell'esistenza di irregolarità, attività illecite o fraudolente, all'interno dell'organismo di cui fanno parte.

L'istituto è particolarmente utilizzato nel mondo anglosassone, Inghilterra su tutti, ed ha avuto origine negli Stati Uniti d'America nel 1989 con l'emanazione del *Whistleblower Protection Act*, concepito per offrire tutela ai dipendenti federali che rivelavano "illegalità, spreco e corruzione da parte del governo" dalle conseguenze negative legate al loro impiego¹⁵⁶.

Ben presto anche in Europa si è giunti a riconoscere la rilevanza del fenomeno e l'importanza di inserire, a livello europeo, una disciplina specifica del *whistleblowing*

¹⁵⁶ Cfr. Public Law 101-12, 1989.

al fine di unificare le protezioni minime, come ad esempio l'anonimato o un eventuale sconto di pena, e di creare di canali di denuncia affidabili e attivabili su tutto il territorio¹⁵⁷. Infatti, il Regolamento (UE) n. 596/2014 presenta alcune importanti disposizioni sulla segnalazione degli abusi di mercato. Fondamentali a riguardo sono le disposizioni, già precedentemente esaminate¹⁵⁸, del Considerando n. 74 e dell'art. 32 MAR: il primo sottolinea l'importanza delle segnalazioni delle potenziali irregolarità; il secondo prescrive la messa in atto, da parte delle autorità competenti, di dispositivi efficaci per consentire la segnalazione, nonché la predisposizione, da parte dei datori di lavoro, di procedure interne adeguate affinché i dipendenti possano segnalare le violazioni, oltre a strumenti di tutela necessari per evitare ritorsioni, discriminazioni o altri tipi di trattamento iniquo nei confronti di tali soggetti. Inoltre, l'art. 32 MAR prevede che gli Stati membri possano intervenire affinché vengano concessi incentivi finanziari ai soggetti che, al di fuori di doveri di natura legale o contrattuale e purché si tratti di informazioni prima ignorate e che portano all'imposizione di sanzioni amministrative o penali o all'adozione di altre misure amministrative, segnalino una violazione della normativa europea sugli abusi di mercato.

L'ESMA si è espresso sull'argomento con il *Technical Advice* del 2015¹⁵⁹, con il quale ha proposto delle procedure per assicurare l'implementazione di apposite infrastrutture per il *whistleblowing*. Le misure che l'ESMA suggerisce sono molte: innanzitutto nel documento, l'autorità, mostra la volontà di promuovere le procedure di *reporting* che possono essere eseguite sia da persone giuridiche che fisiche; inoltre, afferma la necessità che i canali di comunicazione, con modalità scritta e orale (tramite registrazioni, conversazioni telefoniche o incontri fisici), previsti dall'autorità

¹⁵⁷ Cfr. RIZZOLI D., *Whistleblowing, ci vuole una direttiva europea*, <http://www.wired.it/attualita/politica/2014/06/03/whistleblowing-europa-tutele/>, rileva come «l'Italia non solo manca di una legge organica sui whistleblower, ma possiede anche un sistema giuridico frammentato, che può rendere molto difficile per i dipendenti comprendere i loro diritti e tutele». Ed ancora, cit. p. 2, afferma: «creare un'attività europea per la segnalazione che, tra gli altri compiti, verifichi l'applicazione e l'avanzamento nei singoli stati della disciplina».

¹⁵⁸ Si veda par. 2.

¹⁵⁹ «ESMA's technical advice on possible delegated acts concerning the Market Abuse Regulation».

competente siano indipendenti ed autonomi. L'ESMA, poi, con riguardo ai siti *web* delle autorità competenti, puntualizza come questi debbano essere semplici da consultare e che debbano avere una sezione specifica in cui indicare i canali da usare e in cui descrivere le modalità di *reporting*¹⁶⁰.

Il *Technical Advice*, come affermato anche dall'art. 32 MAR, richiama l'importanza di garantire l'anonimato delle segnalazioni, sia con riguardo al segnalatore, che con riguardo al segnalato; in tre casi, però, questa riservatezza non può essere garantita: quando la rivelazione dell'identità del *whistleblower* è richiesta dalla legge; quando la natura delle indagini e dei procedimenti successivi alla segnalazione può consentire al datore di lavoro o ad altre persone di identificare con precisione il segnalante, sebbene le autorità competenti adotteranno tutte le misure necessarie per impedire che ciò accada; quando, in casi eccezionali e in conformità alla normativa nazionale, l'autorità competente per poter proseguire le indagini non ha altra scelta che rivelare all'accusato l'identità della persona che ha effettuato la segnalazione¹⁶¹.

In Italia, fino al 2012 non vi era traccia di leggi specifiche sul *whistleblowing*, in quanto soltanto alcune norme di settore si occupavano di questa materia, il che forniva agli informatori una tutela incompleta e soprattutto indiretta¹⁶². Il concetto di *whistleblowing* è stato inserito nell'ordinamento giuridico italiano con la legge 6 novembre 2012, n. 190 (la c.d. legge Severino) con l'introduzione dell'art. 54-*bis* per la tutela del dipendente pubblico che segnala illeciti nel D. Lgs. 30 marzo 2001, n. 165 (Testo unico sul Pubblico Impiego). La normativa in ambito pubblico è poi stata potenziata dalla Legge n. 30 novembre 2017, n. 179 che ha modificato l'articolo 54-*bis* del Testo unico sul Pubblico Impiego a seguito delle osservazioni elaborate nel 2013 nel "Rapporto OCSE sull'integrità in Italia" e della relazione dell'Unione sulla

¹⁶⁰ Cfr. p. 64 del *Technical Advice*.

¹⁶¹ Cfr. p. 66 del *Technical Advice*.

¹⁶² Così BADANO F., *Il "whistleblowing", strumento di partecipazione civica*, cit. p. 3, che rileva come «il whistleblowing risultava menzionato soltanto nei Codici etici delle aziende che avevano attivato lo strumento di prevenzione della responsabilità amministrativa degli enti (Dlgs 231/2001). Tale provvedimento governativo era stato delegato dalla legge 300/2000, di ratifica ed esecuzione di tutta una serie di accordi tra Stati, per lo più in tema di corruzione».

lotta alla corruzione adottata dalla Commissione europea nel 2014. La Legge n. 179/2017, inoltre, introduce la possibilità di istituire sistemi di segnalazione di illeciti in ambito privato¹⁶³.

Tuttavia, da ultimo, in materia, è stata emanata la Direttiva (UE) 2019/1937 del 23 ottobre 2019. L'art. 26, par. 1 di tale Direttiva fissa il termine per il recepimento da parte degli Stati membri al 17 dicembre 2021. Il provvedimento copre quasi tutti i settori in cui l'Unione Europea è competente, facendo riferimento a "violazioni del diritto dell'Unione" nei settori elencati all'art. 2, par. 1, lett. a).

Come si evince dai "considerando" iniziali, obiettivo della direttiva è disciplinare la protezione dei *whistleblowers* all'interno dell'Unione, introducendo norme minime comuni di tutela al fine di dare uniformità a normative nazionali estremamente frammentate ed eterogenee. Sempre dalla lettura dei "considerando" si traggono alcune interessanti indicazioni sul ruolo che il legislatore europeo intende attribuire allo strumento del *whistleblowing*. Partendo dalla constatazione che le informazioni fornite dai *whistleblowers* sono spesso essenziali per garantire l'emersione di illeciti che sarebbero altrimenti destinati a rimanere ignoti, si afferma che la tutela apprestata nella normativa mira a "rafforzare i principi di trasparenza e responsabilità" (Considerando n. 2) e, in ultima analisi, a realizzare una funzione di prevenzione dei reati. In secondo luogo, e da tutt'altra prospettiva, si osserva che la segnalazione di illeciti di cui si è venuti a conoscenza nel contesto lavorativo deve essere tutelata in quanto manifestazione della libertà di espressione, necessaria anche a garantire la circolazione delle informazioni, nonché ad assicurare la libertà e il pluralismo dei media. In questo senso, la normativa costituisce attuazione dei principi di cui all'art. 11 della Carta dei diritti e dell'art. 10 della CEDU e si pone in linea di continuità con i principi elaborati in materia dalla giurisprudenza della Corte europea dei diritti

¹⁶³ Cfr. MARTORANA M., *Whistleblowing, la nuova Direttiva europea e la protezione dei dati*, Altalex.com.

dell'uomo, nonché con la Raccomandazione sulla protezione degli informatori adottata dal Comitato dei ministri del Consiglio d'Europa il 30 aprile 2014¹⁶⁴.

Brevemente, sintetizzando qualche aspetto saliente della nuova Direttiva, le segnalazioni possono essere effettuate attraverso tre diversi canali di segnalazione: interni, esterni e pubblici. La direttiva esprime una preferenza per l'utilizzo dei sistemi interni, ma non stabilisce un ordine tra i sistemi di segnalazione interni ed esterni, attribuendo al segnalante la libertà di scegliere se rivolgersi all'uno o all'altro e prevedendo, invece, delle condizioni per l'accesso al canale pubblico. Quanto al contenuto della tutela, bisogna, in primo luogo, precisare che questa non è riconosciuta alle segnalazioni anonime; ad ogni modo, la Direttiva, all'art. 16, sancisce un obbligo di riservatezza a tutela dell'identità del segnalante¹⁶⁵, vieta qualsiasi atto ritorsivo adottato in conseguenza della segnalazione (art. 19), prevedendo alcune misure di protezione dalle ritorsioni (art. 21) e una serie di misure di sostegno a favore del segnalante (art. 20).

2.3. Autorità competenti, ESMA e obblighi di cooperazione

Ai sensi dell'art. 22 del Regolamento (UE) n. 596/2014, ogni Stato membro designa un'unica autorità amministrativa competente ai fini del Regolamento, informandone la Commissione, l'ESMA e le altre autorità competenti degli altri Stati membri. L'autorità competente deve assicurare l'applicazione della normativa sovranazionale nel proprio territorio per quanto riguarda tutte le attività su di esso svolte¹⁶⁶.

¹⁶⁴ Cfr. DELLA BELLA A., *La direttiva europea sul whistleblowing: come cambia la tutela per chi segnala illeciti nel contesto lavorativo*, Sistemapenale.it.

¹⁶⁵ Peraltro, ai sensi dell'art. 16, par. 2 della Direttiva (UE) 2019/1937 «*la divulgazione dell'identità della persona segnalante e di qualsiasi altra informazione di cui al paragrafo 1 è ammessa solo qualora ciò rappresenti un obbligo necessario e proporzionato imposto dal diritto dell'Unione o nazionale nel contesto di indagini da parte delle autorità nazionali o di procedimenti giudiziari, anche al fine di salvaguardare i diritti della difesa della persona coinvolta*».

¹⁶⁶ L'art. 22 si riferisce anche alle attività svolte all'estero relative a strumenti ammessi alla negoziazione su un mercato regolamentato, per i quali è stata chiesta l'ammissione alla negoziazione su tale mercato, oggetto d'asta su un'apposita piattaforma o negoziati su un MTF o su OTF, o per i quali è stata chiesta l'ammissione alla negoziazione su un MTF che opera all'interno del loro territorio.

Ai sensi del successivo art. 23 MAR, le autorità competenti possono esercitare le proprie funzioni e i propri poteri direttamente, anche agendo in collaborazione con altre autorità o con imprese che gestiscono il mercato, o indirettamente, rivolgendosi alle competenti autorità giudiziarie o delegando l'attività ad altre autorità o imprese che gestiscono il mercato. Il par. 3 dell'art. in commento prescrive agli Stati membri l'adozione di misure appropriate che consentano alle autorità competenti di disporre di tutti i poteri di vigilanza e di indagine necessari allo svolgimento dei loro compiti. In più, al par. 2, il legislatore europeo elenca un nucleo minimo di poteri da riconoscere alle autorità competenti per l'espletamento dei loro compiti di indagine e di controllo, poteri necessari per garantire l'efficacia dell'opera di vigilanza e nel cui esercizio si dovrebbe agire con obiettività ed imparzialità e autonomia nei processi decisionali¹⁶⁷. In Italia, la CONSOB, per quanto riguarda la disciplina degli abusi di mercato, dispone dei poteri ex art. 187-*octies* TUF, di cui si è già trattato nel cap. I, a cui si rimanda. Inoltre, come affermato nel Considerando n. 63 del MAR, anche le imprese che operano sul mercato e tutti gli attori economici, dovrebbero contribuire all'integrità del mercato. Sotto questo profilo, il Regolamento auspica legami di collaborazione o deleghe, sotto la responsabilità dell'autorità competente, tra tale autorità e le imprese che operano sul mercato, al fine di garantire un efficace controllo del rispetto delle disposizioni di legge.

Il Regolamento MAR assegna un ruolo fondamentale e di assoluta centralità all'ESMA, che ha il compito di garantire l'effettivo coordinamento ed allineamento del sistema di regolazione dei mercati finanziari¹⁶⁸, svolgendo un ruolo di agevolazione e coordinamento in relazione alla cooperazione e allo scambio di informazioni tra autorità competenti e autorità di regolamentazione in altri Stati membri e paesi terzi, ma anche tramite la predisposizione di progetti di norme tecniche di attuazione della normativa europea; per far sì che l'ESMA possa espletare i compiti

¹⁶⁷ Cfr. Considerando n. 62 Regolamento (UE) n. 596/2014 (MAR). Inoltre, tali poteri dovrebbero essere esercitati, ove il diritto nazionale lo richieda, previa richiesta alle competenti autorità giudiziarie.

¹⁶⁸ Cfr. AMATI E., *Abusi di mercato e sistema penale*, cit. p. 55, secondo cui «ciò determinerà, dunque, una forte compressione degli spazi di autonomia e del ruolo delle singole autorità nazionali».

che gli sono stati attribuiti, è prescritto, all'art. 24, par. 2 MAR, che le autorità competenti debbano fornire, quanto prima, tutte le informazioni necessarie.

Il Regolamento MAR sancisce un obbligo di cooperazione fra le autorità degli Stati membri e l'ESMA (nonché fra le autorità nazionali stesse) che sono tenute allo scambio di informazioni senza indebiti ritardi — ai sensi dell'art. 35 del Regolamento (UE) n. 1095/2010¹⁶⁹ — e alla cooperazione nelle attività di indagine, controllo e applicazione delle norme, nell'ambito delle quali, le autorità possono richiedere l'assistenza dell'autorità competente di un altro Stato membro ai fini di ispezioni o indagini *in loco*¹⁷⁰.

Intorno a questa attività di cooperazione sono previsti, inoltre, una serie di corollari volti alla tutela dei soggetti vigilati; in particolare, il Regolamento MAR, agli artt. 28 e 29, detta alcune cautele riguardanti la protezione e la comunicazione dei dati personali dei soggetti sottoposti a vigilanza; in aggiunta, l'art. 27 MAR copre con il segreto professionale le informazioni riservate ricevute, scambiate o trasmesse a norma del regolamento.

Nell'ambito dell'attività di scambio di informazioni e di cooperazione, tuttavia, è previsto dall'art 25, par. 2 MAR, che l'autorità competente di un paese membro possa rifiutarsi di dare seguito alla richiesta che le è pervenuta. La possibilità di avvalersi del rifiuto è prevista solo in circostanze eccezionali, e precisamente quando:

«a) la comunicazione di informazioni pertinenti potrebbe pregiudicare la sicurezza dello Stato membro destinatario della richiesta, con particolare riferimento alla lotta contro il terrorismo e altre forme di criminalità grave;

¹⁶⁹ Regolamento (UE) n. 1095/2010 del 24 novembre 2010, istitutivo dell'ESMA.

¹⁷⁰ Ai sensi dell'art. 25, par. 6 MAR: «[...] Quando un'autorità competente riceve da un'autorità competente di un altro Stato membro la richiesta di procedere a un'ispezione o a un'indagine in loco, può adottare una delle seguenti misure: a) effettuare l'ispezione o l'indagine in loco direttamente; b) consentire all'autorità competente che ha presentato la richiesta di partecipare all'ispezione o indagine in loco; c) consentire all'autorità competente che ha presentato la richiesta di eseguire direttamente l'ispezione o indagine in loco; d) nominare controllori o esperti che eseguano l'ispezione o l'indagine in loco; e) condividere con le altre autorità competenti attività specifiche collegate all'attività di vigilanza. [...]».

b) l'accoglimento della richiesta potrebbe nuocere alle proprie indagini, attività di contrasto o, se del caso, a un'indagine penale;

c) è già stato avviato un procedimento giudiziario per le stesse azioni e nei confronti delle stesse persone dinanzi alle autorità dello Stato membro destinatario della richiesta;

d) nello Stato membro destinatario della richiesta è già stata pronunciata una sentenza definitiva a carico delle suddette persone per le stesse azioni».

Nell'ambito delle attività oggetto di trattazione, l'ESMA, come già accennato, svolge un fondamentale ruolo di coordinamento necessario per garantire la buona riuscita dell'attività di vigilanza sui mercati all'interno dell'Unione Europea. A tale fine, l'ESMA è dotato di poteri di intervento per garantire il rispetto della normativa sovranazionale e la cooperazione fra le varie autorità degli Stati membri. Ai sensi dell'art. 25, par. 7 MAR, infatti, l'ESMA può intervenire a norma degli artt. 17 e 19 del Regolamento (UE) n. 1095/2010 nel caso in cui la richiesta di informazioni o di assistenza di un'autorità competente ad un'altra autorità non abbia ottenuto seguito entro un termine ragionevole o sia stata respinta.

Infine, è prevista anche la cooperazione delle autorità nazionali degli Stati membri con le autorità di vigilanza di paesi terzi ai sensi dell'art. 26 MAR, tramite la conclusione di accordi di cooperazione che garantiscono uno scambio efficiente di informazioni tale da consentire alle autorità competenti di svolgere i propri compiti. Quando un'autorità competente intende concludere un accordo di questo tipo è tenuta ad informare l'ESMA e le autorità degli altri Stati membri. Anche in questo caso, l'ESMA, ove possibile, agevola e coordina lo sviluppo degli accordi, occupandosi anche di sviluppare progetti di norme tecniche di regolamentazione contenenti un modello di documento per gli accordi di cooperazione che le autorità nazionali degli Stati membri utilizzeranno all'occorrenza¹⁷¹.

¹⁷¹ Per completezza espositiva si segnala che, a norma dell'art. 26, par. 3 MAR, «le autorità competenti concludono accordi di cooperazione che prevedono lo scambio di informazioni con le autorità di controllo di paesi terzi solo quando il segreto professionale applicabile alle informazioni comunicate offre garanzie almeno equivalenti a quelle previste dall'articolo 27».

CAPITOLO III

IL TRATTAMENTO SANZIONATORIO

SOMMARIO: 1. Il trattamento sanzionatorio alla luce delle novità introdotte dal MAR e dalla MAD II. — 1.1. Le sanzioni amministrative. — 1.2. L'aumento del trattamento sanzionatorio amministrativo ai sensi dell'art. 39 della L. 262/2005. — 1.3. L'obbligo della repressione penale. — 1.4. La responsabilità delle persone giuridiche. — 2. Il problema del *ne bis in idem*. — 2.1. La sentenza *Grande Stevens* e il problema del *ne bis in idem*. — 2.2. La giurisprudenza della Corte EDU *post* sentenza *Grande Stevens*. — 2.3. La giurisprudenza della Corte di Giustizia dell'Unione Europea sul *ne bis in idem*. — 2.4. La giurisprudenza italiana sul *ne bis in idem*.

1. Il trattamento sanzionatorio alla luce delle novità introdotte dal MAR e dalla MAD II

Gli abusi di mercato ledono l'integrità dei mercati finanziari e compromettono la fiducia del pubblico nei loro confronti, costituendo un grave ostacolo alla crescita ed al benessere economico¹⁷²; tali ragioni sono alla base della regolamentazione dei fenomeni di abuso di mercato, nonché della disciplina sanzionatoria prevista al riguardo.

L'emanazione della Direttiva 2003/6/CE, come già è stato evidenziato, poneva una disciplina quadro in materia di abusi di mercato e, da una parte, obbligava gli Stati membri ad introdurre misure amministrative, dall'altra, rendeva facoltativa la previsione di sanzioni penali. Questo aspetto comportò un recepimento della normativa non uniforme nel territorio dell'Unione.

Negli anni successivi all'emanazione della Direttiva il rapporto De Larosière aveva evidenziato criticità, in particolare in punto di trattamento sanzionatorio, sia sotto il profilo dell'adeguatezza che sotto quello dell'efficacia. Ma l'inadeguatezza della previgente disciplina si evince anche dal Considerando n. 5 della Direttiva MAD II, il quale prende atto di come l'adozione di sanzioni amministrative da parte degli Stati membri si fosse, fino a quel momento, rivelata insufficiente a garantire il rispetto delle

¹⁷² Si veda il Considerando n. 1 della Direttiva 2014/57/UE (MAD II).

norme intese a prevenire e combattere gli abusi di mercato. Inoltre, non tutti gli Stati membri avevano previsto sanzioni penali per alcune forme di violazioni gravi della normativa nazionale di attuazione della direttiva 2003/6/CE, con la conseguenza che tali approcci differenti degli Stati membri recavano pregiudizio all'uniformità delle condizioni operative nel mercato interno e fornivano un incentivo ad attuare abusi di mercato negli Stati membri che non prevedevano sanzioni penali per tali reati¹⁷³.

Oggi la disciplina sanzionatoria relativa agli abusi di mercato è dettata dalla Direttiva 2014/57/UE (MAD II) e dal Regolamento (UE) n. 596/2014 (MAR). Il Regolamento MAR istituisce un quadro comune di regolamentazione, dettando norme direttamente applicabili presidiate da sanzioni amministrative e prevedendo una tutela minima degli abusi che gli Stati Membri devono garantire; alla Direttiva MAD II, è demandata l'individuazione dello standard minimo di reazione punitiva (penale) che gli ordinamenti nazionali devono garantire a fronte di violazioni della normativa sui *market abuse*¹⁷⁴. L'*enforcement* della disciplina sugli abusi di mercato risulta, perciò, informato a un duplice criterio. Da un lato, l'esigenza di una efficiente gestione del problema suggerisce il ricorso a strumenti — sanzionatori e preventivi — di carattere amministrativo, parimenti efficaci, ma tendenzialmente meno costosi, di quelli penali. Per altro verso, la portata simbolica della sanzione penale induce la necessaria previsione della fattispecie di *market abuse* come reato “almeno nei casi gravi” e quando i relativi comportamenti siano commessi con dolo¹⁷⁵.

La Direttiva MAD II è diretta espressione dell'art. 83, par. 2 TFUE, secondo cui «*allorché il ravvicinamento delle disposizioni legislative e regolamentari degli Stati membri in materia penale si rivela indispensabile per garantire l'attuazione efficace*

¹⁷³ Cfr. Considerando n. 7, Direttiva 2014/57/UE (MAD II).

¹⁷⁴ Come constatato dal Considerando n. 6 della Direttiva 2014/57/UE (MAD II), si rivela «*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. Introducendo sanzioni penali almeno per le forme gravi di abusi di mercato, si stabiliscono confini chiari per i tipi di comportamenti che sono ritenuti particolarmente inaccettabili e si trasmette al pubblico e ai potenziali contravventori il messaggio che tali comportamenti sono considerati molto seriamente dalle autorità competenti*».

¹⁷⁵ Cfr. PERRONE A., in *Il diritto del mercato dei capitali*, II edizione, Milano, 2018, 311.

di una politica dell'Unione in un settore che è stato oggetto di misure di armonizzazione, norme minime relative alla definizione dei reati e delle sanzioni nel settore in questione possono essere stabilite tramite direttive. [...]». Il provvedimento legislativo in questione assume grande importanza, proprio in quanto si rivolge a tutti gli Stati Europei, con finalità di armonizzazione delle misure repressive degli abusi di mercato. È proprio grazie a tale intervento normativo che, per la prima volta, si assisterà all'utilizzo generalizzato dello strumento penale nella lotta ai *market abuse*, ritenuto necessario per la sua maggiore forza dissuasiva.

1.1. Le sanzioni amministrative

Come già detto nel paragrafo precedente, è il Regolamento MAR a delineare l'impianto regolatore della disciplina sugli abusi di mercato e il correlato impianto di sanzioni amministrative pecuniarie e non solo. Il Regolamento contiene una specifica indicazione delle fattispecie oggetto di sanzione amministrativa, nonché del livello minimo dei provvedimenti da applicare, siano essi sanzioni amministrative, per cui sono previsti gli importi minimi dei massimi edittali, o altre misure amministrative; il potere di applicare l'impianto sanzionatorio è devoluto dagli Stati Membri, ai sensi dell'art. 22 MAR, ad un'unica autorità amministrativa da essi designata.

Proprio in virtù del fatto che il Regolamento MAR delinea un impianto sanzionatorio minimo, è bene precisare che l'art. 30, par. 3 del Regolamento prevede la possibilità per Stati Membri di introdurre sanzioni amministrative ulteriori e, con riferimento a quelle pecuniarie, più elevate, e di attribuire, in capo alle autorità competenti, poteri ulteriori. Inoltre, in ossequio a quanto previsto dalla Direttiva MAD II sul trattamento sanzionatorio penale, l'art. 30, par. 1, attribuisce agli Stati membri la facoltà di non introdurre sanzioni amministrative se le violazioni sono già soggette a sanzioni penali nel rispettivo diritto nazionale.

Per quanto riguarda le sanzioni amministrative pecuniarie, l'art. 30, par. 2, lett. i) e lett. j), prevede il minimo del massimo edittale irrogabile nei confronti di persone fisiche e giuridiche che violino il divieto di abuso di informazione privilegiata (art. 14

MAR) e il divieto di manipolazione del mercato (art. 15 MAR). Nel caso di violazione commessa da una persona fisica, sono previste sanzioni amministrative pecuniarie massime pari ad almeno Euro 5 milioni. Nel caso di violazione commessa da una persona giuridica, sono previste sanzioni amministrative pecuniarie massime pari ad almeno Euro 15 milioni o al 15 % del fatturato totale annuo della persona giuridica in base all'ultimo bilancio disponibile approvato dall'organo di gestione. Peraltro, è possibile, ai sensi dell'art. 30, par. 2, lett. h) MAR, irrogare sanzioni amministrative pecuniarie massime di valore pari ad almeno tre volte l'importo dei guadagni ottenuti o delle perdite evitate grazie alla violazione, quando questi siano determinabili.

Questi provvedimenti possono essere adottati dall'autorità di vigilanza, il cui agire è informato al principio di proporzionalità; l'autorità, difatti, nello stabilire l'entità della sanzione amministrativa da applicare, deve tener conto, ai sensi dell'art. 31, par. 1 MAR, di tutte le circostanze del caso concreto, tra cui: la gravità e la durata della violazione, il grado di responsabilità dell'autore e la sua capacità finanziaria, l'ammontare dei profitti realizzati e delle perdite evitate, il livello di cooperazione con l'autorità competente dimostrato dall'autore e le misure da quest'ultimo adottate al fine di evitare il ripetersi dell'illecito, eventuali precedenti violazioni¹⁷⁶.

È bene ricordare, inoltre, il dovere di cooperazione, cui le autorità di vigilanza, nell'esercizio dei loro poteri sanzionatori, sono tenute. L'art. 31, par. 2 MAR, infatti, prescrive una stretta collaborazione — conformemente all'art. 25 MAR — fra le autorità competenti dei vari Stati membri, per garantire l'efficace e appropriato esercizio dei poteri di controllo e di irrogazione delle sanzioni, nonché per evitare duplicazioni e sovrapposizioni nella loro attività nei casi transfrontalieri.

Sono previste, inoltre, misure accessorie; alcune, con una funzione preventiva, sono finalizzate ad un intervento tempestivo, volto ad impedire o far cessare una condotta manipolativa, quali l'ingiunzione diretta al soggetto responsabile della violazione di porre termine alla condotta in questione e di non reiterarla (art. 30, par. 2, lett. a) MAR), la revoca o sospensione dell'autorizzazione di una società di investimento (art.

¹⁷⁶ Cfr. art. 31, par. 1 MAR, lett. da a) a g).

30, par. 2, lett. d) MAR), l'interdizione temporanea o permanente — in caso di violazione ripetuta degli artt. 14 e 15 MAR — dall'esercizio di funzioni dirigenziali in società di investimento o da attività di negoziazione per conto proprio (art. 30, par. 2, lett. e), f), g) MAR); altre hanno carattere *ex post*, quali il c.d. *disgorgement*, cioè la restituzione dei guadagni realizzati o delle perdite evitate grazie alla violazione (art. 30, par. 2, lett. b) MAR) e la c.d. *shame sanction*, cioè un avvertimento pubblico che indica il responsabile della violazione e la natura della stessa (art. 30, par. 2, lett. c) MAR).

In caso di violazione del Regolamento MAR, tutte le decisioni relative all'imposizione di una sanzione amministrativa o altra misura sono soggette a pubblicazione sul sito *web* dell'autorità di vigilanza subito dopo che il destinatario sia stato informato della decisione, a meno che l'autorità competente ritenga che la pubblicazione sia sproporzionata rispetto al caso concreto o possa compromettere un'indagine in corso o la stabilità dei mercati finanziari; in questo caso, l'autorità può decidere di posticipare la pubblicazione della decisione fino a che non vengano meno i motivi del rinvio o di procedere ad una pubblicazione in forma anonima. Tale tipo di sanzione, in un contesto di mercato in cui la reputazione di una società che vi agisce è di particolare importanza, comporta nella maggior parte dei casi un rilevante e ulteriore effetto deterrente.

Venendo all'ordinamento italiano, a seguito dell'emanazione della nuova disciplina europea dei mercati, e del suo recepimento con il D. Lgs. 10 agosto 2018, n. 107, sono sopravvissuti, sia pure con modifiche e adattamenti¹⁷⁷, i previgenti artt. 187-*bis* e 187-*ter* del TUF, che prevedono, rispettivamente, le sanzioni amministrative riguardo l'abuso di informazione privilegiata e la manipolazione di mercato. Peraltro, l'Italia, già con la L. n. 18 aprile 2005, n. 62 di recepimento della Direttiva 2003/6/CE, a differenza di molti altri ordinamenti, aveva previsto un impianto sanzionatorio amministrativo e penale di ingente portata nei confronti dei soggetti responsabili di

¹⁷⁷ In seguito alle modifiche attuate dal D. Lgs. 10 agosto 2018, n. 107, tali artt. non contengono più una descrizione della fattispecie a cui si riferiscono, ma fanno espresso rinvio al Regolamento (UE) n. 596/2014 (MAR).

abuso di informazione privilegiata e di manipolazione di mercato, attraverso una legislazione di fatto allineata a molte delle disposizioni contenute nella nuova normativa europea.

L'art. 187-ter, comma 1 TUF stabilisce che «*salve le sanzioni penali quando il fatto costituisce reato, è punito con la sanzione amministrativa pecuniaria da ventimila euro a cinque milioni di euro chiunque viola il divieto di manipolazione del mercato di cui all'articolo 15 del regolamento (UE) n. 596/2014*». Inoltre, il successivo comma 2, con un richiamo espresso all'art. 187-bis, comma 5 prevede la possibilità di aumentare le sanzioni amministrative pecuniarie fino al triplo o, se maggiore, fino a dieci volte il profitto conseguito (tenuto conto della sua entità) o le perdite evitate grazie al comportamento illecito, quando le sanzioni, anche se applicate nel massimo, appaiano inadeguate. Nell'esercitare questa facoltà, la CONSOB deve tener conto dei criteri elencati dall'art. 194-bis TUF, criteri per la maggior parte coincidenti con quelli elencati dall'art. 31, par. 1 MAR (v. *supra*)¹⁷⁸. Il comma 3, infine, esclude la punibilità di chi dimostri di avere agito per motivi legittimi e in conformità ad una prassi di mercato ammessa.

Il TUF, all'art 187-quater, prevede alcune sanzioni amministrative accessorie che discendono dall'applicazione delle sanzioni amministrative pecuniarie previste dagli artt. 187-bis e 187-ter. Tali misure possono comportare, per una durata non inferiore a due mesi e non superiore a cinque anni, l'interdizione temporanea dallo svolgimento di funzioni di amministrazione, direzione e controllo, la sospensione dal registro dei revisori legali dei conti o dall'albo dei consulenti finanziari, la perdita temporanea dei requisiti di onorabilità. Tuttavia, ai sensi del comma 2-bis dell'art. 187-quater, nel caso di recidiva reiterata nel decennio di uno dei reati previsti dal Capo II del TUF o nel caso in cui l'autore dell'illecito abbia già compiuto, con dolo o colpa grave, una violazione degli artt. 187-bis e 187-ter, e nel caso in cui al soggetto sia stata già

¹⁷⁸ Rispetto all'art. 31, par. 1 MAR, l'art. 194-bis aggiunge ulteriori criteri che l'autorità di vigilanza nel determinare la sanzione deve valutare e, segnatamente: i pregiudizi cagionati a terzi attraverso la violazione, nella misura in cui il loro ammontare sia determinabile; la criticità dell'indice di riferimento per la stabilità finanziaria; le potenziali conseguenze sistemiche della violazione.

applicata l'interdizione per un periodo complessivo non inferiore a cinque anni, la sanzione interdittiva dallo svolgimento delle funzioni di amministrazione, direzione e controllo è permanente. Per concludere, l'art. 187-*quater*, comma 3, prevede che la CONSOB possa, con il provvedimento di applicazione delle sanzioni amministrative pecuniarie e tenuto conto della gravità della violazione e del grado della colpa, intimare alle società operanti sul mercato di non avvalersi, nell'esercizio della propria attività e per un periodo non superiore a tre anni, dell'autore della violazione, richiedere agli ordini professionali la temporanea sospensione del soggetto dall'esercizio dell'attività professionale, nonché applicare nei confronti dell'autore della violazione l'interdizione temporanea dalla conclusione di operazioni sul mercato per un periodo non superiore a tre anni.

Alcune problematiche sono sorte in merito al procedimento amministrativo per l'irrogazione delle sanzioni, disciplinato dal Regolamento sul procedimento sanzionatorio¹⁷⁹, il quale è stato ritenuto non conforme ai principi del contraddittorio e della piena conoscenza degli atti sanciti dal legislatore con le previsioni normative di rango primario di cui agli artt. 187-*septies* e 195 del TUF¹⁸⁰. In merito, con un

¹⁷⁹ Le problematiche sono sorte con riferimento alla disciplina dettata dal regolamento sul procedimento sanzionatorio adottato con la delibera n. 15086 del 2005. Le questioni critiche rilevate dai giudici amministrativi non sono state del tutto superate neanche con l'adozione, con delibera n. 18750 del 19 dicembre 2013, del nuovo procedimento sanzionatorio della CONSOB, da ultimo aggiornato con le modifiche apportate dalla delibera n. 19521 del 24 febbraio 2016.

¹⁸⁰ Cfr. Cons. Stato, sez. VI, 26 marzo 2015, n. 1596, rileva che: «[...] nella fase istruttoria non viene, infatti, garantito, come anche la dottrina maggioritaria non ha mancato di rivelare, un vero e proprio diritto di difesa, con contraddittorio pieno. Dopo la contestazione dell'addebito agli interessati, un vero e proprio contraddittorio si instaura unicamente tra costoro e la Divisione competente che ha compiuto gli accertamenti sfociati nella contestazione, in modo da permettere a detta Divisione di tenere conto delle eventuali deduzioni difensive già nella relazione da trasmettere all'Ufficio sanzioni amministrative. [...] Dopo l'iniziale ridotta partecipazione, pertanto, il procedimento sanzionatorio prosegue in totale assenza di contraddittorio. La relazione dell'ufficio che svolge l'istruttoria non viene, infatti, inviato all'interessato, in violazione dei diritti di piena conoscenza degli atti istruttori, e le controdeduzioni giungono alla Commissione, titolare del potere di decisione finale, solo attraverso la relazione dell'ufficio istruttoria. Manca, quindi, qualunque interlocuzione tra l'ufficio titolare del potere di decisione finale e il soggetto che quella decisione subirà. L'interessato si vede, in particolare, preclusa la possibilità di interloquire sulla relazione conclusiva dell'Ufficio Sanzioni, nella quale pure possono essere contenute valutazioni (in primis, la definitiva qualificazione giuridica dell'istituto) non necessariamente oggetto di confronto durante la fase istruttoria. Questo iter procedimentale, così come designato dal regolamento impugnato, determina allora una violazione del contraddittorio voluto dal

intervento che non ha risolto totalmente la *quaestio*, la CONSOB, preso atto della problematica, con delibera 29 maggio 2015, n. 19158, ha inserito, all'art. 8 del Regolamento sul procedimento sanzionatorio, una più pregnante tutela del contraddittorio.

Sempre con riguardo al procedimento sanzionatorio, sono state prospettate anche delle incompatibilità con i principi del giusto processo sanciti e dagli artt. 24 e 111 della Costituzione e dall'art. 6 CEDU, sulla scorta della pronuncia della Corte EDU nel famoso caso *Grande Stevens c. Italia*. In merito a tale questione, la Corte di Cassazione, in più occasioni, ha ritenuto ammissibile il procedimento sanzionatorio della CONSOB. Secondo l'orientamento della Suprema Corte, infatti, i precetti costituzionali concernenti il diritto di difesa (art. 24 Cost.) e il giusto processo (art. 111 Cost.) riguardano espressamente e solo il giudizio, ossia il procedimento giurisdizionale che si svolge davanti al giudice e non il procedimento amministrativo, ancorché finalizzato all'emanazione di provvedimenti incidenti su diritti soggettivi, cosicché l'incompleta equiparazione del procedimento amministrativo a quello giurisdizionale non viola in alcun modo la Costituzione. Inoltre, la Corte EDU nella sentenza *Grande Stevens*, ha precisato che le carenze di tutela del contraddittorio caratterizzanti un procedimento amministrativo sanzionatorio non consentono di ritenere violato l'articolo 6 della Convenzione EDU quando il provvedimento sanzionatorio sia impugnabile davanti ad un giudice indipendente ed imparziale, che sia dotato di giurisdizione piena e che conosca dell'opposizione in un procedimento che garantisca il pieno dispiegamento del contraddittorio delle parti; per questo motivo, gli Stati possono scegliere se realizzare le garanzie del giusto processo di cui all'art. 6 della CEDU già nella fase amministrativa o successivamente, mediante l'assoggettamento del provvedimento sanzionatorio applicato dall'autorità amministrativa (all'esito di un procedimento non connotato da quelle garanzie) ad un sindacato giurisdizionale pieno, di natura tendenzialmente sostitutiva, attuato

legislatore, dal momento che in un procedimento ispirato a tale principio il contraddittorio dovrebbe esplicarsi in ogni fase del procedimento, prima, durante e dopo il compimento dell'attività istruttoria preordinata alla decisione finale. [...]».

attraverso un procedimento conforme alle prescrizioni dell'articolo 6 della Convenzione¹⁸¹.

A tale orientamento, espressione della dottrina e della giurisprudenza maggioritarie, sono state mosse critiche da una parte della dottrina che ha manifestato perplessità in ordine alla possibilità di attribuire funzione sanante ad un'impugnazione che ha carattere propriamente caducatorio ed ha rilevato che, data l'elevata tecnicità della materia, il giudice potrebbe essere portato a far proprio l'accertamento operato dall'autorità di vigilanza¹⁸².

Per concludere, l'art. 187-*sexies*, comma 1 TUF prevede, in caso di applicazione delle sanzioni amministrative sopra menzionate, la confisca obbligatoria del prodotto o del profitto dell'illecito, sanzione che, ai sensi del comma 2, qualora non sia possibile eseguire la confisca a norma del comma 1, può avere ad oggetto somme di denaro, beni o altre utilità di valore equivalente.

La disposizione in esame è stata oggetto di una pronuncia della Corte Costituzionale. La questione di legittimità costituzionale è stata sollevata dalla II sezione civile della Corte di Cassazione, con ordinanza n. 3831 del 16 febbraio 2018, in sede di esame di un caso di illecito amministrativo di abuso di informazioni privilegiate. Il giudice *a quo* dubitava della legittimità costituzionale dell'art. 187-*sexies* TUF, nella misura in cui imponeva la confisca non solo del profitto dell'illecito, bensì anche del suo prodotto e dei beni utilizzati per commetterlo; i dubbi di legittimità costituzionale riguardavano la proporzionalità della misura sanzionatoria in relazione agli artt. 3, 42 e 117 Cost., agli artt. 17 e 49 della CDFUE (Carta dei diritti fondamentali dell'Unione Europea) e all'art. 1 Prot. addizionale CEDU.

La Corte Costituzionale, pronunciatisi sulla questione con sentenza 10 maggio 2019, n. 112, ha rilevato che il legislatore, nonostante l'ampia discrezionalità nella determinazione del *quantum* punitivo, è tenuto al rispetto di una serie di vincoli imposti dalla Costituzione, tra i quali il rispetto del principio di proporzionalità in relazione

¹⁸¹ Cfr. Cass. civ., sez. II, 22 aprile 2016, n. 8210; Cass. civ., sez. II, 18 gennaio 2017, n. 1205.

¹⁸² Cfr. PERRONE A., in *Il diritto del mercato dei capitali*, II edizione, Milano, 2018, 313.

alla gravità dell'illecito, ed ha precisato che tale principio è applicabile anche alla generalità delle sanzioni amministrative. Sulla scorta di tali considerazioni, la Consulta ha riconosciuto che *«la combinazione tra una sanzione pecuniaria di eccezionale severità [...] e una ulteriore sanzione anch'essa di carattere “punitivo” come quella rappresentata dalla confisca del prodotto e dei beni utilizzati per commettere l'illecito, che per di più non consente all'autorità amministrativa e poi al giudice alcuna modulazione quantitativa, necessariamente conduce, nella prassi applicativa, a risultati sanzionatori manifestamente sproporzionati»*¹⁸³.

La Corte Costituzionale, perciò, ha ritenuto fondata la questione dichiarando *«l'illegittimità costituzionale dell'art. 187-sexies del D. Lgs. n. 58 del 1998, nel testo originariamente introdotto dall'art. 9, comma 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»*; ancora, preso atto che il legislatore — nonostante il precedente ammonimento della Consulta con sentenza n. 252 del 2012¹⁸⁴ e nonostante

¹⁸³ Nella sentenza in commento la Corte Cost. constata che: *«[...] tale sanzione, denunciata dalla Corte di cassazione, seconda sez. civile, conduce a risultati manifestamente sproporzionati per eccesso rispetto alla gravità degli illeciti in questione: mentre la confisca del “profitto”, infatti, ha una funzione ripristinatoria della situazione patrimoniale precedente in capo all'autore, quella del “prodotto” e dei “beni utilizzati” assume una connotazione “punitiva”, infliggendo all'autore una limitazione al diritto di proprietà di portata superiore a quella che deriverebbe dalla mera ablazione dell'ingiusto vantaggio economico ricavato dall'illecito, alla quale si aggiunge anche l'irrogazione di una sanzione amministrativa pecuniaria, la cui cornice editale è essa pure di eccezionale severità.[...]»*.

¹⁸⁴ Circostanza in cui, però, non si giunse ad una declaratoria di incostituzionalità, in quanto *«la Corte non ritenne in quell'occasione di poter porre direttamente rimedio in considerazione della peculiare formulazione del petitum allora sottoposto»*.

Sull'argomento v. Corte cost. sent. 10 maggio 2019, n. 112, punto 5, in cui è specificato che: *«[...] questa Corte ha, invero, dichiarato inammissibile una precedente questione di legittimità costituzionale dell'art. 187-sexies del D. Lgs. n. 58 del 1998 mirante a riconoscere “all'autorità amministrativa (in sede di irrogazione) e al giudice (nell'ambito del giudizio di opposizione) il potere di ‘graduare’ la misura in rapporto alla gravità in concreto della violazione commessa”, in base alle stesse istanze di proporzionalità della sanzione che vengono invocate in questa sede. Questa Corte ritenne allora che il petitum assumesse “il carattere di una novità di sistema: circostanza che lo colloca al di fuori dell'area del sindacato di legittimità costituzionale, per rimmetterlo alle eventuali e future soluzioni di riforma, affidate in via esclusiva alle scelte del legislatore” (sentenza n. 252 del 2012). Il carattere ‘creativo’ della soluzione in quell'occasione prospettata dal giudice rimettente discendeva, in effetti, dalla richiesta di introdurre un elemento di flessibilità nel quantum confiscabile in relazione alla concreta*

l'opportunità di una riforma della disciplina suggerita dalla CONSOB con la Relazione annuale per il 2012 — con il D. Lgs. n. 107/2018 aveva riconfermato nel novellato art. 187-*sexies* TUF la confiscabilità tanto del “profitto” quanto del “prodotto” dell'illecito, riproponendo nella nuova disposizione i vizi che affliggevano quella previgente, la Corte ha dichiarato *«in via consequenziale, ai sensi dell'art. 27 della legge 11 marzo 1953, n. 87 [...], l'illegittimità costituzionale dell'art. 187-*sexies* del D. Lgs. n. 58 del 1998, nella versione risultante dalle modifiche apportate dall'art. 4, comma 14, del decreto legislativo 10 agosto 2018, n. 107, 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/UE, 2003/125/CE e 2004/72/CE”, nella parte in cui prevede la confisca obbligatoria, diretta o per equivalente, del prodotto dell'illecito, e non del solo profitto»*.

La pronuncia della Corte Costituzionale presenta profili di particolare rilevanza perché utilizza il canone della proporzionalità tra fatto e sanzione non per fare salvo il cumulo di sanzioni previsto dalla legge, bensì, almeno in parte, per eliminarlo e perché ricostruisce le nozioni di prodotto e di profitto dell'illecito e dei beni utilizzati per commetterlo fornendo all'interprete i criteri ermeneutici di individuazione degli stessi. Al tempo stesso, la sentenza lascia aperte una serie di questioni su alcuni dei temi che saranno affrontati nei paragrafi successivi e in particolare: sull'auspicata

*gravità dell'illecito: soluzione reputata inconciliabile con la natura 'fissa' della confisca, che – nel vigente sistema normativo – può essere obbligatoria o facoltativa, ma non consente graduazioni quantitative affidate alla valutazione discrezionale dell'autorità che dispone la misura (ancora, sentenza n. 252 del 2012). Il petitum delle odierne questioni di legittimità costituzionale è però del tutto diverso, essendo finalizzato a ottenere una pronuncia non già additivo-manipolativa, come quella cui mirava l'ordinanza di rimessione decisa con la sentenza n. 252 del 2012, bensì parzialmente ablativa. Il giudice a quo chiede infatti, in sostanza, che dall'art. 187-*sexies* del D. Lgs. n. 58 del 1998 siano eliminati il riferimento ai “mezzi impiegati [recte: beni utilizzati] per commetter[e]” l'illecito, nonché al “prodotto” dell'illecito medesimo, con conseguente conservazione della sola parte della disposizione concernente il “profitto”. L'intervento sollecitato mira, dunque, semplicemente, a ridurre gli oggetti della confisca prevista dalla disposizione censurata; confisca che resterebbe però obbligatoria per la parte residua, relativa al profitto dell'illecito, che dovrebbe essere interamente confiscato (in via diretta o per equivalente). Nessuna manipolazione 'creativa' deriverebbe, pertanto, dall'eventuale accoglimento delle questioni ora prospettate, che risultano pertanto – sotto questo profilo – ammissibili»*.

proporzionalità che non pare essere garantita in tutti i casi in cui l'illecito amministrativo costituisca anche illecito penale¹⁸⁵; sulle questioni in ordine alla proporzionalità non solo della confisca, ma dell'intero apparato sanzionatorio per la materia degli abusi di mercato, in virtù della previsione del doppio binario sanzionatorio.

1.2. L'aumento del trattamento sanzionatorio amministrativo ai sensi dell'art. 39 della L. 262/2005

A seguito del recepimento della Direttiva MAD, con la legge comunitaria 2004 (L. 18 aprile 2005, n. 62), veniva inserito nel nostro ordinamento il principio del c.d. "doppio binario" sanzionatorio.

In quegli anni, però, i mercati finanziari erano attraversati da scandali aventi grande risonanza mediatica — si pensi ai *default* di Cirio, Parmalat e Giacomelli —, i tribunali italiani erano intasati da giudizi promossi da investitori nei confronti degli intermediari incaricati del collocamento degli strumenti finanziari e l'opinione pubblica chiedeva sanzioni più afflittive per i responsabili di illeciti finanziari. Per far fronte a questa situazione, il legislatore ha emanato la L. 28 dicembre 2005, n. 262 (c.d. Legge risparmio), che, all'art. 39, rubricato "Aumento delle sanzioni penali e amministrative" prevedeva, *inter alia*, la quintuplicazione delle sanzioni pecuniarie e il raddoppio di tutte le pene previste dal TUF, tra le quali, ovviamente, quelle dettate per gli abusi di mercato.

Per effetto di tale scomposto intervento legislativo, le sanzioni amministrative applicabili agli abusi di mercato sono rimaste, nella loro entità spropositata, invariate fino al 2015, fin quando, con la legge di recepimento della Direttiva CRD IV, (L. 7 ottobre 2014, n. 154), il parlamento ha delegato il governo a rivedere i limiti edittali delle sanzioni amministrative pecuniarie previste dal TUF e dal TUB¹⁸⁶. Il governo ha

¹⁸⁵ In questi casi, infatti, l'art. 187 TUF impone, salve le sanzioni penali e amministrative e salva la confisca amministrativa (ormai del solo profitto), di applicare la confisca penale, anche per equivalente, «del prodotto o del profitto conseguito dal reato e dei beni utilizzati per commetterlo».

¹⁸⁶ L'art. 3 della legge delega non menzionava espressamente le norme del TUF in tema di abusi di mercato tra quelle oggetto dell'intervento del legislatore delegato.

esercitato la delega con il D. Lgs. 12 maggio 2015, n. 72 intervenendo su tutti gli illeciti amministrativi previsti nel TUF, tra cui gli abusi di mercato. Più precisamente, l'art. 6, comma 3 del decreto ha sancito l'inapplicabilità della quintuplicazione delle sanzioni ripristinando così i limiti edittali originariamente previsti (pena pecuniaria compresa tra ventimila euro e tre milioni di euro). La disciplina è stata poi modificata per effetto del D. Lgs. 107/2018 ed è attualmente vigente come delineata nei paragrafi precedenti.

Tuttavia, il D. Lgs. 72/2015, all'art. 6, comma 2, prevedeva che le modifiche apportate all'apparato sanzionatorio si applicassero alle violazioni commesse dopo l'entrata in vigore dei provvedimenti attuativi adottati da Banca d'Italia e CONSOB e che alle violazioni commesse precedentemente continuassero ad applicarsi le norme *pro tempore* vigenti. In sostanza, la "dequintuplicazione" delle sanzioni pecuniarie introdotta dal decreto non operava per le condotte commesse prima dell'entrata in vigore del provvedimento. In tal modo, il legislatore accordava preferenza al principio del *tempus regit actum* piuttosto che a quello del *favor rei*, impedendo a coloro che avevano agito prima dell'entrata in vigore delle disposizioni attuative da parte delle competenti autorità di vigilanza di beneficiare del più mite regime sanzionatorio previsto dal decreto¹⁸⁷.

In merito alle previsioni dell'art. 6, comma 2, del D. Lgs. 72/2015 la Corte d'Appello di Milano, con ordinanza 19 marzo 2017, n. 87, ha sollevato la questione di legittimità costituzionale. Il giudizio *a quo* verteva su una fattispecie di *tipping* per cui la CONSOB aveva irrogato al responsabile una sanzione amministrativa pecuniaria pari al minimo edittale (euro 100.000) previsto dall'art. 187-*bis* del TUF nella versione in vigore all'epoca dei fatti, senza tener conto, in applicazione dell'art. 6, comma 2, del D. Lgs. 72/2015, della "dequintuplicazione" prevista dall'art. 6, comma 3 dello stesso Decreto legislativo. La Corte d'Appello di Milano, nel rimettere la questione alla Consulta, aveva prospettato l'incostituzionalità del predetto art. 6, comma 2 sotto

¹⁸⁷ Cfr. MOCCI F., *Insider trading: illecito amministrativo e retroattività della lex mitior secondo la Corte Costituzionale*, in *Dirittobancario.it*, 2019.

due profili: in primo luogo, per contrasto con l'art. 3 della Costituzione, in quanto la disposizione creava un'ingiustificata disparità di trattamento tra soggetti che avevano commesso fatti identici in momenti diversi; in secondo luogo, per contrasto con l'art. 117, comma 1 della Costituzione in relazione all'art. 7 della CEDU, che enuncia il principio di legalità in materia penale, che secondo l'interpretazione estensiva della Corte EDU ricomprende anche la retroattività della legge successiva se più favorevole al reo.

Con sentenza del 21 marzo 2019, n. 63 la Corte Costituzionale si è pronunciata sulla questione. Innanzitutto, la Corte si è pronunciata sul valore riconosciuto nel nostro ordinamento al principio del *favor rei* in caso di successione di leggi penali nel tempo, principio che trova fondamento negli artt. 3 e 117 Cost. L'art. 3 Cost. non consente di trattare in modo diverso fatti identici, sol perché commessi prima o dopo l'entrata in vigore della norma che ha mitigato il trattamento sanzionatorio¹⁸⁸. Ai sensi dell'art. 117 Cost., norma che impone al legislatore di tener conto degli obblighi imposti allo Stato Italiano dalla normativa dell'Unione Europea e dagli accordi di diritto internazionale, il principio di *favor rei* ha una copertura "internazionale", infatti, l'art. 7, par. 1 della CEDU¹⁸⁹, così come interpretato dalla Corte EDU, prevede che, in caso di contrasto tra la legge penale vigente al momento della commissione del reato e quella successiva vada applicata sempre quella più favorevole al reo¹⁹⁰. Tale principio

¹⁸⁸ In argomento si veda Corte cost., sent. 19 luglio 2011, n. 236, in cui è affermato come: «non sarebbe ragionevole punire (o continuare a punire più gravemente) una persona per un fatto che, secondo la legge posteriore, chiunque altro può impunemente commettere (o per il quale è prevista una pena più lieve)».

¹⁸⁹ L'art. 7, par. 1 CEDU recita così: «nessuno può essere condannato per una azione o una omissione che, al momento in cui è stata commessa, non costituiva reato secondo il diritto interno o internazionale. Parimenti, non può essere inflitta una pena più grave di quella applicabile al momento in cui il reato è stato commesso».

¹⁹⁰ Previsioni ancora più esplicite sono contenute nell'art. 15 del Patto internazionale relativo ai diritti civili e politici, che recita: «nessuno può essere condannato per azioni od omissioni che, al momento in cui venivano commesse, non costituivano reato secondo il diritto interno o il diritto internazionale. Così pure, non può essere inflitta una pena superiore a quella applicabile al momento in cui il reato sia stato commesso. Se, posteriormente alla commissione del reato, la legge prevede l'applicazione di una pena più lieve, il colpevole deve beneficiarne». Ancora, l'art. 49 della Carta dei diritti fondamentali dell'Unione Europea recita: «nessuno può essere condannato per un'azione o un'omissione che, al momento in cui è stata commessa, non costituiva reato secondo il diritto interno o il diritto

non è però inderogabile da parte del legislatore che, in presenza di interessi di analogo rango e rilievo, può decidere di non prevedere l'applicazione della *lex mitior*, purché tale decisione sia sorretta da una giustificazione oggettivamente ragionevole, soggetta allo scrutinio di costituzionalità della stessa Consulta¹⁹¹.

Tuttavia, pur presentando notevoli punti di somiglianza con gli illeciti penali, gli illeciti amministrativi non godono delle medesime garanzie e le tutele accordate in materia penale sono, infatti, in linea di massima applicabili solo se espressamente richiamate dalla L. 24 novembre 1981, n. 689¹⁹² dalle previsioni specifiche che disciplinano gli illeciti; infatti, l'art. 1 della L. 689/1981 (letto in combinazione con l'art. 11 delle preleggi) sancisce il principio del *tempus regit actum*, secondo cui all'autore dell'illecito è applicata la sanzione prevista nel momento in cui ha commesso la violazione.

La Corte Costituzionale, in proposito, con sentenza 20 luglio 2016, n. 193, aveva reputato legittima la norma, sottolineando come anche nella giurisprudenza della Corte EDU non è mai stato oggetto di censura l'intero sistema delle sanzioni amministrative, ma singole fattispecie di illeciti amministrativi che presentavano una forte somiglianza con gli illeciti penali. Tuttavia, come si dirà nei paragrafi successivi, alcune sanzioni amministrative, per il loro carattere particolarmente afflittivo, sono assimilabili a quelle penali e in tali casi la Corte di Strasburgo ha teorizzato, dalla sentenza *Engel e altri c. Paesi Bassi* in poi, l'estensione delle norme fondamentali del diritto penale, tra cui il principio del *favor rei* di cui all'art. 7 della CEDU.

Alla luce delle considerazioni sin qui svolte, la Corte costituzionale ha rilevato come non vi fosse dubbio, data la rilevante carica afflittiva, che la sanzione amministrativa prevista dall'art. 187-*bis* del TUF avesse natura punitiva; era quindi necessario farla soggiacere alle garanzie che la Costituzione e il diritto internazionale dei diritti umani assicurano alla materia penale, ivi compresa la garanzia della

internazionale. Parimenti, non può essere inflitta una pena più grave di quella applicabile al momento in cui il reato è stato commesso. Se, successivamente alla commissione del reato, la legge prevede l'applicazione di una pena più lieve, occorre applicare quest'ultima».

¹⁹¹ Si veda Corte cost., sentenza 23 novembre 2006, n. 393.

¹⁹² Legge che disciplina in via generale gli illeciti amministrativi.

retroattività della *lex mitior*; così, dopo aver rilevato anche l'inesistenza di interessi di rango costituzionale tali per cui la deroga al principio di retroattività *in mitius* potesse ritenersi legittima, la Corte ha dichiarato l'illegittimità costituzionale dell'art. 6, comma 2, del D. Lgs. n. 72/2015, nella parte in cui ha escluso l'applicazione retroattiva delle modifiche legislative apportate alle sanzioni amministrative previste per l'illecito di abuso di informazioni privilegiate disciplinato dall'art. 187-*bis* del TUF, estendendo, in via consequenziale, la pronuncia anche alla fattispecie della manipolazione di mercato prevista dall'art. 187-*ter* del TUF.

1.3. L'obbligo della repressione penale

Come già ricordato, la Direttiva 2014/57/UE (MAD II) ha imposto agli Stati membri di introdurre sanzioni penali per contrastare gli abusi di mercato «*almeno nei casi gravi e allorquando siano commessi con dolo*»¹⁹³. Peraltro, la Direttiva prevede norme minime e concede la facoltà agli Stati membri di adottare o mantenere norme di diritto penale più severe in materia, con il limite del rispetto dei diritti procedurali degli indagati o imputati in procedimenti penali¹⁹⁴ e auspicando un'irrogazione delle sanzioni penali ispirata al principio di proporzionalità¹⁹⁵.

Con l'introduzione della nuova disciplina europea sui *market abuse*, il *trend* seguito in precedenza dal legislatore sembrerebbe aver subito una vera e propria inversione; infatti, come segnalato in precedenza¹⁹⁶, l'art. 30 del Regolamento MAR, che prevede la possibilità per gli Stati membri di non stabilire sanzioni amministrative se le violazioni, nel diritto interno, siano già soggette a sanzioni penali, comporterebbe uno spostamento da un preventivo sistema di *enforcement* (in vigenza della Direttiva 2003/6/CE, MAD) incentrato su sanzioni amministrative irrogate dalle autorità di

¹⁹³ Cfr. artt. 3, par. 1; 4, par.1; 5, par. 1, Direttiva 2014/57/UE (MAD II).

¹⁹⁴ Cfr. Considerando n. 28 della Direttiva 2014/57/UE (MAD II).

¹⁹⁵ «*Tenendo conto dei profitti ritratti o delle perdite evitate dalle persone giudicate responsabili, nonché del danno cagionato dal reato a terzi e, ove possibile, di quello cagionato al funzionamento dei mercati o all'economia in generale*». Cfr. Considerando n. 28 della Direttiva 2014/57/UE (MAD II).

¹⁹⁶ Si veda Cap. I, par. 3.5.3.

vigilanza, ad un sistema sanzionatorio che vede come principale attore il giudizio penale¹⁹⁷. D'altro canto, dal testo del Considerando n. 23 si evince la natura strumentale e accessoria della MAD II rispetto al MAR, in quanto «*l'ambito di applicazione della presente direttiva è determinato in modo tale da integrare e garantire l'effettiva attuazione del regolamento (UE) n. 596/2014*», sicché le misure di armonizzazione della direttiva devono essere limitate a quelle indispensabili all'attuazione ed alla corretta applicazione del regolamento che prevede le sanzioni amministrative. Da ciò sembrerebbe discendere il principio generale secondo cui gli Stati Membri devono mantenere un impianto sanzionatorio di natura amministrativa e, rispetto a tale impianto, debbano, per le condotte più gravi, aggiungere sanzioni penali ovvero optare esclusivamente per dette sanzioni penali¹⁹⁸. Ad ogni modo, il Considerando n. 23 della Direttiva auspica che gli Stati membri, nell'applicare la normativa nazionale di recepimento, garantiscano che l'irrogazione di sanzioni penali e di sanzioni amministrative non violi il principio del *ne bis in idem*, importante questione che sarà esaminata nei prossimi paragrafi.

Una problematica rilevata dal legislatore europeo e a cui la Direttiva MAD II ha voluto porre rimedio è desumibile dal suo Considerando n. 7 che evidenzia come, nel regime previgente, non fosse stabilito quando una violazione delle norme sugli abusi di mercato potesse essere definita grave. Una risposta a tale questione può essere data facendo riferimento al Considerando n. 12 della MAD II che, con riferimento alla manipolazione del mercato, stabilisce che questa dovrebbe essere considerata grave nei casi «*come quelli in cui è di livello elevato l'impatto sull'integrità del mercato, il profitto effettivo o potenziale ritratto ovvero la perdita evitata, la misura del danno cagionato al mercato, dell'alterazione del valore dello strumento finanziario o del contratto a pronti su merci ovvero l'ammontare dei fondi utilizzati in origine oppure quando la manipolazione è commessa da soggetti impiegati o che lavorano all'interno del settore finanziario ovvero presso un'autorità di vigilanza o di regolamentazione*».

¹⁹⁷ Cfr. PERRONE A., in *Il diritto del mercato dei capitali*, II edizione, Milano, 2018, 316.

¹⁹⁸ In senso contrario si veda MUCCIARELLI F., *La nuova disciplina eurounitaria sul market abuse: tra obblighi di criminalizzazione e ne bis in idem*, in *Diritto Penale Contemporaneo*, 297.

La disciplina minima della sanzione penale prevista per la fattispecie di manipolazione di mercato è contenuta nell'art. 7 MAD II, disposizione che, peraltro, si riferisce anche all'abuso di informazioni privilegiate. Questa disposizione, dopo aver prescritto, al par. 1, agli Stati membri di adottare le misure necessarie affinché gli abusi siano punibili con sanzioni penali "effettive, proporzionate e dissuasive", al par. 2 individua nella pena della reclusione della durata massima non inferiore a quattro anni, il minimo del massimo edittale che deve essere previsto dagli ordinamenti nazionali.

Venendo all'ordinamento italiano, a seguito dell'emanazione della nuova disciplina europea dei mercati, e del suo recepimento con il D. Lgs. 10 agosto 2018, n. 107, sono sopravvissuti, sia pure con modifiche, i previgenti artt. 184 e 185 del TUF che prevedono, rispettivamente, le fattispecie penali di abuso di informazione privilegiata e di manipolazione di mercato. In alcuni casi le fattispecie punite vanno oltre quelle indicate dalla Direttiva, specialmente in materia di manipolazione.

Come si evince dalla normativa nazionale e sovranazionale, e come già rilevato nei paragrafi precedenti, la manipolazione di mercato si configura come un reato di pericolo concreto, sicché è necessaria, ai fini della sua rilevanza penale, la concreta idoneità a provocare una sensibile alterazione del prezzo degli strumenti finanziari (c.d. *price sensitivity*)¹⁹⁹.

L'art. 185, comma 1 TUF punisce con la reclusione da uno a sei anni e con la multa da euro ventimila a euro cinque milioni chiunque diffonda notizie false o ponga in essere operazioni simulate o altri artifici concretamente idonei a provocare una sensibile alterazione del prezzo di strumenti finanziari. Il giudice, ai sensi del comma 2, può, tenendo conto della rilevanza dell'offensività del fatto, delle qualità personali del colpevole o dell'entità del prodotto o del profitto conseguito dal reato, aumentare l'importo della multa, se questa appaia inadeguata anche nel massimo, «*fino al triplo o fino al maggiore importo di dieci volte il prodotto o il profitto conseguito dal reato*». È esclusa la punibilità del reo nel caso in cui la condotta posta in essere sia giustificata

¹⁹⁹ A differenza dell'illecito amministrativo, il quale è configurabile come una figura di pericolo astratto.

da motivi legittimi e sia conforme ad una pratica di mercato ammessa (art. 185, comma 1-*bis* TUF)²⁰⁰.

Il comma 2-*bis* dell'art. 185 TUF, che già prevedeva una fattispecie contravvenzionale con riferimento alle operazioni su strumenti finanziari di cui all'art. 180, comma 1, lett. a), n. 2)²⁰¹ (gli strumenti finanziari 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), è stato integrato dal D. Lgs. 107/2018, ed oggi estende la fattispecie contravvenzionale, oltre che alle condotte aventi ad oggetto strumenti finanziari negoziati su MTF (art. 180, comma 1, lett. a), n. 2 TUF), anche a quelle relative a strumenti finanziari negoziati su OTF, ai derivati e alle quote di emissioni (art. 180, comma 1, lett. a), nn. 2-*bis*)²⁰² e 2-*ter*)²⁰³ TUF). La disposizione in esame, al configurarsi di tali condotte, prevede la sanzione penale dell'ammenda fino a euro centotremila e duecentonovantuno e dell'arresto fino a tre anni.

In proposito, lascia perplessi la circostanza che siffatte condotte integrino figure contravvenzionali il cui trattamento sanzionatorio è irragionevolmente diverso da quello stabilito dall'art. 185, comma 1 TUF per le identiche condotte se poste in essere con riguardo a strumenti finanziari ammessi alla negoziazione o per i quali è stata presentata una richiesta di ammissione alle negoziazioni in un mercato regolamentato italiano o di altro Paese dell'Unione europea, in quanto trattasi di comportamenti il cui

²⁰⁰ Pratica di mercato ammessa ai sensi dell'articolo 13 del regolamento (UE) n. 596/2014 (MAR). In argomento si veda cap. II, par. 1.7.

²⁰¹ Così l'art. 180, comma 1, lett. a), n. 2): «*gli strumenti finanziari 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*».

²⁰² Così l'art. 180, comma 1, lett. a), n. 2-*bis*): «*gli strumenti finanziari negoziati su un sistema organizzato di negoziazione italiano o di altro Paese dell'Unione europea*».

²⁰³ Così l'art. 180, comma 1, lett. a), n. 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*».

disvalore non si discosta certo da quello delle omologhe condotte invece punite — assai gravemente — come delitti dal primo comma del medesimo art. 185 TUF²⁰⁴.

È da tenere in considerazione che ai sensi dell'art. 39, comma 1 della L. 28 dicembre 2005, n. 262, le sanzioni penali previste per l'abuso di informazione privilegiata e la manipolazione di mercato sono raddoppiate entro i limiti posti a ciascun tipo di pena dal Libro I, Titolo II, Capo II del codice penale.

Il sistema sanzionatorio penale non si esaurisce qui in quanto gli artt. 186 e 187 TUF prevedono, rispettivamente, l'applicazione di pene accessorie e la confisca.

L'art. 186 TUF fa soggiacere alla condanna per il delitto di manipolazione del mercato (e di abuso di informazione privilegiata) «*l'applicazione delle pene accessorie previste dagli articoli 28, 30, 32-bis e 32-ter²⁰⁵ del codice penale per una durata non inferiore a sei mesi e non superiore a due anni, nonché la pubblicazione della sentenza su almeno due quotidiani, di cui uno economico, a diffusione nazionale*».

L'art. 187 TUF prevede, in caso di condanna per il reato di manipolazione del mercato (e di abuso di informazione privilegiata), la confisca del prodotto o del profitto conseguito dal reato e dei beni utilizzati per commetterlo oppure, qualora non sia possibile confiscare tali elementi, una somma di denaro o beni di valore equivalente²⁰⁶.

Una tale strutturazione a c.d. “doppio binario” del trattamento sanzionatorio degli abusi di mercato comporta problematiche in relazione al rispetto del principio del *ne bis in idem*, la cui osservanza è auspicata anche dal legislatore europeo²⁰⁷.

Tali problematiche saranno affrontate nei paragrafi successivi.

1.4. La responsabilità delle persone giuridiche

²⁰⁴ Cfr. MUCCIARELLI F., *Gli abusi di mercato riformati e le persistenti criticità di una tormentata disciplina - Osservazioni di prima lettura sul decreto legislativo 10 agosto 2018, n. 107*, in *Diritto penale contemporaneo - Rivista Trimestrale*, 2018, 15.

²⁰⁵ Si tratta delle seguenti pene accessorie: “interdizione dai pubblici uffici” (art. 28 c.p.); “interdizione da una professione o da un'arte” (art. 30 c.p.); “interdizione temporanea dagli uffici direttivi delle persone giuridiche e delle imprese” (art. 32-bis); “incapacità di contrattare con la pubblica amministrazione (art. 32-ter).

²⁰⁶ L'art. 187, comma 3 TUF fa rinvio espresso all'art. 240 c.p. per quanto non stabilito nei commi 1 e 2.

²⁰⁷ Si veda Considerando n.23 della Direttiva 2014/57/UE (MAD II).

Il legislatore comunitario, come si evince dal Considerando n. 18 della MAD II, ritiene che, per garantire l'attuazione efficace della politica europea intesa ad assicurare l'integrità dei mercati finanziari, sia opportuno che gli Stati membri estendano alle persone giuridiche la responsabilità in relazione ai reati di abuso di mercato attraverso l'irrogazione di sanzioni penali o non penali o altre misure che siano effettive, proporzionate e dissuasive.

L'art. 8 della Direttiva MAD II, conseguentemente, sancisce la responsabilità delle persone giuridiche che, peraltro, non esclude l'esercizio dell'azione penale nei confronti delle persone fisiche che siano autori, istigatori o concorrenti; l'articolo in commento prescrive agli Stati membri di adottare *«le misure necessarie affinché le persone giuridiche possano rispondere in relazione ai reati di cui agli articoli da 3 a 6 commessi a loro vantaggio da qualsiasi persona che agisca individualmente ovvero in quanto membro di un organo della persona giuridica e che detenga una posizione apicale all'interno della persona giuridica, in virtù: a) del potere di rappresentanza di detta persona giuridica; b) del potere di prendere decisioni per conto della persona giuridica; oppure c) dell'esercizio del controllo all'interno della persona giuridica»*. Inoltre, ai sensi del par. 2, gli Stati membri sono tenuti ad adottare le misure necessarie affinché la responsabilità sorga anche quando la configurabilità di un abuso di mercato derivi da una carenza di vigilanza o di controllo da parte di un membro di un organo della persona giuridica.

L'art. 9 della MAD II evidenzia la necessità che le sanzioni siano, anche in questo caso, "effettive, proporzionate e dissuasive", attribuendo agli Stati membri la facoltà di prevedere, oltre le sanzioni pecuniarie di natura penale o non penale, *«anche altre sanzioni quali: a) l'esclusione dal godimento di contributi o sovvenzioni pubblici; b) l'interdizione temporanea o permanente dall'esercizio di un'attività d'impresa; c) l'assoggettamento a controllo giudiziario; d) provvedimenti giudiziari di liquidazione; e) la chiusura temporanea o permanente dei locali usati per commettere il reato»*.

Come già evidenziato (v. *supra*, par. 1.1), il minimo del massimo edittale irrogabile nei confronti delle persone giuridiche che violino il divieto di abuso di informazione

privilegiata (art. 14 MAR) e il divieto di manipolazione del mercato (art. 15 MAR) è stabilito dall'art. 30, par. 2, lett. j), che prevede sanzioni amministrative pecuniarie massime pari ad almeno Euro 15 milioni o al 15 % del fatturato totale annuo della persona giuridica in base all'ultimo bilancio disponibile approvato dall'organo di gestione, con la possibilità di innalzare l'importo ad almeno il triplo dei guadagni ottenuti o delle perdite evitate grazie alla violazione, quando questi sono determinabili.

Il nostro ordinamento nazionale disciplina la responsabilità dell'ente all'art. 187-*quinquies* TUF²⁰⁸. La disposizione, al primo comma, stabilisce l'importo della sanzione amministrativa pecuniaria applicabile all'ente nel caso in cui una condotta di abuso di informazione privilegiata o manipolazione di mercato sia commessa nel suo interesse o a suo vantaggio da soggetti facenti parte di organi direttivi o a quest'ultimi subordinati. La sanzione irrogabile va da ventimila euro fino a quindici milioni di euro, ovvero fino al 15 % del fatturato, quando questo sia determinabile e superiore a quindici milioni di euro; inoltre, se a seguito di tali comportamenti illeciti il prodotto o il profitto conseguito dall'ente è di rilevante entità, la sanzione è aumentata fino a dieci volte tale prodotto o profitto.

L'esplicito riferimento operato dall'art. 187-*quinquies*, comma 1 TUF ai soggetti che possono porre in essere la condotta e alla condizione che l'illecito debba essere compiuto nell'interesse o a vantaggio della persona giuridica, comporta che l'ente possa andare esente da responsabilità nel caso in cui riesca a dimostrare che gli agenti abbiano operato esclusivamente nell'interesse proprio o di terzi²⁰⁹.

2. Il problema del *ne bis in idem*

Il sistema repressivo dei *market abuse* delineato nei paragrafi precedenti, come già accennato, si presenta come un sistema a “doppio binario” in cui vi è la compresenza di sanzioni amministrative e — per i casi più gravi — sanzioni penali; una tale

²⁰⁸ La nuova formulazione del primo comma dell'art. 187-*quinquies* TUF è stata introdotta dall'art. 4, comma 13, D. Lgs. 107/2018.

²⁰⁹ L'ultimo comma dell'art. 187-*quinquies* fa rinvio espresso, in quanto compatibili, agli artt. 6, 7, 8 e 12 del D. Lgs. 8 giugno 2001, n. 231.

strutturazione, che prevede l'applicabilità di entrambe le tipologie di sanzioni, ha creato non pochi problemi in relazione al rispetto del principio del *ne bis in idem*.

A seguito di numerose pronunce dei giudici sovranazionali sul tema, per porre rimedio a tale problematica il legislatore italiano, con il D. Lgs. 107/2018, ha innovato l'art. 187-*terdecies* TUF²¹⁰, che mira a disciplinare la concomitanza delle sanzioni amministrative e delle sanzioni penali per un medesimo fatto in capo ad un medesimo soggetto, cercando di dare risposta all'esplicita indicazione di matrice europea — nel caso in cui uno Stato membro avesse optato per un sistema sanzionatorio a “doppio binario” — circa l'osservanza del canone del *ne bis in idem*. L'art. 187-*terdecies* TUF si riferisce ai casi in cui rispetto ad un *idem factum* sia già stata irrogata a carico del reo, dell'autore della violazione o dell'ente²¹¹ una sanzione amministrativa pecuniaria ai sensi dell'articolo 187-*septies* ovvero una sanzione penale o una sanzione amministrativa dipendente da reato. In tale caso, la disposizione stabilisce: da una parte, che l'autorità giudiziaria o la CONSOB debbano tener conto, al momento dell'irrogazione delle sanzioni di propria competenza, delle misure punitive già irrogate (187-*terdecies*, comma 1, lett. a) TUF); dall'altra, che «*l'esazione della pena pecuniaria, della sanzione pecuniaria dipendente da reato ovvero della sanzione pecuniaria amministrativa è limitata alla parte eccedente quella riscossa, rispettivamente, dall'autorità amministrativa ovvero da quella giudiziaria*» (187-*terdecies*, comma 1, lett. b) TUF).

Tuttavia, si può affermare che gli sforzi del legislatore nazionale nell'apportare modifiche alla disciplina dettata dal TUF, non siano stati del tutto sufficienti a risolvere l'importante problematica del *ne bis in idem*, argomento su cui, peraltro, è rimasto anche disatteso il richiamo della CONSOB che auspicava una regolamentazione in via legislativa della questione del cumulo procedimentale e punitivo.

²¹⁰ Articolo integralmente sostituito dalla previsione contenuta nell'art. 4, co. 17, D. Lgs. 107/2018.

²¹¹ A ben vedere, il legislatore ha preso in considerazione non soltanto la persona fisica, ma anche l'ente, il quale può subire una sanzione amministrativa tanto in via diretta *ex art. 187-quinquies* TUF, quanto come sanzione amministrativa dipendente da reato *ex art. 25-sexies* D. lgs. 231/01.

Invero, la disciplina di nuovo conio è del tutto indifferente alla dimensione processuale del *ne bis in idem* e limita la sua portata al profilo della sanzione pecuniaria, ignorando completamente il profilo delle sanzioni interdittive che hanno raggiunto — anche sul versante dell’illecito amministrativo — entità di altissimo livello e che strutturalmente in nulla differiscono dalle omologhe sanzioni interdittive previste per la violazione degli artt. 184 e 185 TUF. Che il problema del *ne bis in idem* sia lontano dalla soluzione sembra preoccupazione diffusa anche a livello legislativo, posto che nella Relazione tecnica al D. Lgs. 107/2018 si legge: «*dopo l’entrata in vigore della legge delega, sono intervenute le sentenze della CGUE del 20 marzo 2018 sulla nota questione del ne bis in idem. Pertanto, in attesa di ulteriori approfondimenti sulla corretta applicazione dei principi contenuti nelle sentenze della Corte, l’intervento modificativo che si propone nel TUF è quello minimale rispetto alla norma vigente*»²¹².

Il legislatore, oltre che disciplinare il rapporto fra le due tipologie di sanzioni, ha anche regolato, agli artt. 187-*decies* e 187-*undecies*, il rapporto fra l’autorità giudiziaria e l’autorità amministrativa.

L’art. 187-*decies* TUF, che ha ad oggetto i rapporti della CONSOB con la magistratura improntati ad una importante collaborazione, prevede che il presidente della CONSOB informi il pubblico ministero delle notizie di reato relative agli abusi di mercato di sua conoscenza, trasmettendo anche, al più tardi al termine dell’attività di accertamento delle violazioni, la documentazione raccolta nello svolgimento dell’attività di accertamento.

L’art. 187-*undecies* TUF stabilisce che la CONSOB nel procedimento penale possa esercitare i diritti e le facoltà attribuiti dal codice di procedura penale agli enti e alle associazioni rappresentativi di interessi lesi dal reato e può costituirsi parte civile, richiedendo, a titolo di riparazione dei danni cagionati dal reato all’integrità del mercato, una somma determinata dal giudice, anche in via equitativa, tenendo

²¹² Cfr. MUCCIARELLI F., *Gli abusi di mercato riformati e le persistenti criticità di una tormentata disciplina - Osservazioni di prima lettura sul decreto legislativo 10 agosto 2018, n. 107*, in *Diritto penale contemporaneo – Rivista Trimestrale*, 2018, 21-22.

comunque conto dell'offensività del fatto, delle qualità personali del colpevole e dell'entità del prodotto o del profitto conseguito dal reato.

Il sistema a “doppio binario”, in alcuni casi, comporta la possibilità di sovrapposizione fra l'illecito penale e l'illecito amministrativo potendosi configurare la medesima fattispecie e la contemporanea ed autonoma coesistenza del procedimento amministrativo e di quello penale che si concludono parallelamente e senza reciproche interferenze. Il rapporto tra il procedimento penale e quello amministrativo è regolato dall'art. 187-*duodecies* del TUF che sancisce la loro autonomia e l'impossibilità di sospensione del procedimento amministrativo per la pendenza di quello penale avente ad oggetto i medesimi fatti o fatti dal cui accertamento dipende la relativa definizione.

Tuttavia, le disposizioni normative citate non sono del tutto sufficienti ad ovviare al problema del *ne bis in idem* che rappresenta un principio fondamentale sancito, a livello nazionale, dall'art. 649 c.p.p. e, a livello sovranazionale, dall'art. 4, del Prot. n. 7 alla CEDU, dall'art. 54 CAAS²¹³ e dall'art. 50 della Carta di Nizza²¹⁴. Tale principio, espressione di equità e certezza giuridica, si declina in due accezioni: una sostanziale, che vieta il plurimo addebito dello stesso fatto in capo allo stesso soggetto, ed una processuale, che vieta la sottoposizione ad un secondo giudizio a fronte di una sentenza definitiva.

2.1. La sentenza *Grande Stevens* e il problema del *ne bis in idem*

Nell'analizzare la problematica del *ne bis in idem* è importante definire l'ampiezza della nozione di “materia penale”, in quanto *«più ampia è la nozione di “materia penale” (e, dunque, di “sanzione penale”), maggiore è l'ambito applicativo di una garanzia che vieta innanzitutto l'irrogazione della doppia sanzione, oltre che naturalmente, il nuovo esercizio dell'azione “penale” per il medesimo fatto»*²¹⁵.

²¹³ Convenzione di applicazione dell'Accordo di Schengen del 14 giugno 1985.

²¹⁴ Carta dei diritti fondamentali dell'Unione Europea.

²¹⁵ Così DE AMICIS G. - GAETA P., *Il confine di sabbia: la Corte EDU ancora di fronte al divieto del ne bis in idem*, in Cass. pen., 2017, n. 2, 472.

Più precisamente, la problematica in commento è sorta a seguito della nota sentenza della Corte EDU *Grande Stevens e altri c. Italia* del 4 marzo 2014, espressione di un indirizzo giurisprudenziale sull'ampiezza della nozione di "materia penale" in dicotomia con la corrispondente dimensione nazionale.

Dunque, l'ordinamento giuridico italiano considera "materia penale" solo gli istituti formalmente penali e da tale classificazione derivano tutti i presidi garantistici propri dell'ordinamento interno associati agli istituti penali; sicché il legislatore italiano considera scontata sia la convergenza sui medesimi fatti di sanzioni penali e di sanzioni amministrative, sia lo svolgimento di due autonomi procedimenti, l'uno penale e l'altro amministrativo.

D'altra parte, la giurisprudenza sviluppata in argomento dalla Corte di Strasburgo ha elaborato una nozione di materia penale che dà rilievo non solo alla formale qualificazione dell'illecito nell'ordinamento giuridico di uno Stato, ma anche, e soprattutto, alla natura sostanziale dell'illecito e della relativa sanzione. La Corte EDU, infatti, nella sentenza *Grande Stevens*, ha rilevato come il sistema legislativo italiano in materia di abusi di mercato violi il divieto di *bis in idem*, in quanto incoerente rispetto a due fondamentali principi sanciti dalla Convenzione europea dei diritti dell'uomo: il diritto ad un equo processo (art. 6 CEDU) ed il diritto a non essere giudicati o puniti due volte per lo stesso fatto (art. 4, Prot. n. 7 CEDU).

L'attenzione della Corte nella pronuncia in commento si è soffermata, oltre che sulla violazione dell'art. 6 CEDU²¹⁶, sull'ampiezza del concetto di "*matière pénale*" così come sviluppato dai c.d. criteri Engel²¹⁷ e sulla conseguente natura sostanziale dell'impianto sanzionatorio amministrativo dell'ordinamento italiano²¹⁸. Alla stregua dei criteri Engel, per valutare la natura sostanziale di una sanzione bisogna considerare (alternativamente) la qualificazione data dal sistema giuridico dello stato all'illecito

²¹⁶ Si veda cap. III, par. 1.1.

²¹⁷ Criteri elaborati nella pronuncia *Engel e altri c. Paesi Bassi* dell'8 giugno 1976.

²¹⁸ D'altronde, la Corte EDU ha da tempo attratto le sanzioni amministrative punitive nella "materia penale". In proposito si menzionano le pronunce *Öztürk c. Germania* del 21 febbraio 1984, *Engel e altri c. Paesi Bassi*, 8 giugno 1976, *Menarini Diagnostics s.r.l. c. Italia*.

contestato, la natura sostanziale dell'illecito commesso²¹⁹ e il grado di severità della pena prevista.

Il caso *Grande Stevens* verteva sulla responsabilità a titolo di manipolazione del mercato derivante dalla diffusione al pubblico, nell'agosto 2005, di un comunicato proveniente da IFIL Investments s.p.a. (oggi EXOR s.p.a.) e Giovanni Agnelli & C. s.a.p.a. (quest'ultima azionista di controllo di FIAT s.p.a. in virtù del controllo azionario della società IFIL, detentrica di una partecipazione in FIAT pari al 30 % circa). In data 26 luglio 2002, la FIAT s.p.a. aveva concluso un contratto di prestito convertibile con otto banche. Il contratto prevedeva che, in caso di mancata restituzione del prestito alla scadenza (20 settembre 2005) i creditori, a compensazione dell'ammontare non restituito, avrebbero potuto acquisire azioni della FIAT, mediante la sottoscrizione di un corrispondente aumento del capitale. Tale modalità di soddisfazione del credito, nell'eventualità che si fosse verificata, avrebbe consentito alle banche di acquisire il 28 % del capitale di FIAT s.p.a., con conseguente diminuzione della partecipazione della società IFIL (oggi EXOR s.p.a.) dal 30 % al 22 % circa. Per ovviare a tale eventualità, su suggerimento dell'avv. Grande Stevens, fu rinegoziato un contratto derivato che la EXOR aveva in essere con la banca inglese Merrill Lynch International Ltd. Tale operazione avrebbe consentito alla EXOR sia di conservare la quota azionaria, sia di evitare d'incorrere nell'obbligo di offerta pubblica di acquisto che la legge prevede per il soggetto che intende acquisire (in questo caso, riacquisire) il controllo di una società quotata. Il 23 agosto 2005, la CONSOB chiese a EXOR s.p.a. e Giovanni Agnelli & C. s.a.p.a. di diffondere un comunicato stampa che indicasse le iniziative assunte in vista della scadenza del prestito e tutte le informazioni riguardanti società e titoli necessarie al mercato, i fatti nuovi riguardanti la società FIAT e i fatti utili a spiegare le fluttuazioni delle azioni FIAT sul mercato. Venne quindi diffuso un comunicato nel quale si affermava che la EXOR non aveva in programma alcuna iniziativa volta a far fronte alle conseguenze della mancata

²¹⁹ Dunque il giudice deve capire se si tratta di una condotta che viola una norma posta a tutela del funzionamento di una determinata formazione sociale o se, invece, la norma stessa sia stata preposta alla tutela *erga omnes* di beni giuridici della collettività e il grado di severità della pena prevista.

restituzione del prestito e che intendeva rimanere azionista di controllo della FIAT, senza fare alcuna menzione della rinegoziazione del derivato.

Il fatto venne incanalato nel doppio binario di giudizio previsto dalla normativa in materia di abusi di mercato.

Nel procedimento amministrativo la CONSOB, riscontrata una violazione dell'art. 187-ter TUF, irrogò sanzioni amministrative pecuniarie di notevole entità, il cui importo fu poi ridotto dalla Corte d'Appello di Torino e che vennero confermate dalla Corte di Cassazione.

Nel frattempo, i ricorrenti furono rinviati a giudizio dinanzi al Tribunale di Torino, per violazione dell'art. 185 TUF. Gli imputati chiesero l'archiviazione in virtù del principio del *ne bis in idem*, eccependo l'incostituzionalità delle disposizioni del TUF e dell'art. 649 c.p.p. per incompatibilità con l'art. 4, Prot. n. 7 CEDU. Il Tribunale dichiarò la questione manifestamente infondata e ritenne gli artt. 185 e 187-ter del TUF compatibili in quanto non punivano lo stesso fatto: solo la norma penale, infatti, richiede che la condotta sia stata tale da provocare una sensibile alterazione del prezzo di strumenti finanziari e, inoltre, la sua applicazione presuppone l'esistenza di un dolo, mentre la disposizione amministrativa si applica in presenza di una semplice condotta cosciente. Tuttavia, gli imputati furono assolti perché non venne provato che la loro condotta fosse stata tale da provocare una significativa alterazione del mercato finanziario. La Procura propose ricorso per Cassazione, sostenendo che il reato contestato ai ricorrenti fosse "di pericolo" e non "di danno" e, quindi, potesse essere integrato anche in assenza di pregiudizio per gli azionisti. La Corte di Cassazione accolse in parte il ricorso proposto dalla Procura e cassò la decisione di assoluzione. Successivamente, la Corte d'Appello di Torino, escludendo una violazione del *ne bis in idem* sulla scia del Tribunale di Torino, condannò gli imputati per il reato di manipolazione di mercato.

La questione fu oggetto di ricorso alla Corte EDU²²⁰, la quale alla stregua dei criteri Engel rilevò che le sanzioni amministrative fossero sostanzialmente penali e condannò l'Italia per violazione dell'art. 6 della CEDU²²¹, cioè del diritto a un equo processo, e dell'art. 4, Prot. n. 7 della CEDU²²², cioè il divieto di *bis in idem*. La Corte rilevò che, anche se le manipolazioni del mercato ascritte ai ricorrenti non costituivano un illecito di natura penale nel diritto italiano, e di conseguenza erano punite con una sanzione qualificata come "amministrativa", tale circostanza, stante la relatività del valore delle indicazioni fornite dal diritto interno, non fosse decisiva ai fini della loro reale qualificazione, in quanto ai ricorrenti erano state inflitte delle sanzioni di innegabile severità che la Corte faceva rientrare nell'ambito della materia penale. Conseguenza del principio appena affermato era, secondo la giurisprudenza della Corte di Strasburgo, l'applicazione di tutte le garanzie processuali previste per il processo penale (in particolare, in relazione al caso di specie, il rispetto del contraddittorio, la

²²⁰ Ricorso presentato da tre persone fisiche (Franzo Grande Stevens, Gianluigi Gabetti e Virgilio Marrone) e due società (la EXOR s.p.a., già denominata IFIL, e la società in accomandita semplice Giovanni Agnelli & C. s.a.p.a.).

²²¹ Così l'art. 6 CEDU: «Ogni persona ha diritto a che la sua causa sia esaminata equamente, pubblicamente ed entro un termine ragionevole da un tribunale indipendente e imparziale, costituito per legge, il quale sia chiamato a pronunciarsi sulle controversie sui suoi diritti e doveri di carattere civile o sulla fondatezza di ogni accusa penale formulata nei suoi confronti. La sentenza deve essere resa pubblicamente, ma l'accesso alla sala d'udienza può essere vietato alla stampa e al pubblico durante tutto o parte del processo nell'interesse della morale, dell'ordine pubblico o della sicurezza nazionale in una società democratica, quando lo esigono gli interessi dei minori o la protezione della vita privata delle parti in causa, o, nella misura giudicata strettamente necessaria dal tribunale, quando in circostanze speciali la pubblicità possa portare pregiudizio agli interessi della giustizia. 2. Ogni persona accusata di un reato è presunta innocente fino a quando la sua colpevolezza non sia stata legalmente accertata. 3. In particolare, ogni accusato ha diritto di: (a) essere informato, nel più breve tempo possibile, in una lingua a lui comprensibile e in modo dettagliato, della natura e dei motivi dell'accusa formulata a suo carico; (b) disporre del tempo e delle facilitazioni necessarie a preparare la sua difesa; (c) difendersi personalmente o avere l'assistenza di un difensore di sua scelta e, se non ha i mezzi per retribuire un difensore, poter essere assistito gratuitamente da un avvocato d'ufficio, quando lo esigono gli interessi della giustizia; (d) esaminare o far esaminare i testimoni a carico e ottenere la convocazione e l'esame dei testimoni a discarico nelle stesse condizioni dei testimoni a carico; (e) farsi assistere gratuitamente da un interprete se non comprende o non parla la lingua usata in udienza».

²²² Così l'art. 4 del Protocollo n. 7: «no one shall be liable to be tried or punished again in criminal proceedings under the jurisdiction of the same State for an offence for which he has already been finally acquitted or convicted in accordance with the law and penal procedure of that State».

pubblicità dell'udienza e l'imparzialità dell'organo decisorio), nonché il necessario rispetto del divieto di *bis in idem*.

Tuttavia, ciò non comporta che tutte le garanzie accordate alle sanzioni penali dal diritto interno debbano considerarsi estese alle sanzioni amministrative. In proposito la Corte Costituzionale è stata investita di una questione di legittimità costituzionale dell'art. 30, comma 4 L. 11 marzo 1953, n. 87²²³, per contrasto con l'art. 117, comma 1 Cost. in relazione agli artt. 6 e 7 CEDU, nella parte in cui non estende alle sanzioni amministrative la disciplina dettata per la dichiarazione di illegittimità costituzionale di una disposizione incriminatrice; la Consulta si è pronunciata con sent. 24 febbraio 2017, n. 43, dichiarando la questione infondata e precisando come *«l'attrazione di una sanzione amministrativa nell'ambito della materia penale [...] trascina [...] con sé tutte e soltanto le garanzie previste dalle pertinenti disposizioni della Convenzione, come elaborate dalla Corte di Strasburgo. Rimane, invece, nel margine di apprezzamento di cui gode ciascuno Stato aderente la definizione dell'ambito di applicazione delle ulteriori tutele predisposte dal diritto nazionale, in sé e per sé valevoli per i soli precetti e le sole sanzioni che l'ordinamento interno considera espressione della potestà punitiva dello Stato, secondo i propri criteri. Ciò, del resto, corrisponde alla natura della Convenzione europea e del sistema di garanzie da essa approntato, volto a garantire una soglia minima di tutela comune, in funzione sussidiaria rispetto alle garanzie assicurate dalle Costituzioni nazionali. Detto diversamente, ciò che per la giurisprudenza europea ha natura "penale" deve essere assistito dalle garanzie che la stessa ha elaborato per la "materia penale"; mentre solo ciò che è penale per l'ordinamento nazionale beneficia degli ulteriori presidi rinvenibili nella legislazione interna»*.

2.2 La giurisprudenza della Corte EDU post sentenza *Grande Stevens*

²²³ Così l'art. 30, comma 4 della L. 11 marzo 1953, n. 87: *«[...] Quando in applicazione della norma dichiarata incostituzionale è stata pronunciata sentenza irrevocabile di condanna, ne cessano la esecuzione e tutti gli effetti penali»*.

La posizione espressa dalla giurisprudenza della Corte EDU con la sentenza *Grande Stevens* è stata mitigata, negli anni successivi, dalla pronuncia *A e B c. Norvegia* del 15 novembre 2016 che segna un netto superamento dei principi enunciati dalla stessa Corte in tema di *ne bis in idem* convenzionale e doppio binario sanzionatorio amministrativo e penale.

La sentenza in esame è stata pronunciata sul caso di due contribuenti norvegesi nei confronti dei quali era stata irrogata una doppia sanzione, amministrativa e penale, per lo stesso illecito tributario. La questione concerneva, in primo luogo, se le sanzioni a questi applicate potessero essere considerate “sostanzialmente penali”; in secondo luogo, se il divieto di cui all’art. 4, Prot. n. 7 CEDU valesse in modo assoluto rispetto a procedimenti consecutivi per lo stesso fatto (nei casi in cui il secondo procedimento fosse stato avviato dopo la conclusione del primo) e avesse una portata meno stringente nell’ipotesi di due procedimenti paralleli, come affermato dalla Corte Suprema norvegese nel caso di specie. I giudici norvegesi, sulla base di una risalente giurisprudenza della Corte EDU che, in relazione a procedimenti paralleli, aveva ritenuto inammissibili le questioni, negando la violazione dell’art. 4, Prot. n. 7 CEDU, nel caso di specie aveva evidenziato come fra i due procedimenti esistesse una “connessione sostanziale e temporale sufficientemente stretta” tale da poter considerare le due sanzioni non come due distinti processi per l’*idem factum*, bensì come parti di un’unica reazione sanzionatoria apprestata dall’ordinamento contro l’illecito dell’evasione fiscale.

In relazione al primo profilo sopra accennato, la Corte EDU ha ribadito la piena operatività dei criteri Engel per valutare la natura sostanziale di una sanzione.

L’analisi della seconda questione prospettata risulta più complessa. Innanzitutto, la Corte EDU ha sottolineato l’esigenza di lasciare agli Stati contraenti una certa discrezionalità nel decidere come garantire nei rispettivi ordinamenti il diritto al *ne bis in idem*, sancito da un protocollo alla Convenzione ancora non ratificato tra quattro Stati e rispetto al quale quattro Stati contraenti — tra cui l’Italia — hanno espresso riserve con lo specifico fine di contenerne l’ambito di applicazione alle sole

decisioni qualificate anche formalmente come “penali” nei rispettivi ordinamenti²²⁴. La Corte EDU, ha, inoltre, tenuto in considerazione quanto espresso dall’Avvocato generale presso la CGUE nel caso *Fransson*, il quale aveva evidenziato come numerosi ordinamenti europei prevedano un sistema a doppio binario sanzionatorio e che tali sistemi sono stati da sempre giudicati conformi alle rispettive tradizioni costituzionali.

Alla luce di tali premesse, la Corte EDU, nella sentenza in esame, ha affermato che l’art. 4, Prot. n. 7 CEDU non esclude la legittimità di un impianto sanzionatorio che preveda procedimenti distinti per la repressione di condotte socialmente offensive in un sistema unitario e coerente, a condizione che il trattamento previsto non comporti un sacrificio eccessivo per l’interessato. In virtù di quanto appena detto, la Corte deve verificare se l’impianto sanzionatorio apprestato da ogni singolo Stato violi il divieto di *ne bis in idem* o configuri “un sistema integrato che permette di affrontare i diversi aspetti dell’illecito in maniera prevedibile e proporzionata, nel quadro di una strategia unitaria”. Nel caso di specie, con riguardo alle sanzioni in ambito tributario, la Corte di Strasburgo ha evidenziato come l’art. 4, Prot. n. 7 CEDU non ponga un divieto assoluto per gli Stati di imporre una sanzione amministrativa, anche se qualificabile come sostanzialmente penale, nei casi di evasione fiscale in cui si possa altresì perseguire e condannare ulteriormente e penalmente il soggetto per una condotta che vada oltre il mero mancato pagamento del tributo, come ad esempio una condotta fraudolenta. Considerato quanto detto, la Corte ha richiamato il criterio — già espresso dalla sua precedente giurisprudenza e richiamato dai giudici norvegesi — della “connessione sostanziale e temporale sufficientemente stretta” per bilanciare gli interessi dell’individuo con quelli dell’ordinamento (e della comunità). Tuttavia, la Corte EDU ha evidenziato che per assicurare il rispetto del principio di *ne bis in idem*, la soluzione migliore sarebbe quella di prevedere un meccanismo finalizzato all’unificazione, in una qualche fase della procedura, dei due procedimenti

²²⁴ Riserve, peraltro, talvolta giudicate invalide dalla Corte in relazione alla loro eccessiva genericità, come è accaduto in *Grande Stevens* proprio rispetto a quella formulata dall’Italia.

sanzionatori, così da garantire l'irrogazione delle diverse sanzioni da parte di un'unica autorità e nell'ambito di un unico processo.

Nonostante tale premessa, la Corte ha comunque giudicato legittimo lo svolgimento parallelo di due procedimenti che siano strettamente connessi dal punto di vista sostanziale e temporale nel caso in cui siano previsti meccanismi idonei a garantire un trattamento sanzionatorio nel complesso proporzionato e prevedibile. A tal punto, risulta essenziale definire quando può ritenersi sussistente tale “connessione sostanziale e temporale sufficientemente stretta” (*sufficiently close connection in substance and time*) che faccia apparire i due procedimenti come due aspetti di un'unica risposta integrata dell'ordinamento contro il medesimo fatto illecito.

La Corte ha stabilito che la sussistenza dei requisiti appena richiamati deve tener conto di una serie elementi, quali:

- i fini perseguiti dai procedimenti, che devono essere differenti e devono avere ad oggetto diversi profili della stessa condotta;
- la prevedibilità del duplice procedimento quale conseguenza della condotta;
- la gestione ed il coordinamento dei procedimenti, che devono essere condotti in modo tale da evitare “per quanto possibile”, tramite collaborazione e interazione fra le autorità competenti, duplicazioni nella raccolta e nella valutazione delle prove;
- la proporzionalità complessiva della sanzione irrogata, e, in quest'ottica, l'autorità competente ad irrogare cronologicamente la seconda sanzione dovrà tener conto di quanto già irrogato.

La Corte ha precisato inoltre — riprendendo una distinzione già formulata in *Jussila c. Finlandia* a proposito del diritto all'equo processo *ex art. 6 CEDU* — che il rischio di un *bis* contrario alla garanzia convenzionale sarà tanto meno rilevante in quanto il procedimento amministrativo concerna illeciti estranei al “nucleo duro” del diritto penale, e pertanto non associati ad alcun particolarmente significativo stigma

sociale; mentre sarà destinata ad accentuarsi laddove il procedimento amministrativo assuma in concreto cadenze stigmatizzanti simili a quelle del processo penale²²⁵.

Il collegamento di natura temporale non implica che i procedimenti debbano essere condotti necessariamente in parallelo, ciò rende più probabile una violazione del *ne bis in idem* qualora la possibilità di un secondo procedimento sanzionatorio esponga il reo ad una perdurante situazione di incertezza. Tale precisazione effettuata dalla Corte EDU sembra aprire la strada all'ipotesi di poter escludere una violazione della CEDU anche nel caso in cui il secondo procedimento inizi dopo la definitiva conclusione del primo.

Sulla base di quanto evidenziato nella sentenza, la Corte, pur riconoscendo la natura sostanzialmente penale della sanzione amministrativa e nonostante avesse rilevato che le sanzioni "amministrative" e quelle penali concernessero un *idem factum*, a nulla rilevando l'elemento addizionale della frode che caratterizzava l'illecito penale, non ha riscontrato una violazione del principio sancito dall'art. 4, Prot. n. 7 CEDU. La Corte EDU, infatti, analizzando il caso sulla base dei criteri da essa stessa esposti nella motivazione della sentenza, ha rilevato, in primo luogo, che le due sanzioni perseguivano un diverso fine, poiché, da una parte, le sanzioni amministrative presentavano un carattere deterrente e una finalità compensatoria per il danno arrecato all'amministrazione fiscale, dall'altra, le sanzioni penali perseguivano un fine punitivo per una condotta fraudolenta e profondamente antisociale. In secondo luogo, ha constatato l'agevole prevedibilità, da parte del reo, della possibilità di essere sottoposto ad entrambi i procedimenti ed eventualmente ad una doppia sanzione. Peraltro, la Corte, con riferimento agli ultimi due criteri sopra enunciati, nel caso di specie, ha rilevato che i due procedimenti paralleli erano stati strettamente interconnessi fra loro, come dimostrato dalla circostanza che, da una parte, l'amministrazione tributaria aveva fondato la propria sanzione anche sulle dichiarazioni rese dagli interessati nel

²²⁵ Cfr. VIGANÒ F., *La Grande Camera della Corte di Strasburgo sul ne bis in idem e doppio binario sanzionatorio*, in *Diritto penale contemporaneo*, 2016.

procedimento penale, e dall'altra, il giudice penale aveva tenuto conto, nello stabilire il *quantum* della pena, di quanto già irrogato in sede amministrativa.

Per tali motivi la Corte EDU ha ritenuto che i ricorrenti non avessero subito un pregiudizio sproporzionato e ingiusto, perché tra i due procedimenti, rispetto a ciascuno dei ricorrenti, vi era una “connessione sostanziale e cronologica sufficientemente stretta” e perciò essi formavano parte di uno schema sanzionatorio integrato contro i fatti di omessa dichiarazione al fisco dei propri guadagni.

La posizione giurisprudenziale affermata nel *Caso A e B c. Norvegia* è stata successivamente ripresa e i principi ivi esposti sono stati confermati dalla Corte Europea dei Diritti dell'Uomo.

A tal proposito, si segnala la sentenza caso *Nodet c. Francia* del 6 giugno 2019, relativo ad un illecito di manipolazione di mercato per il quale fu irrogata una doppia sanzione, amministrativa e penale, ed in cui fu riconosciuta una violazione del *ne bis in idem*.

Nel caso in commento, la Corte EDU, assumendo come punto di partenza i principi affermati nella sentenza *A e B c. Norvegia*, ha riconosciuto la natura sostanzialmente penale delle sanzioni amministrative e che i due giudizi avessero ad oggetto un *idem factum*, ma, ciononostante, ha ribadito, come già affermato nel precedente giurisprudenziale richiamato, che, pur in presenza di tali presupposti, la pressione di un “doppio binario” sanzionatorio non integra automaticamente una violazione dell'art. 4, Prot. n. 7 CEDU; infatti, per rilevare una tale violazione, è necessario analizzare la fattispecie facendo riferimento ai criteri enunciati nel caso *A e B c. Norvegia*, necessari per valutare se fra i due procedimenti sussista una “connessione sostanziale e temporale sufficientemente stretta”.

Nel caso *Nodet c. Francia*, la Corte di Strasburgo, al fine di valutare questa connessione, ha fatto riferimento a quei quattro elementi da tenere in considerazione enunciati tre anni prima ed ha constatato l'assenza della necessaria stretta connessione fra le sanzioni, il che ha portato all'accoglimento delle pretese del ricorrente. Più precisamente, nonostante la soddisfazione del requisito di prevedibilità del “doppio

binario” e del requisito di proporzionalità della sanzione, dal momento che i giudici — sia in primo che in secondo grado — nell’irrogare la sanzione penale avevano tenuto conto di quanto già irrogato in via amministrativa, gli altri due requisiti non erano rispettati; invero, i due procedimenti erano finalizzati alla repressione degli stessi profili di danno causati dall’illecito e a tutelare i medesimi interessi collettivi²²⁶; inoltre, la Corte ha evidenziato la mancanza di coordinamento tra i due procedimenti e l’assenza tra essi di una connessione temporale in quanto, sebbene i procedimenti fossero stati condotti simultaneamente per due anni, il processo penale era continuato per quattro anni dopo la fine di quello amministrativo²²⁷.

Dunque, si può concludere, che la Corte EDU nel caso *Nodet c. Francia* abbia riscontrato una violazione del principio del *ne bis in idem* per assenza di connessione fra i due procedimenti da un punto di vista temporale e di coordinamento fra di essi.

2.3. La giurisprudenza della Corte di Giustizia dell’Unione Europea sul *ne bis in idem*

Il principio del *ne bis in idem*, come già evidenziato, è sancito da una pluralità di fonti normative (v. *supra*, par. 2). Questa frammentazione normativa è stata causa, nell’ambito dello stesso ordinamento eurounitario, di una ricostruzione giurisprudenziale differente del perimetro di applicazione del principio da parte delle corti europee. Peraltro, appare evidente come tali differenze interpretative possano essere pregiudizievoli all’ordinamento giuridico comunitario, come rilevato anche dall’Avvocato generale Kokott nelle conclusioni presentate l’8 settembre 2011 in

²²⁶ Questo aspetto potrebbe già di per se essere sufficiente a configurare una violazione del *ne bis in idem*, come afferma VIGANÒ F., *La Grande Camera della Corte di Strasburgo sul ne bis in idem e doppio binario sanzionatorio*, in *Diritto penale contemporaneo*, 2016. «D’altra parte, ricorda la Corte che nel 2015 già il Conseil constitutionnel francese era giunto alle medesime conclusioni, in merito a tale profilo, pronunciandosi su una questione analoga in relazione ad un fatto di abuso di informazioni privilegiate (cumulativamente punito dal délit d’initié e dal manquement d’initié). Già questo aspetto, secondo la Corte, sarebbe sufficiente ad escludere l’existence d’un lien suffisamment étroit du point de vue matériel e dunque la compatibilità del doppio binario con il riconoscimento del diritto fondamentale al *ne bis in idem*».

²²⁷ La lungaggine e la lentezza del processo penale sono questioni su cui il governo francese non aveva addotto una spiegazione, spiegazione tanto più necessaria quanto più la connessione temporale fra i due procedimenti risulti debole.

relazione alla causa C-17/10 *Toshiba Corporation e altri*, in cui ha evidenziato che la «*variabilità nell'interpretazione e nell'applicazione del principio del ne bis in idem [...] nuoce all'unità dell'ordinamento giuridico dell'Unione*».

Tuttavia, dopo un primo contrasto giurisprudenziale, fra le corti europee si è fatta strada una ben comprensibile tendenza ad una *reductio ad unum* della portata del *ne bis in idem* comunitario, che oggi ha determinato un sostanziale allineamento di orientamenti tra la Corte di Giustizia dell'Unione Europea e la Corte Europea dei Diritti dell'Uomo. A riprova di un tale riavvicinamento, può citarsi l'evoluzione dell'interpretazione della nozione di *idem factum* che, da una parte, era qualificato dalla Corte di giustizia prendendo in considerazione l'aspetto storico-materiale²²⁸, dall'altra, fino al 2009 era prospettato dalla Corte EDU seguendo un'interpretazione formale e più restrittiva coincidente con la qualificazione giuridica della condotta, orientamento successivamente mutato dalla Corte di Strasburgo²²⁹ che ha optato per una lettura dell'*idem factum* più ampia, basata sull'identità del fatto materiale, uniformandosi, così, al canone interpretativo seguito dalla Corte di Giustizia. Ancora, con riguardo alla tendenza ad uniformare le interpretazioni e gli orientamenti giurisprudenziali sul tema del *ne bis in idem*, può segnalarsi l'adesione, sebbene non esplicita, della Corte di Giustizia all'orientamento espresso sin dagli anni '70 dalla Corte EDU sulla reale natura — al di là della formale qualificazione giuridica — delle misure sanzionatorie previste dagli ordinamenti nazionali.

Passando ad un'analisi concreta degli orientamenti giurisprudenziali espressi dalla Corte di Giustizia e della loro evoluzione, la Corte nella sentenza C-45/08, *Spector Photo Group* del 23 dicembre 2009, si pronunciò sulla portata dell'art. 14, par. 1 Direttiva 2003/6/CE (MAD), che poneva in capo agli stati membri l'obbligo di garantire misure amministrative efficaci, proporzionate e dissuasive e faceva salvo loro il diritto di imporre sanzioni penali. Nel caso *Spector* la Corte d'Appello belga

²²⁸ Come affermato dalla Corte di Giustizia dell'Unione Europea nel caso C-436/04, *Van Esbroeck* del 9 marzo 2006, per la configurabilità di un *idem factum* deve sussistere una «*identità dei fatti materiali, intesi come esistenza di un insieme di circostanze concrete inscindibilmente collegate tra loro*».

²²⁹ Corte Europea dei Diritti dell'Uomo, *Zolotukhin c. Russia*, n. 14939/03, 10 febbraio 2009, parr. 83 - 84.

chiese alla Corte di Giustizia se l'art. 14 della Direttiva MAD dovesse essere interpretato nel senso che «*se uno Stato membro, salvo le sanzioni amministrative previste da tale disposizione, ha previsto la possibilità d'infliggere una sanzione finanziaria penale, nella determinazione della sanzione amministrativa occorre tenere conto della possibilità e/o del livello di un'eventuale sanzione finanziaria penale ulteriore*». La Corte di Lussemburgo affermò che la valutazione del carattere efficace, proporzionato e dissuasivo delle sanzioni amministrative previste ai sensi della Direttiva MAD non può dipendere da un'ipotetica sanzione penale ulteriore.

Successivamente, la Corte di Giustizia si pronunciò con la sentenza C-617/10 nel caso *Fransson*, sulla portata del principio del *ne bis in idem* sancito dall'art. 50 CDFUE. In tale frangente, la Corte affermò, in primo luogo, che l'art. 50 CDFUE non era ostativo all'imposizione da parte di uno Stato membro, per le medesime violazioni di obblighi dichiarativi in materia di IVA, di una combinazione di sovrattasse e sanzioni penali, al fine di assicurare la riscossione delle entrate provenienti dall'IVA e tutelare in tal modo gli interessi finanziari dell'Unione; ciononostante, a detta della Corte, qualora la sovrattassa fosse di natura penale e fosse divenuta definitiva, l'art. 50 CDFUE sarebbe stato di ostacolo all'avvio di un procedimento penale per gli stessi fatti nei confronti di una stessa persona. La Corte di Lussemburgo, per valutare la natura penale o meno delle sanzioni tributarie, richiamò i criteri enunciati nella sentenza *Bonda*²³⁰ (che a sua volta richiamava i criteri Engel enunciati dalla Corte EDU) e stabilì la competenza del giudice nazionale nella valutazione della legittimità o meno del cumulo sanzionatorio, tenendo conto, in caso di illegittimità, dell'effettività, proporzionalità e dissuasività delle rimanenti sanzioni (par. 36 della sentenza).

È evidente, in tal modo, che la Corte di Giustizia, nella pronuncia in esame si discostò dall'interpretazione sul *ne bis in idem* fornita dalla Corte EDU in ordine all'art. 4, Prot. n. 7 CEDU, giacché il suo orientamento si concretizzò in una lettura tendenzialmente restrittiva del divieto di un secondo giudizio, in quanto tale principio

²³⁰ Corte di Giustizia dell'Unione Europea, causa C-489/10 del 5 giugno 2012.

doveva essere bilanciato dal giudice nazionale con l'esigenza di adeguate sanzioni residuali. D'altra parte, se, da un lato, i giudici eurounitari richiamarono i criteri della sentenza *Bonda* — a loro volta facenti riferimento ai criteri Engel elaborati dalla Corte EDU — per accertare la natura penale delle sanzioni fiscali, dall'altro, in parte se ne discostarono nel par. 36 della pronuncia in esame. Le statuizioni contenute nel par. 36 della sentenza, infatti, consegnano direttamente al vaglio deliberativo del giudice interno il compito di sciogliere il nodo interpretativo²³¹.

L'esigenza di un riavvicinamento degli orientamenti espressi dalle corti europee in tema di *ne bis in idem* ha portato, a seguito dell'interpretazione espressa dalla Corte EDU dapprima nel caso *A e B c. Norvegia* e confermata da pronunce successive, ad un allineamento della posizione della Corte di Giustizia con la giurisprudenza della Corte di Strasburgo.

A questo proposito è fondamentale richiamare tre decisioni del 20 marzo 2018 emesse in via pregiudiziale dalla Corte di Giustizia che, tra l'altro, hanno tutte ad oggetto vicende italiane: le cause riunite C-596/16 e C-597/16, *Di Puma c/o CONSOB* e *CONSOB c/o Zecca* e il procedimento C-537/16, *Garlsson Real Estate SA in liquidazione, Stefano Ricucci e Magiste International c/o CONSOB*, aventi ad oggetto fattispecie di abusi di mercato (rispettivamente, abuso di informazione privilegiata e manipolazione di mercato) e il procedimento C-524/15, *Menci c/o Procura della Repubblica* in materia di reati tributari.

I suddetti rinvii pregiudiziali formulati alla Corte di Giustizia sollevavano il dubbio di compatibilità del sistema del doppio binario sanzionatorio con l'art. 50 CDFUE sulla base dei medesimi presupposti teorici in larga parte derivanti dalle garanzie approntate in materia dall'art. 4, Prot. n. 7 CEDU così come interpretate dalla Corte di Strasburgo; tuttavia, i rinvii pregiudiziali erano antecedenti alla pronuncia caso *A e B c. Norvegia* della Corte EDU, sicché era temporalmente impossibile, nella

²³¹ Cfr. DE AMICIS G., *Ne bis in idem e "doppio binario" sanzionatorio: prime riflessioni sugli effetti della sentenza "Grande Stevens" nell'ordinamento italiano*, in *Diritto penale contemporaneo*.

formulazione delle questioni alla Corte di Giustizia, tener conto di quanto affermato in questa importante pronuncia.

La Corte di Giustizia, nel decidere le questioni in esame, non si è spinta molto in là nella sua opera di interpretazione dell'art. 50 CDFUE. Non ha, almeno vistosamente, innalzato il livello delle garanzie e, anzi, ha fatto professione di fornire uno *standard* di garanzie che non incide su quello apprestato dalla Corte di Strasburgo²³². I giudici di Lussemburgo, con riguardo al concetto di sanzione sostanzialmente penale si sono allineati alla giurisprudenza della Corte EDU, allineamento che si è verificato anche con riguardo al concetto di *idem factum*, sebbene, come accennato in precedenza, è da precisare come sul tema la giurisprudenza della Corte di Giustizia sia rimasta immutata e come la Corte di Strasburgo si sia uniformata a tale orientamento (v. *supra*).

La CGUE ha evidenziato che un cumulo di sanzioni sostanzialmente penali in relazione allo stesso fatto storico non concretizza necessariamente una violazione del *ne bis in idem* europeo, così come sancito dall'art. 50 CDFUE, ma può costituire una semplice limitazione di esso, purché ciò avvenga in conformità all'art. 52, par. 1 CDFUE, che stabilisce che «*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*».

In virtù di quanto appena detto, tenendo conto della giurisprudenza della Corte EDU, la Corte di Giustizia ha chiarito che le limitazioni dell'art. 50 CDFUE sono considerate legittime ad alcune condizioni. Innanzitutto, deve sussistere un obiettivo di interesse generale che giustifichi il cumulo di procedimenti e di sanzioni di natura penale o sostanzialmente penale che devono avere scopi complementari riguardanti, eventualmente, aspetti diversi del medesimo comportamento illecito interessato; in

²³² Cfr. GALLUCCIO A., *La Grande Sezione della Corte di Giustizia si pronuncia sulle attese questioni pregiudiziali in materia di ne bis in idem*, in *Diritto penale contemporaneo*, 2018.

secondo luogo, le limitazioni devono essere previste da regole chiare e precise, tali che il ricorso ad un sistema di doppio binario sanzionatorio sia prevedibile; deve, poi, essere garantito un coordinamento fra i due procedimenti relativi all'*idem factum*, limitando il più possibile gli oneri supplementari che il ricorso a tale sistema genera; infine, le limitazioni devono rispettare il principio di proporzionalità circoscrivendo a quanto strettamente necessario il complesso delle sanzioni irrogate. Su questo ultimo aspetto, la Corte, nel caso *Garlsson*, ha rilevato l'inidoneità dell'art. 187-*terdecies* TUF a garantire che la severità dell'insieme delle sanzioni inflitte sia limitata a quanto strettamente necessario rispetto alla gravità del reato in questione, in quanto tale articolo si limita a prevedere che, qualora per lo stesso fatto siano 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; la norma citata, dunque, ha ad oggetto solamente il cumulo di pene pecuniarie e non il cumulo di una sanzione amministrativa pecuniaria di natura penale e della pena della reclusione.

In conclusione, la verifica del rispetto dei requisiti sopra menzionati spetta al giudice nazionale che potrà, ovviamente, valersi, nell'opera di interpretazione del diritto UE, del prezioso strumento del rinvio pregiudiziale.

2.4. La giurisprudenza italiana sul *ne bis in idem*

La giurisprudenza emersa in sede europea ad opera della Corte di Giustizia e della Corte EDU ha avuto effetti di ingente portata sull'ordinamento italiano e sugli orientamenti dei giudici nazionali.

Un tentativo di allineamento è stato portato avanti innanzitutto dal legislatore, il quale con il D. Lgs. 107/2018 ha emendato il TUF, adattandolo alla nuova disciplina sugli abusi di mercato derivante dal Regolamento MAR e dalla Direttiva MAD II, tenendo conto di quanto affermato dalle corti sovranazionali in tema di *ne bis in idem*. L'intervento di riforma ha portato, *inter alia*, ad una modifica dell'art. 187-*terdecies* per assicurarne la coerenza con quanto affermato dalle corti sovranazionali²³³.

²³³ Per una trattazione sulla modifica dell'art. 187-*terdecies* si veda cap. III, par. 2.

Come sopra accennato, la portata degli orientamenti giurisprudenziali sorti in sede europea ha avuto un importante risvolto anche in relazione alla giurisprudenza italiana, nonostante questa abbia sempre mostrato una tendenza piuttosto restia — a cui in un primo momento non si è sottratta neanche la Consulta — a seguire incondizionatamente la strada inizialmente indicata dalla sentenza *Grande Stevens*.

Invero, la Corte Costituzionale si è pronunciata, con la sentenza 8 marzo 2016, n. 102, emessa prima della decisione *A. e B. c. Norvegia*, su un rinvio pregiudiziale ad opera della Corte di Cassazione. Nel caso di specie, dapprima la quinta Sezione Penale (con ord. n. 38 del 15 gennaio 2015) e in seguito la Sezione Tributaria (con ord. n. 52 del 21 gennaio 2015) della Suprema Corte, avevano sollevato questione di legittimità costituzionale: la quinta sezione penale aveva sottoposto a giudizio della Consulta la sospetta incostituzionalità dell'art. 187-*bis*, comma 1 TUF per violazione dell'art. 117, comma 1, Cost., in relazione all'art. 4, Prot. n. 7 CEDU nella parte in cui dispone «*salve le sanzioni penali quando il fatto costituisce reato*», dicitura che secondo il giudice rimettente avrebbe dovuto essere sostituita con «*salvo che il fatto costituisca reato*» e, in via subordinata, indicando il medesimo parametro costituzionale, aveva chiesto la dichiarazione di incostituzionalità dell'art. 649 c.p.p. nella parte in cui non prevede il divieto di un secondo giudizio quando l'imputato sia stato giudicato con provvedimento irrevocabile per il medesimo fatto in un procedimento amministrativo cui consegue l'applicazione di una sanzione alla quale si debba riconoscere natura penale ai sensi della CEDU²³⁴; la sezione tributaria aveva sollevato analoga questione in relazione all'art. 187-*ter*, comma 1 TUF, nella parte in cui prevede la comminatoria congiunta della sanzione amministrativa ivi indicata e della sanzione penale di cui all'art. 185 TUF. Entrambi i giudici *a quo*, a sostegno dell'interpretazione sottoposta al vaglio della Consulta, avevano posto i principi affermati dalla Corte EDU nella sentenza *Grande Stevens*.

²³⁴ Cfr. GIGLIO V., *La "materia penale" e il suo statuto nella giurisprudenza interna e sovranazionale*, in *Diritto penale e uomo*.

La Corte Costituzionale, riuniti i giudizi per analogia di oggetto, termini e parametri fra le questioni, ha dichiarato le questioni inammissibili, evidenziando, innanzitutto, la significativa difformità fra la nozione di *ne bis in idem* propria dell'ordinamento italiano e quella proposta dalla Corte EDU (*ne bis in idem* convenzionale); invero, la prima diversità riguardava il modo di apprezzare l'identità del fatto che, nella giurisprudenza di Strasburgo, era valutata in concreto e non con riferimento agli elementi costitutivi dei due illeciti in comparazione; la seconda diversità riguardava la nozione di sanzione penale e la sua identificazione in base ai criteri Engel.

Premesso ciò, la Corte costituzionale ha dichiarato le questioni inammissibili in quanto un eventuale accoglimento avrebbe determinato un intervento additivo che non sarebbe stato in grado di stabilire un ordine di priorità, lasciando sostanzialmente al caso (cioè al grado di sollecitudine dei due organi competenti) la risposta sanzionatoria da collegare alla condotta illecita che, secondo il procedimento di volta in volta divenuto definitivo per primo, sarebbe potuta essere amministrativa o penale. Una simile eventualità oltre a ledere la potestà del legislatore nazionale, a cui spettano le scelte relative al sistema repressivo più efficace da approntare, se, da una parte, avrebbe risolto il problema della duplicazione dei procedimenti, dall'altra, avrebbe creato per contro gravi lesioni ai principi di determinatezza e tassatività della sanzione penale e agli ulteriori principi di effettività, proporzionalità e dissuasività delle sanzioni imposti dal diritto eurounitario come interpretato dalla CGUE²³⁵.

A seguito della decisione della Corte EDU nel caso *A e B c. Norvegia*, come già accennato, la Corte Costituzionale si è successivamente allineata agli indirizzi giurisprudenziali sorti in sede europea.

Un esempio è offerto dalla sentenza 2 marzo 2018, n. 43, avente ad oggetto la legittimità costituzionale, analoga al sopracitato precedente del 2016, dell'art. 649 c.p.p. per contrasto con l'art. 117, comma 1, Cost., in riferimento all'art. 4, Prot. n. 7 CEDU, poiché non vieta un secondo giudizio nei confronti dell'imputato al quale, per

²³⁵ Cfr. GIGLIO V., *La "materia penale" e il suo statuto nella giurisprudenza interna e sovranazionale*, in *Diritto penale e uomo*.

lo stesso fatto, è stata inflitta in via definitiva una sanzione amministrativa di carattere sostanzialmente penale se considerata in base ai parametri della CEDU e dei suoi protocolli aggiuntivi. La Consulta, ai fini della soluzione del caso, ha attribuito un'importanza essenziale allo sviluppo interpretativo impresso dalla Corte EDU nella sentenza *A e B c. Norvegia*, richiamando «*il principio di diritto secondo cui il ne bis in idem non opera quando i procedimenti sono avvinti da un legame materiale e temporale sufficientemente stretto*», legame da valutare alla stregua dei criteri formulati in tale decisione; alla luce della giurisprudenza di Strasburgo, perciò «*il ne bis in idem convenzionale cessa di agire quale regola inderogabile conseguente alla sola presa d'atto circa la definitività del primo procedimento, ma viene subordinato a un apprezzamento proprio della discrezionalità giudiziaria in ordine al nesso che lega i procedimenti, perché in presenza di una "close connection" è permesso proseguire nel nuovo giudizio ad onta della definizione dell'altro. [...] In sintesi può dirsi che si è passati dal divieto imposto agli Stati aderenti di configurare per lo stesso fatto illecito due procedimenti che si concludono indipendentemente l'uno dall'altro, alla facoltà di coordinare nel tempo e nell'oggetto tali procedimenti, in modo che essi possano reputarsi nella sostanza come preordinati a un'unica, prevedibile e non sproporzionata risposta punitiva, avuto specialmente riguardo all'entità della pena (in senso convenzionale) complessivamente irrogata*».

Tuttavia la Corte ha precisato che «*naturalmente la decisione non può che passare da un giudizio casistico, affidato all'autorità che procede. Infatti, sebbene possa affermarsi in termini astratti che la configurazione normativa dei procedimenti è in grado per alcuni aspetti di integrare una "close connection", vi sono altri aspetti che restano necessariamente consegnati alla peculiare dinamica con cui le vicende procedurali si sono atteggiate nel caso concreto. [...] La nuova regola della sentenza A e B contro Norvegia rende meno probabile l'applicazione del divieto convenzionale di bis in idem alle ipotesi di duplicazione dei procedimenti sanzionatori per il medesimo fatto, ma non è affatto da escludere che tale applicazione si imponga di nuovo, sia nell'ambito degli illeciti tributari, sia in altri settori dell'ordinamento,*

ogni qual volta sia venuto a mancare l'adeguato legame temporale e materiale, a causa di un ostacolo normativo o del modo in cui si sono svolte le vicende procedurali. Resta perciò attuale l'invito al legislatore a "stabilire quali soluzioni debbano adottarsi per porre rimedio alle frizioni" che il sistema del cosiddetto doppio binario genera tra l'ordinamento nazionale e la CEDU (sentenza n. 102 del 2016)».

In seguito alle pronunce della Corte di Giustizia dell'Unione Europea, anche la Corte di Cassazione, in sede penale e in sede civile, si è allineata alla giurisprudenza comunitaria.

La quinta Sezione Penale della Suprema Corte, infatti, ha emesso tre rilevanti sentenze in tema di *ne bis in idem* (le sentenze nn. 45829/2018, 49869/2018 e 5679/2019) mantenendo fermo il cumulo tra sanzioni penali e amministrative in ipotesi di abusi di mercato.

In tali sentenze, che contengono un lungo *excursus* della giurisprudenza nazionale e sovranazionale sulla questione, l'argomento principale con cui è stata confermata la doppia sanzione (penale e amministrativa) consiste nella valutazione della proporzionalità del trattamento sanzionatorio complessivo rispetto ai fatti rispettivamente contestati agli imputati.

Più precisamente, con sentenza n. 45829/2018, *Terni Energia/Franconi*, la Corte di Cassazione ha, innanzitutto, riconosciuto che la nozione di "illecito amministrativo di natura sostanzialmente penale" è ormai considerata diritto vivente ed è recepita dalla giurisprudenza delle corti europee, nonché dalla stessa Corte di Cassazione. Ha, inoltre, confermato la legittimità del "doppio binario" e quindi la possibile coesistenza delle diverse sanzioni recependo quanto deciso dalla Corte EDU nel caso *A e B c. Norvegia*, la cui analisi ha consentito di concludere che «*l'essenziale novità rispetto al precedente orientamento è individuabile nella considerazione che, secondo la pronuncia, i due procedimenti non solo possono iniziare ma anche concludersi, mutando in tal modo profondamente la natura del ne bis in idem convenzionale, che varia da principio eminentemente processuale del divieto del doppio processo, ancor prima che della doppia sanzione sostanzialmente penale, a garanzia di tipo*

sostanziale. Infatti, purché la risposta sanzionatoria, derivante dal cumulo delle due pene inflitte nei diversi procedimenti, sia complessivamente proporzionata alla gravità del fatto e prevedibile, nulla vieta ai legislatori nazionali di predisporre un doppio binario sanzionatorio ed alle autorità preposte di percorrerlo fino alla decisione».

Ma la Corte è andata oltre ed ha affermato che, stante l'inidoneità, così come già rilevato dalla CGUE nella decisione *Garlsson*, dell'art. 187-*terdecies* TUF ad assicurare l'equità complessiva del trattamento sanzionatorio, il problema può essere risolto facendo riferimento all'art. 133 c.p., che impone al giudice di commisurare la pena alla gravità del fatto commesso.

La Corte si è poi chiesta se il «*giudizio di proporzionalità delle sanzioni irrogate nell'ambito dei separati procedimenti costituisca una valutazione di esclusiva competenza del giudice di merito ovvero possa essere effettuata anche in sede di legittimità*» ed ha ritenuto che «*in tema di abusi di mercato, come disciplinati dal TUF, la Corte di Cassazione può valutare la proporzionalità del cumulo sanzionatorio in applicazione dell'art. 620, comma 1, lett. I), cod. proc. pen., qualora non sia necessario procedere ad ulteriori accertamenti di fatto e facendo riferimento ai criteri di cui all'art. 133 cod. pen.*».

Per concludere, la Corte ha ribadito alcuni importanti principi di diritto sulla manipolazione del mercato, sia in tema di competenza territoriale, confermando l'orientamento espresso nel caso *Antonveneta* e dunque la competenza del Tribunale di Milano, sia con riguardo alla *price sensitivity*, ribadendo che «*una verifica ex post dell'avvenuta alterazione del prezzo dei titoli scambiati costituisce solo elemento sintomatico della effettiva idoneità della condotta stessa a produrre l'alterazione sensibile del loro prezzo*» e che «*vi può essere sussistenza del reato anche se nessuna alterazione si sia prodotta nel mercato, qualora la condotta fosse ex ante idonea a produrla*».

I principi enunciati sono stati confermati con sentenza n. 49869/2018, *Banca Italese/Chiaron Casoni*, nella quale la Corte ha affermato che «*solo in presenza di una*

sanzione irrevocabile idonea, da sola, ad “assorbire” il complessivo disvalore del fatto il giudice comune dovrà disapplicare in toto la norma che commina la sanzione non ancora irrevocabile, così escludendone l’applicazione», precisando, tuttavia, che «la disapplicazione in toto della norma sanzionatoria penale può venire in rilievo in ipotesi del tutto eccezionali, in cui la sanzione amministrativa — evidentemente attestata sui massimi edittali in rapporto ad un fatto di gravità, sotto il profilo penale, affatto contenuta — risponda, da sola, al canone della proporzionalità nelle diverse componenti riconducibili ai due illeciti. Fuori dall’ipotesi del tutto eccezionale appena richiamata, l’accertamento dell’incompatibilità del trattamento sanzionatorio complessivamente irrogato rispetto alla garanzia del ne bis in idem comporta, nel caso di sanzione amministrativa già divenuta irrevocabile, esclusivamente la rideterminazione delle sanzioni penali attraverso la disapplicazione in mitius della norma che commina dette sanzioni – non già in toto, ma – solo nel minimo edittale».

Questo orientamento è stato confermato anche dall’ultima sentenza menzionata, la n. 5679/2019, relativa al caso *Erbetta*, in cui è stata richiamata, seguendo il filo logico del caso Chiarion Casoni, la possibilità di disapplicazione, da parte del giudice, della norma interna, che può avvenire, a seconda dei casi, *in toto* o *in mitius*.

Questa disapplicazione, nel caso in cui l’autore del fatto avesse avuto accesso, in sede penale, ad un rito speciale avente natura premiale ottenendo in tal modo uno sconto significativo sulla sanzione penale, avrebbe comportato il rischio che il secondo giudice, nel valutare la proporzionalità del trattamento sanzionatorio complessivo, avesse incluso lo sconto per il rito, vanificando, così, quella peculiare declinazione del diritto costituzionale di difesa prevista per i riti speciali di natura premiale²³⁶. Su tale questione, la Corte si è espressa con la sentenza in commento, evidenziando la necessità di riguardare la pena finale concretamente inflitta, al netto delle diminuzioni progressive del calcolo.

²³⁶ Cfr. ROCCATAGLIATA L., *Doppio binario sanzionatorio: lo sconto di pena per il rito speciale rientra nel computo per la proporzionalità del trattamento punitivo complessivamente applicato*, in *Giurisprudenza penale web*, 2019, 2.

Anche la Cassazione civile, come accennato, si è pronunciata sulla questione del *ne bis in idem*.

In un primo caso, la Sezione Tributaria della Suprema Corte, con sentenza del 30 ottobre 2018, n. 27564, ha esaminato la disciplina del “doppio binario” come regolato dal nostro legislatore in materia di manipolazioni di mercato alla luce del principio del *ne bis in idem* espresso dalla normativa e dalla giurisprudenza europea, distinguendo tra il cumulo di sanzioni penali ed amministrative nei confronti di soggetti diversi ed il cumulo di sanzioni nei confronti del medesimo soggetto. La Corte, richiamando la giurisprudenza espressa dalla CGUE nel caso Garlsson, ha osservato che è possibile il concorso di sanzioni penali ed amministrative irrogate, per i medesimi fatti, nei confronti di soggetti diversi, senza che possa essere ravvisata in questo caso la violazione del divieto del *ne bis in idem*, in quanto l’applicazione di tale principio presuppone che sia la medesima persona ad essere oggetto delle sanzioni o dei procedimenti penali di cui trattasi; non sussiste, pertanto, il divieto quando, in caso di compresenza di procedimenti e sanzioni di carattere amministrativo e di carattere penale per gli stessi fatti, le prime sono imposte ad una persona giuridica, mentre il procedimento penale viene promosso nei confronti di una persona fisica. Detto ciò, la Corte di Cassazione ha sollevato le proprie perplessità sul contenuto del D. Lgs. 107/2018, in particolare sul contenuto dell’art. 187-*terdecies*, la cui formulazione appare in conflitto con i principi sanciti dalla Corte di Giustizia dell’Unione Europea nella parte in cui consente l’applicazione del principio del *ne bis in idem* anche nel caso di sanzioni inflitte a soggetti diversi (ad esempio: la società ed il legale rappresentante).

La Suprema Corte ha proseguito affrontando il caso del cumulo di sanzioni penali ed amministrative inflitte nei confronti del medesimo soggetto per gli stessi fatti; in proposito, ne ha affermato la compatibilità con il principio del *ne bis in idem* stante la necessità di «*valutare, ai fini della compatibilità con gli artt. 50 e 52 CDFUE, se le sanzioni complessivamente inflitte dal giudice penale e dalla CONSOB siano proporzionate alla gravità del fatto commesso*» e, facendo ancora una volta

riferimento alla giurisprudenza espressa dalla Corte di Giustizia nel caso Garlsson, ha rammentato che il divieto assume valenza assoluta *«solamente nel caso in cui la precedente condanna penale sia idonea a reprimere l'infrazione commessa in modo efficace, proporzionato e dissuasivo»*, il che presuppone una valutazione — hanno precisato i giudici di legittimità, discostandosi dalla pronuncia intervenuta in sede penale — di merito che non può essere svolta dalla Corte di Cassazione.

La seconda sezione civile della Suprema Corte si è pronunciata con due ulteriori interessanti sentenze, le nn. 31632 e 31633 del 2018. In entrambi i casi si era in presenza di una sentenza penale di assoluzione per insussistenza del fatto. Nelle pronunce sopracitate, la Corte di Cassazione ha ritenuto che *«in presenza di una sentenza penale definitiva di assoluzione “perché il fatto non sussiste”, la portata precettiva dell'art. 50 della Carta dei diritti fondamentali dell'Unione europea 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»*. Da ciò deriva l'impossibilità di proseguire l'accertamento dell'illecito amministrativo configurato dagli stessi fatti storici giudicati e ritenuti insussistenti in sede penale, con conseguente *«diretta ed immediata applicazione del disposto dell'articolo 50 CDFUE, senza che, nella presente fattispecie tale applicazione risulti in conflitto con il disposto di norme di diritto interno»*.

CAPITOLO IV

CASO BANCA PROFILO

SOMMARIO: 1. Caso Banca Profilo: il procedimento a carico dei due *traders*. — 1.1. Caso Banca profilo: il procedimento ai sensi dell'art. 187-*novies* TUF. — 2. I ricorsi dinanzi ai giudici amministrativi. — 3. I giudizi d'Appello ed i ricorsi per Cassazione.

1. Caso Banca Profilo: il procedimento a carico dei due *traders*

In data 6 dicembre 2013, la Divisione Mercati - Ufficio Abusi di Mercato della CONSOB ha contestato la violazione del divieto di manipolazione del mercato ai sensi dell'art. 187-*ter*, comma 3, lett. a) e b), del D. Lgs. n. 58/1998²³⁷ ai *traders* addetti al *desk* negoziazione filiali di Banca Profilo, i sigg. Matteo Ugo Michelazzi e Riccardo Grimaldi.

Le condotte illecite contestate ai due *traders* avevano ad oggetto l'effettuazione diretta, di concerto fra loro, sul mercato telematico azionario (MTA) di operazioni in acquisto di azioni di Banca Profilo s.p.a., nella negoziazione continua e nell'asta di chiusura; tali operazioni, nel periodo 21 giugno 2011 - 27 maggio 2013 hanno fissato il prezzo ufficiale delle azioni Banca Profilo a un livello anomalo e artificiale ed hanno conseguentemente fornito indicazioni false e fuorvianti in merito al prezzo delle suddette azioni.

La medesima violazione di cui all'art. 187-*ter*, comma 3, lett. a) e b), del D. Lgs. n. 58/1998 è stata contestata anche a Banca Profilo quale obbligato in solido ai sensi dell'art. 6, comma 3, della L. n. 689/1981. Gli stessi fatti, inoltre, sono stati contestati

²³⁷ Così l'art. 187-*ter*, comma 3, lett. a) e b), TUF vigente al 16 settembre 2015 (data di emanazione della delibera di irrogazione delle sanzioni): «*Salve le sanzioni penali quando il fatto costituisce reato, è punito con la sanzione amministrativa pecuniaria di cui al comma 1 chiunque pone in essere: a) operazioni od ordini di compravendita che forniscano o siano idonei a fornire indicazioni false o fuorvianti in merito all'offerta, alla domanda o al prezzo di strumenti finanziari; b) operazioni od ordini di compravendita che consentono, tramite l'azione di una o di più persone che agiscono di concerto, di fissare il prezzo di mercato di uno o più strumenti finanziari ad un livello anomalo o artificiale*». Il comma è stato successivamente abrogato dall'art. 4, comma 10, lett. b) del D. Lgs. 10 agosto 2018, n. 107.

all'istituto di credito anche ai sensi dell'art. 187-*quinquies*²³⁸ TUF, violazione per cui, tuttavia, all'esito del procedimento sanzionatorio non sono stati ritenuti sussistenti i presupposti per l'applicazione di sanzioni.

La CONSOB, sulla base delle risultanze dell'attività istruttoria compiuta ai sensi dell'art. 187-*octies* TUF, con la delibera n. 19358 del 2015, ha ritenuto accertata la condotta manipolativa del mercato compiuta di concerto da Michelazzi e Grimaldi che, come accennato, con l'inserimento diretto sul MTA, nella negoziazione continua e nell'asta di chiusura, di proposte di negoziazione in acquisto, che hanno dato luogo ad operazioni di acquisto, di azioni Banca Profilo, hanno fissato il prezzo ufficiale delle azioni a un livello anomalo e artificiale e hanno conseguentemente fornito indicazioni false e fuorvianti al mercato sul prezzo delle suddette azioni.

Le circostanze comprovanti le condotte illecite, così come si evince dalla delibera 16 settembre 2015, n. 19358 della CONSOB, sono molteplici.

Si premette che Arepo BP s.p.a. ha acquisito, in qualità di partner strategico, nel luglio 2009, il controllo del gruppo Banca Profilo. L'acquisizione è avvenuta tramite un aumento del capitale sociale pari a Euro 110 milioni, autorizzato in data 8 giugno 2009 dall'assemblea in sede straordinaria; la ricapitalizzazione è avvenuta per Euro 80 milioni con esclusione del diritto di opzione, costituendo un "aumento riservato", e per Euro 30 milioni con diritto di opzione, "aumento in opzione", da offrire agli azionisti

²³⁸ Così l'art. 187-*quinquies* TUF nella versione antecedente all'entrata in vigore del D. Lgs. 107/2018, vigente al 16 settembre 2015 (data di emanazione della delibera): «L'ente è responsabile del pagamento di una somma pari all'importo della sanzione amministrativa irrogata per gli illeciti di cui al presente capo commessi nel suo interesse o a suo vantaggio: a) da persone che rivestono funzioni di rappresentanza, di amministrazione o di direzione dell'ente o di una sua unità organizzativa dotata di autonomia finanziaria o funzionale nonché da persone che esercitano, anche di fatto, la gestione e il controllo dello stesso; b) da persone sottoposte alla direzione o alla vigilanza di uno dei soggetti di cui alla lettera a).

Se, in seguito alla commissione degli illeciti 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.

L'ente non è responsabile se dimostra che le persone indicate nel comma 1 hanno agito esclusivamente nell'interesse proprio o di terzi.

In relazione agli illeciti di cui al comma 1 si applicano, in quanto compatibili, gli articoli 6, 7, 8 e 12 del decreto legislativo 8 giugno 2001, n. 231. Il Ministero della giustizia formula le osservazioni di cui all'articolo 6 del decreto legislativo 8 giugno 2001, n. 231, sentita la Consob, con riguardo agli illeciti previsti dal presente titolo».

al prezzo di Euro 0,20 per azione. Il 6 luglio 2009 Arepo BP s.p.a. ha sottoscritto e versato l'aumento di capitale ad essa riservato per una somma pari a Euro 70 milioni ("aumento riservato garantito"), divenendo così l'azionista di controllo; il 5 novembre 2009 è stato sottoscritto l'intero aumento del capitale riservato in opzione agli azionisti e, successivamente, il 31 dicembre 2009 sono stati sottoscritti i restanti Euro 10 milioni ("aumento riservato non garantito").

Il Consiglio di Amministrazione della controllante Arepo BP s.p.a., con una serie di delibere²³⁹, ha autorizzato, per suo conto, acquisti di azioni proprie da parte di Banca Profilo s.p.a., pari, nel periodo compreso tra il 21 giugno 2011 e il 27 maggio 2013, a 55.436.505 azioni Banca Profilo (corrispondenti all'8,187 % del capitale sociale), aventi un controvalore di circa Euro 14.748.467. Gli acquisti sono stati effettuati per il 98 % circa sul MTA e per il 2 % circa fuori mercato e l'operatività in acquisto sul MTA è stata posta in essere in misura pari all'83 % tramite Banca Profilo s.p.a., in qualità di intermediario negoziatore ed il *trader* che maggiormente ha eseguito tali ordini è risultato essere proprio l'addetto al *desk* negoziazione filiali, il sig. Michelazzi, il quale ha acquistato l'80 % delle azioni acquistate in totale nell'ambito di tali operazioni; il sig. Michelazzi, in caso di assenza, era sostituito da uno dei *back-up trader*, il sig. Grimaldi, che ha acquistato una percentuale minore, ma pur sempre significativa, pari al 18 % delle azioni. A seguito di queste operazioni Banca Profilo s.p.a. è risultata essere il primo acquirente netto e, altresì, il primo acquirente lordo delle azioni Banca Profilo²⁴⁰.

²³⁹ «In vista della scadenza fissata al 31 dicembre 2010 degli impegni di lock-up relativi alle azioni Banca Profilo previsti nel citato Accordo di Investimento del febbraio 2009, il 16 dicembre 2010 è stata assunta la prima delibera del Consiglio di Amministrazione di Arepo BP relativa a una "proposta di acquisto di azioni della controllata Banca Profilo S.p.A."; il CdA ha quindi deliberato di conferire "mandato al Presidente all'acquisto in una o più volte, entro il termine del 30 giugno 2011, di massime numero 6.770.000 azioni della Banca da destinare al portafoglio delle attività disponibili per la vendita"; nonostante la prima tranche del programma di acquisto di azioni Banca Profilo sia stata formalmente autorizzata dal CdA il 16 dicembre 2010, è soltanto dopo la riunione consiliare il 13 giugno 2011 (in cui è stata in sostanza prorogata l'autorizzazione, in scadenza al 30 giugno 2011, all'acquisto di azioni in precedenza conferita al Presidente) che ha preso avvio il suddetto programma». Cfr. CONSOB, delibera 16 settembre 2015, n.19358.

²⁴⁰ Con 48.276.293 azioni, pari al 24,41 % degli scambi sul MTA, con vendite per 10.248.530 azioni, pari al 5,18 %;

Nel periodo compreso tra il 21 giugno 2011 e il 27 maggio 2013 Arepo BP s.p.a., ha effettuato, tramite Banca Profilo²⁴¹ e altri soggetti, operazioni di acquisto in 472 giornate di negoziazione su 491. Inoltre, *«dall'analisi dell'operatività è emerso che Arepo BP: in 216 giornate ha concluso almeno un acquisto con un prezzo che al termine della giornata è risultato il prezzo massimo; in 182 giornate ha concluso almeno un acquisto nella negoziazione continua con un prezzo che al termine della giornata è risultato il prezzo massimo; in 30 giornate ha concluso almeno un acquisto nella negoziazione continua con un prezzo che al termine della giornata è risultato il prezzo massimo e il prezzo last nella negoziazione continua (il prezzo dell'ultimo scambio in tale fase); in 48 giornate ha concluso almeno un acquisto nell'asta di chiusura con un prezzo che al termine della giornata è risultato il prezzo massimo e il prezzo di chiusura; in 15 giornate ha concluso almeno un acquisto con un prezzo che al termine della giornata è risultato il prezzo massimo, il prezzo last e il prezzo di chiusura; - soltanto in 18 giornate su 353 Banca Profilo ha concluso per conto di Arepo BP almeno un acquisto con un prezzo che al termine della giornata è risultato il prezzo minimo»*²⁴².

Gli schemi operativi posti in essere da Banca Profilo nell'acquisto di azioni erano, come anticipato, di duplice tipologia. Da una parte, le operazioni consistevano nell'inserimento di proposte di negoziazione (PDN) in acquisto per quantitativi rilevanti nel corso e soprattutto al termine della negoziazione continua, che hanno provocato un rapido rialzo del prezzo del titolo tramite una "scalata" del *book*, talora a partire dal livello minimo e talora fino al livello massimo registrati nella seduta; più precisamente, Banca Profilo ha inserito proposte di negoziazione in rapida successione

²⁴¹ Più precisamente, Banca Profilo s.p.a. ha acquistato, per conto di Arepo BP s.p.a., azioni sul MTA in 353 giornate di negoziazione. *«La media aritmetica dell'incidenza della quantità acquistata sugli scambi giornalieri è pari a circa il 28 %. La quantità acquistata è superiore al 50% degli scambi giornalieri in 38 giornate di negoziazione e superiore al 40 % in 93 giornate, con l'incidenza massima, pari al 77,61 %, registrata il 24 novembre 2011; complessivamente, la quantità acquistata da Banca Profilo per conto di Arepo BP rappresenta circa il 23 % della quantità scambiata totale nel periodo 21 giugno 2011 - 27 maggio 2013, pari a 199.796.690 azioni»*. Cfr. CONSOB, delibera 16 settembre 2015, n.19358.

²⁴² Cfr. CONSOB, delibera 16 settembre 2015, n.19358.

con un prezzo-limite progressivamente crescente, dimensionate in modo tale da colpire le PDN in vendita già presenti sul *book* a salire dal prezzo più basso, ottenendo, così, l'effetto di scalare il lato delle vendite del *book*²⁴³. Dall'altra, le operazioni consistevano nell'inserimento di quantitativi rilevanti di proposte di negoziazione in acquisto al termine dell'asta di chiusura — quasi sempre nell'ultimo minuto della parte di pre-asta di durata certa — che hanno provocato un rapido rialzo del prezzo teorico di asta e hanno talora fissato il prezzo di chiusura della giornata al livello massimo; in particolare, la CONSOB ha rilevato che circa l'84 % degli acquisti complessivi avvenuti in asta di chiusura e circa il 33 % degli acquisti totali, derivano da proposte inserite a partire dalle ore 17:29, nell'ultimo minuto della fase di pre-asta di durata certa e nel c.d. minuto *random*²⁴⁴.

Le proposte di negoziazione avevano una serie di caratteristiche elencate dalla CONSOB. Le proposte, oltre ad essere caratterizzate da un prezzo-limite che ha provocato un incremento istantaneo del prezzo teorico d'asta, mediamente pari al 2 %, erano immesse in quantità rilevanti rispetto alle altre PDN presenti nel *book* di negoziazione, circostanza che ha provocato un forte incremento della quantità scambiabile. Inoltre, la tempistica con cui queste venivano inserite sul MTA ha comportato che, molto spesso, fossero le ultime proposte inserite nell'asta di chiusura e in quanto tali riuscissero a fissare il prezzo di chiusura pur senza rappresentare l'intero quantitativo di azioni scambiato in asta; infatti, i *traders* di Banca Profilo, tramite questa tempistica di inserimento di PDN sono stati capaci di sostenere il prezzo di chiusura, correggendo al rialzo eventuali diminuzioni del prezzo teorico d'asta e riportandolo ad un livello prossimo a quello dell'ultimo prezzo della negoziazione

²⁴³ In particolare, con riguardo a tale schema operativo «in 238 giornate su 353 sono state inserite 669 PDNA nella negoziazione continua che hanno condotto ciascuna alla conclusione di almeno quattro scambi consecutivi nello stesso istante temporale di inserimento e provocato un rialzo istantaneo del prezzo delle azioni (scalata del book); 328 delle suddette 669 PDNA sono state inserite a partire dalle ore 16:00; in 86 giornate sono state inserite 137 PDNA nella negoziazione continua che hanno condotto ciascuna alla conclusione di almeno quattro scambi consecutivi nello stesso istante di inserimento e provocato un rialzo istantaneo del prezzo pari o superiore all'1 %. In 21 casi la variazione al rialzo è stata pari o superiore al 2 %». Cfr. CONSOB, delibera 16 settembre 2015, n.19358.

²⁴⁴ Le operazioni di acquisto effettuate nell'asta di chiusura nel periodo di riferimento hanno avuto ad oggetto 18.053.601 azioni, circa il 40% della quantità totale degli acquisti effettuati.

continua, prezzo che era stato portato a quel livello dalle negoziazioni poste in essere dagli stessi soggetti.

Alla luce di quanto detto, la CONSOB, con la sopracitata delibera 16 settembre 2015, n.19358, ritenendo sussistente la fattispecie di manipolazione operativa di mercato, ha irrogato sanzioni pecuniarie nei confronti dei due *traders*, i sigg. Michelazzi e Grimaldi, e anche nei confronti di Banca Profilo s.p.a., quale obbligato in solido. Nella quantificazione della sanzione amministrativa e nell'applicazione delle sanzioni accessorie, l'autorità, ai sensi dell'art. 11 della L. 24 novembre 1981, n. 689, ha tenuto conto della gravità della violazione, dell'opera svolta dall'agente per l'eliminazione o attenuazione delle conseguenze della violazione, nonché della personalità dello stesso e delle sue condizioni economiche. In particolare, la CONSOB ha tenuto conto delle quantità di titoli negoziati nel periodo di riferimento e dell'impatto di tali negoziazioni sul mercato; inoltre, ha ritenuto che le condotte poste in essere dai *traders* fossero da ritenersi dolose *«tenuto conto della loro piena consapevolezza del fatto che la loro operatività sul titolo Banca Profilo aveva come effetto la fissazione del prezzo delle medesime azioni ad un livello artificiale [...] avuto riguardo anche allo status professionale ed alle connesse conoscenze tecniche»*.

Considerati i criteri di cui al sopracitato art. 11 L.689/1981²⁴⁵ ed in applicazione della “quintuplicazione” delle sanzioni amministrative pecuniarie introdotta dal legislatore con l'art. 39 della L. 262/2005, la CONSOB, con delibera n. 19358 del 2015, ha irrogato, ai sensi dell'art. 187-ter, comma 3, lett. a) e b) TUF, nei confronti

²⁴⁵ In particolare, come si evince dalla delibera n. 19358 del 2015, la CONSOB ha tenuto conto, nel valutare la gravità obiettiva della violazione, che: *«nel periodo 21 giugno 2011 - 27 maggio 2013 Banca Profilo ha acquistato per conto di Arepo BP sul MTA 45.145.300 azioni Banca Profilo in 353 giornate di negoziazione. La media aritmetica dell'incidenza della quantità acquistata sugli scambi giornalieri è pari a circa il 28 %. La quantità acquistata è superiore al 50% degli scambi giornalieri in 38 giornate di negoziazione e superiore al 40 % in 93 giornate, con l'incidenza massima, pari al 77,61 %, registrata il 24 novembre 2011; complessivamente, la quantità acquistata da Banca Profilo per conto di Arepo BP, pari a 45.145.300 azioni, rappresenta circa il 23 % della quantità scambiata totale nel periodo 21 giugno 2011 - 27 maggio 2013, pari a 199.796.690 azioni; la circostanza che l'operatività in esame è stata posta in essere su uno strumento finanziario la cui negoziazione era caratterizzata da un mercato non liquido; l'impatto che la manipolazione in esame ha avuto sulla variazione del corso di mercato del titolo; l'esteso periodo temporale (periodo 21 giugno 2011 - 27 maggio 2013) in cui è stata posta in essere la condotta violativa»*.

del sig. Matteo Ugo Michelazzi una sanzione pari ad Euro 120.000, nonché, ai sensi dell'art. 187-*quater*, comma 1 TUF²⁴⁶ la sanzione amministrativa accessoria — temporanea con durata di sei mesi — di incapacità ad assumere incarichi di amministrazione, direzione e controllo nell'ambito di società quotate e di società appartenenti al medesimo gruppo di società quotate; ha irrogato, in virtù delle fonti normative citate, nei confronti del sig. Riccardo Grimaldi una sanzione amministrativa pecuniaria dell'importo di Euro 100.000 e la sanzione accessoria di temporanea incapacità ad assumere incarichi di amministrazione, direzione e controllo nell'ambito di società quotate e di società appartenenti al medesimo gruppo di società per una durata di quattro mesi; ha, altresì, ingiunto a Banca Profilo s.p.a., in qualità di obbligata in solido ai sensi dell'art. 6, comma 3, L. 689/1981, il pagamento di una sanzione pari a Euro 220.000.

1.1. Caso Banca profilo: il procedimento ai sensi dell'art. 187-*novies* TUF

La CONSOB non si è limitata a contestare ed irrogare sanzioni ai *traders* che hanno posto in essere le condotte manipolative, ma ha contestato, ai sensi degli artt. 190 e 195 TUF, al sig. Fabio Candeli, (Amministratore Delegato di Banca Profilo s.p.a.) e al sig. Gianni Bua (responsabile della Funzione di *Compliance* e Antiriciclaggio di Banca Profilo s.p.a.) la violazione dell'art. 187-*novies* TUF²⁴⁷ e delle relative misure di

²⁴⁶ Così l'art. 187-*quater*, comma 1 TUF nella versione antecedente all'entrata in vigore del D. Lgs. 107/2018, vigente al 16 settembre 2015 (data di emanazione della delibera): «*L'applicazione delle sanzioni amministrative pecuniarie previste dal presente capo importa la perdita temporanea dei requisiti di onorabilità per gli esponenti aziendali ed i partecipanti al capitale dei soggetti abilitati, delle società di gestione del mercato, nonché per i revisori e i promotori finanziari e, per gli esponenti aziendali di società quotate, l'incapacità temporanea ad assumere incarichi di amministrazione, direzione e controllo nell'ambito di società quotate e di società appartenenti al medesimo gruppo di società quotate*».

²⁴⁷ Così l'art. 187-*novies* TUF vigente al 16 settembre 2015 (data di emanazione della delibera): «*I soggetti abilitati, gli agenti di cambio iscritti nel ruolo unico nazionale e le società di gestione del mercato devono segnalare senza indugio alla Consob le operazioni che, in base a ragionevoli motivi, possono ritenersi configurare una violazione delle disposizioni di cui al presente titolo. La Consob stabilisce, con regolamento, le categorie di soggetti tenuti a tale obbligo, gli elementi e le circostanze da prendere in considerazione per la valutazione dei comportamenti idonei a costituire operazioni sospette, nonché le modalità e i termini di tali segnalazioni*». L'art. è stato abrogato dal D. Lgs 107/2018 e la disciplina è oggi contenuta nell'articolo 16 MAR.

attuazione emanate dalla CONSOB, per non aver adottato, nel periodo in cui sono state poste in essere le condotte, adeguate misure in tema di individuazione e segnalazione delle operazioni sospette di costituire abusi di mercato. La violazione dell'art. 187-*novies*, anche in tal caso è stata contentata, quale responsabile in solido, a Banca Profilo s.p.a.

Invero, le risultanze istruttorie derivanti dall'attività di indagine compiuta dalla CONSOB ai sensi dell'art. 187-*octies* TUF hanno dimostrato l'inadeguatezza delle attività di rilevazione e segnalazione delle operazioni sospette di costituire abusi di mercato.

In particolare, come si evince dalla delibera 16 settembre 2015, n. 19359 di irrogazione di sanzioni a Candeli Fabio e Bua Gianni, l'autorità ha rilevato che *«solo dal 21 marzo 2012 è stato implementato nel sistema Radar il campo dedicato alle note di commento dei trader sulle operazioni individuate come potenzialmente sospette, note che peraltro risultavano essere eccessivamente generiche, così come generiche erano anche le annotazioni della Funzione Compliance e Antiriciclaggio sulle singole operazioni oggetto degli alert. Ciò, oltre a conferire un eccessivo potere discrezionale in capo agli addetti, ha reso difficile la ricostruzione, ex post, dei criteri e delle verifiche effettuate dagli addetti in base alle quali viene valutato il carattere più o meno anomalo dell'operazione in esame; solamente a partire da gennaio 2013 la Funzione Compliance e Antiriciclaggio ha iniziato a produrre un report quotidiano di analisi sulle operazioni estratte dal sistema Radar trasmesso alla funzione Internal Audit, nonché una relazione mensile di riepilogo indirizzata a detta funzione ed all'Amministratore Delegato. Tuttavia, tale compito era sin dall'origine previsto dal Regolamento Market Abuse che è stato approvato dal CdA della Banca il 2 febbraio 2012»*²⁴⁸. Questa inefficienza del meccanismo di controllo interno sulle operazioni

²⁴⁸ A tale proposito, la CONSOB ha, inoltre, rilevato l'inadeguatezza di alcune soglie dei parametri, *«in particolare, la soglia temporale di riferimento dell>alert denominato "Variazione prezzi asta" era impostata sui 30 secondi finali dell'asta di apertura e sui 120 secondi finali dell'asta di chiusura e non ha consentito di tracciare l'impatto dell'eventuale operatività intervenuta precedentemente. Anche la soglia individuata per il filtro "Front running" è risultata inappropriata atteso che l'orizzonte*

sospette ha comportato, da una parte, che spesso il sistema, anche in presenza di ingenti quantità di azioni scambiate, non abbia prodotto *alert* e, dall'altra, che, anche in presenza di un *alert* emesso dal sistema, la Funzione Compliance e Antiriciclaggio non abbia effettuato alcuna analisi di secondo livello né in tempo reale, né *ex post*. Conseguentemente Banca Profilo s.p.a. non ha mai proceduto alla segnalazione di operazioni sospette alla CONSOB ai sensi dell'art. 187-*novies* TUF.

Sulla base di tali motivazioni, l'autorità ha ritenuto sussistenti le violazioni. Nell'irrogare le sanzioni amministrative, ai sensi dell'art. 190 TUF — che, nella formulazione all'epoca vigente sanzionava, l'inosservanza delle disposizioni previste, *inter alia*, dall'art. 187-*novies* TUF e delle disposizioni generali o particolari emanate dalla Banca d'Italia o dalla CONSOB con una sanzione amministrativa pecuniaria minima di Euro 2.500 e massima di Euro 250.000 —, la CONSOB ha tenuto conto della “quintuplicazione” prevista dalla L. 262/2005 e dei criteri generali — già menzionati al par. precedente — di cui all'art. 11 L. n. 689/1981; nello specifico, la CONSOB ha considerato la significativa protrazione nel tempo delle violazioni commesse e il ruolo e le funzioni dei soggetti all'interno della società, ed ha accertato che i comportamenti rilevati fossero connotati da negligenza professionale e, dunque, imputabili a titolo di colpa.

Pertanto, la CONSOB ha irrogato nei confronti dei sigg. Fabio Candeli e Gianni Bua una sanzione pari alla somma minima, in virtù della “quintuplicazione” prevista dalla L. 262/2005, pari ad Euro 10.000 ciascuno; la CONSOB ha, inoltre, ingiunto a Banca Profilo s.p.a., quale obbligato in solido, il pagamento di una somma pari ad Euro 20.000.

2. I ricorsi dinanzi ai giudici amministrativi

Nelle more del procedimento sanzionatorio, Banca Profilo s.p.a. e i sigg. Fabio Candeli, Matteo Ugo Michelazzi e Riccardo Grimaldi hanno proposto ricorso innanzi

temporale individuato, specialmente per i titoli sottili, era molto ridotto; l'attività di analisi che i singoli operatori di desk effettuano sulle operazioni di propria competenza non è stata puntualmente codificata nelle procedure delle Banca». Cfr. CONSOB, delibera 16 settembre 2015, n.19358.

al TAR Lazio contestando la legittimità del regolamento CONSOB 21 giugno 2005, n. 15086²⁴⁹, applicabile *ratione temporis* al procedimento sanzionatorio avviato nei loro confronti.

I ricorrenti hanno sostenuto l'illegittimità del citato regolamento per violazione dell'art. 6, par. 1, CEDU come interpretato dalla sentenza *Grande Stevens*, chiedendo l'annullamento dello stesso e l'accertamento del conseguente obbligo della CONSOB di provvedere all'emanazione di un nuovo regolamento per l'applicazione delle sanzioni amministrative di natura penale in modo conforme alle previsioni dell'art. 6 CEDU. Il TAR Lazio ha respinto il ricorso con sentenza n. 11886 del 2014, e nella motivazione della sentenza ha prospettato un orientamento successivamente fatto proprio anche dalla Corte di Cassazione; infatti, la questione in esame è stata sollevata più volte nell'ambito di procedimenti giurisdizionali differenti ed è passata anche al vaglio della Suprema Corte²⁵⁰.

Invero, secondo il TAR, la citata sentenza della Corte EDU deve essere letta nel senso che le violazioni dell'art. 6, par. 1, CEDU riscontrate nel procedimento amministrativo possono trovare contemperamento nelle successive fasi che si svolgono in sede giurisdizionale nel rispetto del principio del giusto processo. Più precisamente, il TAR ha ritenuto che, in base alla sentenza *Grande Stevens*, «*il procedimento amministrativo teso all'applicazione delle sanzioni per market abuse altro non sarebbe che una prima fase, affidata alla CONSOB, di un procedimento unitario, seguita da due successive fasi di natura giurisdizionale, rappresentate dal giudizio di opposizione dinanzi alla Corte d'appello e dal giudizio innanzi alla Corte di Cassazione, nell'ambito delle quali la decisione amministrativa della CONSOB viene sottoposta al controllo di organi giurisdizionali, sicché per valutare se vi sia stata o meno una lesione del diritto al giusto processo si dovrebbe considerare il procedimento nel suo complesso e non le sue singole fasi*»; e che la Corte EDU «*da un lato, ha riconosciuto che lo Stato italiano ben può attribuire ad*

²⁴⁹ Delibera recante disposizioni organizzative e procedurali relative all'applicazione di sanzioni amministrative e istituzione dell'Ufficio Sanzioni Amministrative

²⁵⁰ Si veda cap. III, par. 1.1.

un'Autorità amministrativa come la CONSOB, priva delle caratteristiche di imparzialità e di indipendenza tipiche degli organi giurisdizionali, il potere di applicare sanzioni 'penali' come quelle relative agli illeciti di cui all'art. 187-ter del TUF e che l'applicazione di tali sanzioni può legittimamente avvenire in base a disposizioni procedurali diverse da quelle previste dal codice di procedura penale (§ 139 della sentenza); dall'altro, ha accertato che tale possibilità presuppone comunque che la decisione della CONSOB sia successivamente sottoposta al controllo di un "organo giudiziario dotato di piena giurisdizione" – ossia di un organismo titolare del "potere di riformare qualsiasi punto, in fatto come in diritto, della decisione impugnata, resa dall'organo inferiore" e della "competenza per esaminare tutte le pertinenti questioni di fatto e di diritto che si pongono nella controversia di cui si trova investito" (§ 139 della sentenza) – e che la Corte di Appello, innanzi alla quale è possibile proporre ricorso in opposizione avverso il provvedimento di applicazione delle sanzioni di cui trattasi, ai sensi dell'art. 187-septies del TUF, è un "organo giudiziario dotato di piena giurisdizione" (§ 151 della sentenza)»²⁵¹.

Il Consiglio di Stato, con sentenza n. 1596 del 2015, nell'esaminare l'appello avverso la sentenza emessa dal TAR Lazio, ha analizzato a fondo la questione circa la fondatezza o meno delle pretese dei ricorrenti, approfondendo, innanzitutto, il tema del rapporto fra l'impianto sanzionatorio amministrativo e i principi dell'art. 6 CEDU con riferimento alla giurisprudenza della Corte di Strasburgo e dei principi da essa enunciati sul tema, già trattato nel capitolo precedente, dell'ampiezza della materia penale e delle garanzie previste dal procedimento amministrativo. Riguardo tale aspetto, il Consiglio di Stato, sulla scia di quanto già affermato in primo grado dal TAR Lazio, ha ritenuto compatibile il procedimento amministrativo con l'art. 6 CEDU, in quanto nel caso in cui il procedimento amministrativo non offra garanzie equiparabili a quelle del processo giurisdizionale, allora l'art. 6, par. 1 CEDU postula che l'interessato che subisce la sanzione abbia la concreta possibilità di sottoporre la questione relativa alla fondatezza dell'accusa contro di lui mossa ad un organo

²⁵¹ Cfr. Cons. Stato, Sez. VI, sentenza del 26 marzo 2015, n. 1596.

indipendente e imparziale dotato del potere di esercitare un sindacato di *full jurisdiction*, sindacato che implica, secondo la Corte europea dei diritti dell'uomo, il potere del giudice di verificare la fondatezza, l'esattezza e la correttezza delle scelte amministrative così realizzando, di fatto, un *continuum* tra procedimento amministrativo e procedimento giurisdizionale.

In base all'art. 6, par. 1 CEDU, dunque, gli Stati possono scegliere se realizzare le garanzie del giusto processo già nella fase amministrativa — e, in questo caso, un successivo controllo giurisdizionale potrebbe finanche non essere neppure previsto²⁵² — ovvero successivamente, consentendo che la sanzione amministrativa sia sottoposta ad un sindacato pieno, di natura tendenzialmente sostitutiva.

Il nostro ordinamento ha scelto di strutturare il procedimento di irrogazione delle sanzioni amministrative senza assicurare totalmente le garanzie del giusto processo. Invero, la giurisprudenza nazionale ha da tempo elaborato la nozione di “giusto procedimento”, molto vicina a quella di “giusto processo”, il che ha comportato l'applicazione anticipata di un nucleo fondamentale di garanzie — quali ad esempio il rispetto del principio del contraddittorio endoprocedimentale, la conoscenza degli atti del procedimento, il diritto di difesa, l'obbligo di motivazione — già nella fase del procedimento sanzionatorio amministrativo; ciò soprattutto con riferimento ai procedimenti sanzionatori di competenza delle autorità amministrative indipendenti, in ragione della loro configurazione. Spesso, infatti, i procedimenti dinanzi queste autorità prevedono una separazione fra le funzioni istruttorie e quelle decisorie. Questa separazione è prevista anche con riferimento ai procedimenti della CONSOB, la quale, ha delineato un assetto procedurale per l'accertamento e l'applicazione delle sanzioni di propria competenza caratterizzato da una separazione tra la fase istruttoria e quella decisoria. Tuttavia, tale separazione è di carattere meramente funzionale e non è idonea ad assicurare la c.d. imparzialità oggettiva, ovvero che il soggetto che decide sulla sanzione sia diverso, da un punto di vista strutturale e organizzativo, da quello che

²⁵² Cfr. Corte Europea dei Diritti dell'Uomo, sentenza del 22 novembre 1995, caso 19178/91, *Brian c. Regno Unito*.

svolge l'istruttoria. A ben vedere, una reale separazione soggettiva tra funzione istruttoria e funzione decisoria non è praticabile *de jure condito*, infatti essa richiederebbe un radicale ripensamento del sistema delle Autorità indipendenti.

Accertata la compatibilità fra il regolamento CONSOB n. 15086 del 2015 e l'art. 6, par. 1 CEDU, il Consiglio di Stato è passato ad esaminarne la legittimità in relazione alle disposizioni di rango costituzionale e legislativo.

Sotto il primo aspetto, il Consiglio di Stato non ha rilevato illegittimità rispetto ai precetti costituzionali. Infatti, si legge in sentenza, *«le norme della Costituzione che garantiscono il diritto di difesa e il giusto processo riguardano espressamente il giudizio cioè il procedimento in cui il giudice è chiamato ad esercitare funzioni giurisdizionali al fine di statuire su posizioni soggettive, e sono rivolte a garantire che, nel dibattito prodromico alla decisione, siano presenti tutti gli interessati, in situazione di parità e con effettiva possibilità di formulare le deduzioni difensive ritenute opportune. Il procedimento amministrativo, ancorché sia finalizzato ad un provvedimento incidente su diritti soggettivi non è assimilabile al giudizio, sicché l'assenza di una totale equiparazione del procedimento amministrativo e giusto processo non autorizza ad ipotizzare un contrasto con i principi costituzionali propri esclusivamente del giudizio (Cass. Civ., Sez. Un., 20 settembre 2009, n. 20935). La nozione di “giusto processo”, enunciata dall'art. 111, è dunque direttamente riferibile soltanto ai giudizi destinati a svolgersi dinanzi ad organi giurisdizionali [...]. Sotto il profilo costituzionale, la disciplina del procedimento amministrativo anche sanzionatorio è vincolata solo al rispetto dei più generici principi di eguale trattamento, imparzialità e buon andamento dell'amministrazione, posti dagli artt. 3 e 97 della Costituzione, nonché al generalissimo principio di legalità che è sempre sotteso all'operare della pubblica amministrazione»²⁵³.*

Per quanto riguarda la compatibilità tra il regolamento CONSOB e le disposizioni di rango primario contenute negli artt. 187-*septies* e 195 del TUF nella versione vigente all'epoca dei fatti, il Consiglio di Stato, invece, ne ha rilevato il contrasto,

²⁵³ Cfr. Cons. Stato, Sez. VI, sentenza del 26 marzo 2015, n. 1596.

ritenendo, dunque, fondato l'appello principale. Queste disposizioni stabilivano (e stabiliscono) i principi su cui fonda il procedimento sanzionatorio della CONSOB, tra cui il principio del contraddittorio e della piena conoscenza degli atti, che secondo il Collegio non risultavano rispettati dal regolamento emanato dall'autorità. Peraltro, si segnala che la CONSOB, con delibera del 19 dicembre 2013, n. 18750, ha provveduto all'emanazione di un nuovo regolamento sul procedimento sanzionatorio applicabile, ai sensi dell'art. 9 del regolamento stesso, ai procedimenti avviati successivamente alla sua entrata in vigore.

Con riferimento al principio del contraddittorio, si rileva che il legislatore non fornisce una definizione della nozione di contraddittorio di cui impone il rispetto e, infatti, le disposizioni legislative di cui sopra, nel richiamare il principio non fissano esplicitamente un livello minimo di tutela, né tantomeno l'adozione di un certo modulo procedimentale; peraltro, la nozione di contraddittorio comprende una pluralità di livelli di tutela e, pertanto, deve essere ricavata in via interpretativa, chiarendo se il contraddittorio richiamato in generale dall'art. 195 TUF e, per la specifica materia del c.d. *market abuse*, dall'art. 187-*septies* TUF, sia semplicemente il "tradizionale" contraddittorio endoprocedimentale (con finalità partecipativa e collaborativa) o se, al contrario, si tratti di un concetto più stringente di contraddittorio volto ad imporre l'introduzione di garanzie ulteriori.

Il Consiglio di Stato, nella sua opera interpretativa effettuata in sentenza ha proposto per la seconda opzione, ovvero quella secondo cui il contraddittorio richiamato per i procedimenti sanzionatori della CONSOB debba essere inteso come un contraddittorio rafforzato rispetto a quello meramente collaborativo già assicurato dalla disciplina generale del procedimento amministrativo.

Infatti, secondo i giudici amministrativi «*il procedimento amministrativo sanzionatorio viene [...] ormai per lo più ritenuto (anche a prescindere dalla sua inclusione nell'ambito della "materia penale" da parte della Corte EDU) un procedimento sui generis rispetto ai comuni procedimenti amministrativi, in quanto l'Amministrazione è chiamata non solo e non tanto a curare un interesse pubblico*

concreto, ma a punire, in nome dell'interesse generale all'osservanza delle leggi. Si ritiene, pertanto, che il procedimento sanzionatorio abbia una natura, almeno in parte, paragiurisdizionale, che richiederebbe un rafforzamento delle garanzie del contraddittorio, che dovrebbe, quindi, essere destinato ad una finalità difensiva e non solo ad esigenze partecipative e di rappresentanza degli interessi in gioco. [...] Deve rilevarsi come il regolamento CONSOB si ponga al di sotto dello standard di contraddittorio fissato dal legislatore. Non vi è dubbio, infatti, che la fase del procedimento sanzionatorio che si svolge davanti alla CONSOB presenti numerose criticità (che neanche il successivo regolamento del 2013 riesce a superare), sul piano del rispetto del c.d. fair trial. Nella fase istruttoria non viene, infatti, garantito, come anche la dottrina maggioritaria non ha mancato di rivelare, un vero e proprio diritto di difesa, con contraddittorio pieno. Dopo la contestazione dell'addebito agli interessati, un vero e proprio contraddittorio si instaura unicamente tra costoro e la Divisione competente che ha compiuto gli accertamenti sfociati nella contestazione, in modo da permettere a detta Divisione di tenere conto delle eventuali deduzioni difensive già nella relazione da trasmettere all'Ufficio sanzioni amministrative. [...] Non è previsto, però, che la proposta dell'Ufficio sanzioni amministrative sia comunicata alle controparti e che su di essa si instauri quindi alcuna forma di contraddittorio sia con l'Ufficio sanzioni prima dell'invio della relazione conclusiva, sia davanti alla Commissione. Dopo l'iniziale ridotta partecipazione, pertanto, il procedimento sanzionatorio prosegue in totale assenza di contraddittorio. [...] Questo iter procedimentale, così come disegnato dal regolamento impugnato, determina allora una violazione del contraddittorio voluto dal legislatore, dal momento che in un procedimento ispirato a tale principio il contraddittorio dovrebbe esplicarsi in ogni fase del procedimento, prima, durante e dopo il compimento dell'attività istruttoria preordinata alla decisione finale»²⁵⁴.

Tuttavia, il Consiglio di Stato, nonostante l'accertata fondatezza delle questioni prospettate dai ricorrenti, ha rigettato il ricorso, accogliendo l'appello incidentale

²⁵⁴ *Ibidem*.

condizionato avverso la sentenza del TAR Lazio con il quale la CONSOB aveva riproposto le questioni rigettate in primo grado e, segnatamente: l'eccezione di difetto di giurisdizione del giudice amministrativo, l'eccezione di inammissibilità del ricorso avverso la nota dell'Ufficio Sanzioni Amministrative della CONSOB dell'11 agosto 2014 per carenza di interesse non trattandosi atto avente natura provvedimentoale e l'eccezione di inammissibilità del ricorso avverso i regolamenti CONSOB di cui alle delibere 21 giugno 2005, n. 15086 e 19 dicembre 2013, n. 18750 per carenza di interesse.

Il Consiglio di Stato, dopo aver precisato che il *thema decidendum* del giudizio fosse il Regolamento CONSOB n. 15086/2005 — che disciplinava, *ratione temporis*, il procedimento sanzionatorio instaurato nei confronti degli originari ricorrenti —, in quanto, da una parte, il successivo regolamento del 2013 (approvato con delibera n. 18750 del 2013) non era applicabile *ratione temporis* ed esulava dal giudizio e, dall'altra, non assumeva alcun rilievo la nota della CONSOB del 2014 in quanto atto endoprocedimentale meramente ricognitivo e interlocutorio non avente carattere provvedimentoale, è entrato nel merito della questione.

L'impugnabilità da parte dei singoli delle norme regolamentari è un tema più volte affrontato dalla giurisprudenza amministrativa che ha ripetutamente affermato che il singolo, di regola, non è legittimato ad impugnare le norme regolamentari in quanto la generalità e l'astrattezza delle prescrizioni normative impedisce di ravvisare sia l'attualità della lesione sia una posizione differenziata rispetto al *quisque de populo*²⁵⁵.

Nella sentenza in esame, il Consiglio di Stato ha precisato sul punto che «*la lesione che radica l'interesse al ricorso deve, infatti, essere attuale e non può discendere da un pregiudizio allo stato meramente eventuale ed incerto. Nel caso in esame, la lesione si attualizzerà soltanto se e quando verrà eventualmente inflitta la sanzione, fonte di effetti immediatamente e direttamente lesivi.*

A differenza di quanto ritenuto dal TAR la mera pendenza del procedimento sanzionatorio non vale ad attualizzare la lesione.

²⁵⁵ Cfr. Cons. Stato, Commissione speciale, parere 14 febbraio 2013, n. 3909/11

La pendenza del procedimento sanzionatorio può forse valere a differenziare la posizione degli odierni ricorrenti rispetto al quisque de populo (determinando quindi una forma di legittimazione al ricorso), ma non consente di superare l'obiezione derivante dalla mancanza dell'altra condizione dell'azione, l'interesse al ricorso, che richiede l'attualità della lesione e, dunque, nel caso in esame, la concreta inflizione della sanzione.

Diversamente opinando, del resto, troverebbero ingresso nel processo amministrativo interessi meramente procedurali (al mero rispetto delle regole del giusto procedimento, a prescindere dall'attualità della lesione a scapito di un interesse sostanziale), il che si porrebbe in evidente contrasto con la tradizionale configurazione dell'interesse legittimo come pretesa sostanziale, il cui oggetto è costituito da reali beni della vita e non dalla mera osservanza delle regole procedurali da parte dell'Amministrazione.

Nonostante la crescente importanza assunta (sia a livello nazionale che sovranazionale) dal principio del giusto procedimento, deve, tuttavia, escludersi che la pretesa al c.d. "giusto procedimento" sia una presta giuridicamente rilevante e autonomamente azionabile in giudizio a prescindere e ancor prima dell'emanazione del provvedimento sanzionatorio.

Si deve, in altri termini, escludere che il "giusto procedimento" costituisca, di per sé un bene della vita di cui il privato può chiedere autonomamente la tutela anche autonomamente e separatamente dalla pretesa economico-patrimoniale correlata all'applicazione di sanzioni eventualmente illegittime»²⁵⁶.

Sulla base di tali motivazioni, il Consiglio di Stato ha accolto l'appello incidentale proposto dalla CONSOB e, riformando la sentenza appellata, ha dichiarato inammissibile il ricorso di primo grado.

3. I giudizi d'Appello ed i ricorsi per Cassazione

²⁵⁶ Cfr. Cons. Stato, Sez. VI, sentenza del 26 marzo 2015, n. 1596.

Avverso le delibere nn. 19358 e 19359 del 2015 con cui la CONSOB ha irrogato sanzioni pecuniarie per gli illeciti di cui agli artt. 187-*ter* e 187-*novies*, Banca Profilo s.p.a. ha proposto opposizione, a norma dell'art. 195 TUF, alla Corte d'Appello di Milano. L'opponente ha chiesto ai giudici di merito di dichiarare l'invalidità o, in ogni caso, l'annullamento delle delibere in questione e, in linea subordinata, la riduzione delle sanzioni amministrative inflitte, previa trasmissione degli atti alla Corte Costituzionale al fine di accertare l'illegittimità costituzionale dell'art. 6, comma 2, del D. Lgs. 72/2015, che ha disposto la “dequintuplicazione” del trattamento sanzionatorio amministrativo, in relazione al principio del *favor rei*, questione, peraltro, già pendente dinanzi alla Consulta in virtù del rinvio effettuato dalla Corte d'Appello di Milano con ordinanza del 19 marzo 2017, n. 87. Sempre in via subordinata, ha chiesto di qualificare come colpose le condotte — giudicate dolose — poste in essere da Riccardo Grimaldi e Matteo Ugo Michelazzi.

La Corte d'Appello di Milano ha respinto i ricorsi disattendendo le pretese del ricorrente.

Stesso esito ha avuto l'appello proposto dal *trader* Matteo Ugo Michelazzi presso la Corte d'Appello di Cagliari avverso la delibera CONSOB n. 19358 del 16.9.2015 di applicazione di sanzioni amministrative pecuniarie.

Entrambi i ricorrenti hanno, perciò, proposto ricorso per Cassazione avverso le sentenze dei giudici d'appello. La trattazione di ambedue i ricorsi, all'udienza del 21 marzo 2019, è stata rinviata in attesa della pronuncia della Corte Costituzionale sulla questione di legittimità sollevata dalla Corte d'Appello di Milano con ordinanza 19 marzo 2017 avente ad oggetto l'art. 6, comma 2, del D. Lgs. n. 72/2015.

Il ricorso di Michelazzi è stato dichiarato inammissibile perché tardivo²⁵⁷.

Diverso esito ha avuto il ricorso proposto da Banca Profilo. Invero, la Suprema Corte, ritenuta in parte infondata e in parte inammissibile l'eccezione sollevata dal ricorrente avente ad oggetto la violazione dei principi del giusto processo e del principio di imparzialità del giudice, si è soffermata sulla censura attinente alla

²⁵⁷ Cfr. Cass. civ., II sez., sent. del 27 gennaio 2020, n. 1735.

quantificazione della sanzione e alla mancata applicazione dell'art. 6, comma 3, della L. n. 72/2015, secondo cui alle sanzioni amministrative previste dal TUF non si applica l'art. 39, comma 3, della L. 262/2005, che aveva previsto la “quintuplicazione” delle sanzioni amministrative contenute nel testo unico. Infatti, all'applicazione del comma 3 dell'art. 6 del D. Lgs. n. 72/2015, ostava il disposto del comma 2 del medesimo articolo, che espressamente escludeva l'applicazione retroattiva *in mitius* delle modifiche al trattamento sanzionatorio degli illeciti. Tale ragione ostativa è stata superata dalla sentenza della Corte Costituzionale n. 63 del 2019 che ha dichiarato l'illegittimità costituzionale dell'art. 6, comma 2, del D. Lgs. 72/2015, nella parte in cui esclude l'applicazione retroattiva delle modifiche apportate dal comma 3 dello stesso art. 6²⁵⁸. In applicazione della pronuncia della Corte Costituzionale, dunque, la Corte di Cassazione, con sentenza n. 1734 del 27 gennaio 2020, ha accolto il ricorso proposto da Banca Profilo ed ha cassato la sentenza con rinvio ad altra sezione della Corte d'Appello di Milano per la rideterminazione della sanzione amministrativa pecuniaria.

A parere di chi scrive, la pronuncia della Corte Costituzionale ha risolto un'importante problematica che il legislatore aveva dapprima generato con un intervento legislativo frettoloso e scomposto e a cui, successivamente, aveva cercato di porre rimedio con il D. Lgs. 72/2015, creando una grave disparità di trattamento per identici fatti commessi in tempi diversi e, dunque, come rilevato dalla Consulta, violando l'art. 3 della Costituzione. Peraltro, oltre al tema del rispetto del principio di uguaglianza, un'altra problematica risultava di pregnante interesse. Invero, l'apparato sanzionatorio era già abbastanza gravoso nella sua versione antecedente all'entrata in vigore dell'intervento normativo del 2005, con sanzioni pecuniarie previste tra un minimo di Euro 20.000 ed un massimo di Euro 5 milioni; la cornice edittale, così come successivamente prevista dal legislatore con l'emanazione della L. 262/2005, con sanzioni quintuplicate nel minimo e nel massimo, aveva una portata di dimensioni esagerate in relazione ad alcuni illeciti minori e di scarsa offensività, che venivano

²⁵⁸ In argomento si veda cap. III, par. 1.2.

puniti, nel minimo, con una somma pari ad Euro 100.000, spesso maggiore dello stesso pregiudizio economico dipendente dall'illecito o del vantaggio conseguito. Non solo, la CONSOB ha anche la facoltà, prevista dall'art. 187-*bis*, comma 5, di triplicare l'importo delle sanzioni amministrative, il che avrebbe permesso di raggiungere un massimo edittale pari a Euro 75 milioni; alla luce di quanto appena detto, era evidente la portata spropositata di una tale sanzione che solo in casi rarissimi sarebbe stata adeguata all'illecito commesso.

E' parso opportuno, a conclusione del presente elaborato, ricostruire ed analizzare il caso Banca Profilo per la particolare rilevanza che esso presenta, poiché il suo esame in sede giurisdizionale ha dato luogo ad interessanti pronunce su alcune delle questioni più spinose riscontrabili in sede di applicazione delle norme in tema di *market abuse* - e che hanno costituito oggetto di trattazione nei capitoli precedenti- in particolare sulla problematica riguardante la compatibilità fra l'apparato sanzionatorio amministrativo previsto dal nostro ordinamento e i principi del giusto processo sanciti dall'art. 6 CEDU e sulla portata applicativa del principio del *favor rei* con riguardo alle sanzioni amministrative.

BIBLIOGRAFIA

- ALIBRANDI, *I reati societari*, Milano, 1993
- AMATI E., *Abusi di mercato e sistema penale*
- AMATO, *L'informazione finanziaria price sensitive*, Firenze, 2013
- ANNUNZIATA F., *La disciplina del mercato mobiliare*
- ANTOLISEI, *Manuale di diritto penale. Leggi complementari*
- BADANO F., *Il "whistleblowing", strumento di partecipazione civica*
- BONDI, *Problematiche dell'aggiotaggio. Questioni interpretative e necessità di riforma*, in *Studi urbinati di scienze giuridiche, politiche ed economiche*, 1999/2000
- CARMIGNANI, *Juris criminalis elementa*, 5a ed., 1834
- CIAN M., *Strumenti finanziari*, in *Treccani*, Diritto on line, 2015
- D'ALESSANDRO F., *L'aggiotaggio*
- DE AMICIS G. - GAETA P., *Il confine di sabbia: la Corte EDU ancora di fronte al divieto del ne bis in idem*, in *Cass. pen.*, 2017
- DE AMICIS G., *Ne bis in idem e "doppio binario" sanzionatorio: prime riflessioni sugli effetti della sentenza "Grande Stevens" nell'ordinamento italiano*, in *Diritto penale contemporaneo*
- DELLA BELLA A., *La direttiva europea sul whistleblowing: come cambia la tutela per chi segnala illeciti nel contesto lavorativo*, in *Sistemapenale.it*
- DI AMATO A., *Gli abusi di mercato*

- DI MARTINO, voce *Aggiotaggio bancario*, in MARINI-PATERNITI (a cura di), *Dizionario dei reati contro l'economia*, Milano, 2000
- ENC. TRECCANI, voce *Aggio*
- ESCOBEDO, *L'aggiotaggio*, in *Giust. pen.*, 1933
- FAMA E. F., Vol. 25, No. 2, *Papers and Proceedings of the Twenty-Eighth Annual Meeting of the American Finance Association New York, N.Y. December, 28-30, 1969 (May, 1970)*
- GALANTI A., *La manipolazione del mercato*, Milano, 2015
- GALLI S., *La disciplina italiana in tema di abusi di mercato*, Ipsoa, Milano, 2010
- GALLUCCIO A., *La Grande Sezione della Corte di Giustizia si pronuncia sulle attese questioni pregiudiziali in materia di ne bis in idem*, in *Diritto penale contemporaneo*, 2018
- GIAVAZZI S., *La manipolazione del mercato [dir. pen.]*, *Diritto on line*, 2019
- GIGLIO V., *La "materia penale" e il suo statuto nella giurisprudenza interna e sovranazionale*, in *Diritto penale e uomo*
- <http://www.gruppo24ore.ilsole24ore.com/it-it/governance/internal-dealing>
- <https://argomenti.ilsole24ore.com/parolechiave/abusi-mercato.html>
- https://it.wikiversity.org/wiki/Manipolazione_del_mercato
- <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/pump-and-dump136.htm>
- IADECOLA, LUONGO, *I reati societari*, Padova, 1995
- LATHAM & WATKINS, *Client Alert n. 2489*, del 19 aprile 2019

- LEMME, voce *Reati bancari*
- MANNE H. G., *Insider trading and the stock market*, Free Press, 1966
- MANZINI, *Trattato di diritto penale italiano*, VI, Torino, 1915
- MARTORANA M., *Whistleblowing, la nuova Direttiva europea e la protezione dei dati*, *Altalex.com*
- MOCCI F., *Insider trading: illecito amministrativo e retroattività della lex mitior secondo la Corte Costituzionale*, in *Dirittobancario.it*, 2019
- MUCCIARELLI F., *Gli abusi di mercato riformati e le persistenti criticità di una tormentata disciplina - Osservazioni di prima lettura sul decreto legislativo 10 agosto 2018, n. 107*, in *Diritto penale contemporaneo – Rivista Trimestrale*, 2018
- MUCCIARELLI F., *La nuova disciplina eurounitaria sul market abuse: tra obblighi di criminalizzazione e ne bis in idem*, in *Diritto Penale Contemporaneo*
- MUCCIARELLI F., *Aggiotaggio*, in *Alessandri (a cura di), Il nuovo diritto penale delle società*, Milano, 2002
- ORSI, *Aggiotaggio: tutelata solo l'economia pubblica*, in *Guida dir.*, 2002
- ORSI, *Gli "artifici" costitutivi dell'elemento oggettivo dei delitti di aggioaggio (art. 2637 c.c.) e di manipolazione del mercato (art. 185 t.u.f.)*, in *Riv. trim. dir. pen. econ.*, 2008
- PAFUNDI, *L'aggioaggio nel codice penale e nel Progetto del nuovo cod. pen.*, in *Rassegna pen.*, 1929

- PEDRAZZI, *Problemi del delitto di aggioaggio*, Milano, 1958
- PEDRAZZI, *Turbativa dei mercati*, in ID., *Diritto penale*, Vol. IV, *Scritti di diritto penale dell'economia*, Milano, 2003
- PERRONE A., *Il diritto del mercato dei capitali*, II edizione, Milano, 2018
- RAGNO M., *Gli abusi di mercato*
- RIZZOLI D., *Whistleblowing, ci vuole una direttiva europea*, <http://www.wired.it/attualita/politica/2014/06/03/whistleblowing-europa-tutele/>
- ROCCATAGLIATA L., *Doppio binario sanzionatorio: lo sconto di pena per il rito speciale rientra nel computo per la proporzionalità del trattamento punitivo complessivamente applicato*, in *Giurisprudenza penale web*, 2019
- ROCCO, *Relazione per l'approvazione del testo definitivo del Codice Penale*, Roma, 1930
- Cfr. ROCCO, *Relazione preliminare al Codice Penale*
- SANTORO, voce *Aggioaggio*, in *Enc. Treccani*, Roma, 1929
- SEMINARA S., *L'aggioaggio (art. 2637)*, in *Giarda-Seminara (a cura di), I nuovi reati societari: diritto e processo*, Padova, 2002
- SEPE G., in *Dizionario di economia e finanza*, 2012
- SGUBBI F., *Abusi di mercato* voce in *Enc, giur., Annali*, II, Tomo II, Giuffrè, Milano, 2009
- SGUBBI F., *Diritto penale del mercato finanziario*, 2013

- SIMONCINI M., *Nuovi regolatori e vecchi principi nel diritto dell'UE. Poteri e limiti delle autorità europee di vigilanza finanziaria*, 2015
- SVAMPA, *La repressione del delitto di agiotaggio dalla Rivoluzione francese alla codificazione Rocco*, in *La giustizia penale*, 1992
- TRIPODI A. F., *Commento agli artt.180-187 quaterdecies t.u.f.*, in *Le fonti del diritto italiano. Leggi penali complementari*, T. PADOVANI (a cura di), Giuffrè, 2007
- VIGANÒ F., *La Grande Camera della Corte di Strasburgo sul ne bis in idem e doppio binario sanzionatorio*, in *Diritto penale contemporaneo*, 2016
- ZAMPA, *L'art. 293 e le operazioni di borsa*, in *Suppl. riv. pen.*, X, 1902