



DIPARTIMENTO DI GIURISPRUDENZA

Cattedra di Diritto penale dell'economia

**IL DOPPIO BINARIO SANZIONATORIO IN MATERIA DI
ABUSI DI MERCATO: PROFILI DI CRITICITÀ E
PROSPETTIVE DI RIFORMA**

RELATORE

Chiar.mo Prof.

Filippo Sgubbi

CANDIDATA

Redente Cascone

Matr. 129413

CORRELATORE

Chiar.ma Prof.ssa

Maria Novella Masullo

Anno Accademico 2015/2016

INDICE

CAPITOLO I

LA DISCIPLINA DEI *MARKET ABUSE*: PROBLEMATICHE ATTUALI E PROSPETTIVE DI RIFORMA

1. Premessa: la Direttiva 2003/6/CE in un nuovo contesto di mercato.....pag.
5
2. Il bilancio dell'Europa: obiettivi disattesi ed una nuova "svolta
penalistica".....pag.
8
 - 2.1 Brevi cenni sulla nuova disciplina sostanziale: l'uso del
Regolamento come strumento giuridico per la disciplina
europea degli abusi di mercato e le sue conseguenze sul
sistema sanzionatorio.....pag.
13
3. La nozione eurocomunitaria di *market abuse*.....pag.
15
 - 3.1 Il carattere privilegiato dell'informazione.....pag.
16
 - 3.2 Uno spunto comparatistico: l'illecito penale di abuso di
informazioni privilegiate tra normativa europea e sistema
giuridico italiano.....pag.
19
 - 3.2.1 L'illecito amministrativo di abuso di informazioni
privilegiate.....pag.
22
 - 3.3 La manipolazione del mercato.....pag.
23

4.	Il recepimento della disciplina eurocomunitaria sugli abusi di mercato nell'ordinamento italiano: l'evoluzione normativa.....	pag.
	25	
4.1	Gli abusi di mercato nel TUF: brevi cenni alla fattispecie penale di <i>insider trading</i>	pag.
	30	
4.1.1	Un caso empirico quale soluzione ad una questione teorica.....	pag.
	34	
5.	Le condotte manipolative integranti l'art. 185 TUF.....	pag.
	36	
6.	I punti di contatto tra le fattispecie penali ed amministrative di <i>market abuse</i> e la nascita del "doppio binario" sanzionatorio.....	pag.
	40	
7.	Il trattamento sanzionatorio nella normativa eurounitaria al cospetto del principio di <i>ne bis in idem</i>	pag.
	46	
7.1	Paradigmi sanzionatori a confronto.....	pag.
	47	
7.1.1	I caratteri discretivi previsti dal legislatore comunitario.....	pag.
	49	
8.	Le prospettive di riforma in tema di abusi di mercato.....	pag.
	52	

CAPITOLO II

IL DOPPIO BINARIO SANZIONATORIO AL COSPETTO DEL DIVIETO DI *BIS IN IDEM*

1.	Premessa: diritto penale dell'economia e diritti umani.....	pag.
	58	

2.	Il principio del <i>ne bis in idem</i> sostanziale e processuale: fonti e coordinate spaziali alla luce della giurisprudenza eurounitaria.....	pag.
		59
2.1	Il <i>ne bis in idem</i> nello spazio giudiziario europeo.....	pag.
		62
2.2	<i>Ne bis in idem</i> “interno” e “transnazionale”: il rapporto tra l’articolo 54 della CAAS e l’articolo 50 della Carta.....	pag.
		66
2.2.1	La vicenda “ <i>Zoran Spasic</i> ” sulla vigenza della condizione di esecuzione <i>ex art. 54</i> della CAAS.....	pag.
		71
2.2.2	La questione della vigenza delle riserve di cui all’articolo 55 della CAAS.....	pag.
		76
3.	Il doppio binario sanzionatorio e il ruolo “propulsivo” della Corte europea dei diritti dell’Uomo.....	pag.
		79
4.	L’ampia nozione di “materia penale”.....	pag.
		82
4.1	I criteri riferibili alla giurisprudenza della Corte di giustizia europea: spunti problematici nel dialogo tra Corti.....	pag.
		88
5.	Il doppio binario sanzionatorio nel sistema italiano degli abusi di mercato: scelte di politica criminale e criticità.....	pag.
		96
6.	La sentenza <i>Grande Stevens e altri c. Italia</i> : pronuncia europea e riflessioni nazionali.....	pag.
		97
6.1	Il procedimento penale nel caso <i>Ifil – Exor</i>	pag.
		100

6.2	Le pronunce di merito e i loro “errori”: il necessario intervento della Corte EDU.....	pag.
	102	
6.3	Il binario amministrativo della manipolazione del mercato come “materia penale”.....	pag.
	104	
6.4	La violazione del diritto a un equo processo <i>ex</i> articolo 6 § 1 della CEDU.....	pag.
	106	
6.4.1	Il procedimento sanzionatorio della Consob in materia di <i>market abuse</i> e i principi del diritto di difesa e del giusto processo <i>ex</i> articolo 6 della CEDU.....	pag.
	109	
6.5	La violazione del diritto a non essere giudicati o puniti due volte <i>ex</i> articolo 4 del Protocollo 7 CEDU.....	pag.
	112	
7.	Il “fatto” nella prospettiva del divieto di secondo giudizio.....	pag.
	115	
7.1	Il diverso approccio di giurisprudenza e dottrina all’identità del fatto e i dubbi sulla costituzionalità dell’articolo 649 c.p.p.....	pag.
	115	
7.2	Fattispecie astratta e fatto concreto.....	pag.
	120	
8.	Le ripercussioni della sentenza <i>Grande Stevens e altri c. Italia</i> sull’ordinamento italiano.....	pag.
	122	
8.1	Le questioni di legittimità costituzionale e la via dell’articolo 117 della Costituzione.....	pag.
	124	
8.1.1	Tutte le strade percorribili dalla Consulta... portano all’inammissibilità della questione di legittimità	

	costituzionale.....	pag.
	137	
9.	Considerazioni conclusive.....	pag.
	142	

CAPITOLO III

LE PROSPETTIVE DI RIFORMA IN MATERIA DI *MARKET ABUSE*

ALLA LUCE DELL'ESIGENZA DI RAZIONALIZZAZIONE DEL

SISTEMA SANZIONATORIO

1.	Premessa: l'insuperabile contaminazione penalistica della disciplina sugli abusi di mercato.....	pag.
	148	
1.1	Le "nuove" sanzioni amministrative e i limiti all'efficacia diretta del Regolamento.....	pag.
	156	
2.	Gli abusi di mercato nella rinnovata disciplina eurounitaria e la valenza trasversale della nozione di informazione privilegiata	pag.
	160	
2.1	Informazione privilegiata e tutela penale.....	pag.
	162	
2.1.1	Brevi cenni all'ampliamento della nozione di informazione privilegiata: dall' "influenza sensibile" all' "effetto significativo sui prezzi"	pag.
	165	
2.1.2	I caratteri dell'informazione privilegiata ai sensi del Regolamento UE 596/2014.....	pag.
	168	
2.1.3	Il fenomeno del cosiddetto "processo prolungato"	pag.
	168	
2.2	La manipolazione del mercato.....	pag.
	170	

2.2.1	La disciplina regolamentare nella definizione della manipolazione del mercato.....	pag. 174
3.	Risvolti organizzativi della disciplina in materia di <i>market abuse</i>	pag. 177
4.	Il superamento del doppio binario sanzionatorio e le possibili risposte del legislatore italiano.....	pag. 181
4.1	L'atteggiamento conservatore della giurisprudenza nazionale	pag. 187
4.2	La scelta legislativa nazionale: la “non soluzione” della legge delega 9 luglio 2015 n. 114.....	pag. 198
5.	Il principio di specialità amministrativa e i suoi riflessi sul divieto di <i>bis in idem</i>	pag. 202
5.1	La concezione europea del principio di specialità: un approccio di tipo sostanzialistico.....	pag. 205
6.	Osservazioni conclusive.....	pag. 208
	BIBLIOGRAFIA.....	pag. 211

CAPITOLO I:
LA DISCIPLINA DEI MARKET ABUSE: PROBLEMATICHE
ATTUALI E PROSPETTIVE DI RIFORMA

1. Premessa: la Direttiva 2003/6/CE in un nuovo contesto di mercato

Il termine *market abuse* si riferisce a due distinte condotte illecite: l'abuso di informazioni privilegiate, conosciuto anche come *insider trading* e la manipolazione del mercato o *market manipulation*¹.

Attualmente, tali condotte trovano esplicita previsione nel decreto legislativo n. 58 del 24 febbraio 1998: Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria (TUF).

Sono, infatti, previsti agli articoli 184 e 185 del TUF due illeciti penali rispettivamente rubricati abuso di informazioni privilegiate e manipolazione del mercato e due fattispecie di illecito amministrativo, recanti lo stesso *nomen iuris*, regolati dagli articoli 187 *bis* e 187 *ter* del d.lgs 58/98.

Le norme sopracitate sono state il frutto di faticose riforme che, soprattutto a partire dagli anni novanta del secolo scorso, hanno interessato il mercato finanziario. Si è assistito, infatti, ad un'evoluzione del concetto stesso di mercato che da mero luogo di scambio di valori si è tramutato in un luogo ove si scambiano informazioni², poiché gli operatori finanziari basano le proprie scelte di mercato sulle informazioni in proprio possesso³, concludendo nel senso che il mercato

¹ Si veda F. Costantino-S. Salerno, *Le sanzioni penali ed amministrative per gli intermediari ed i mercati: insider trading e la manipolazione* in AMOROSINO S. (a cura di), *Manuale di diritto del mercato finanziario*, Giuffrè, Milano, cfr. pg. 377, i quali affermano: “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, in via diretta o indiretta, le conseguenze negative del comportamento di altri soggetti che hanno utilizzato, a vantaggio proprio o di altri, informazioni non accessibili al pubblico, oppure hanno divulgato informazioni false o ingannevoli o, ancora, manipolato il meccanismo di determinazione del prezzo degli strumenti finanziari”

² Per T. Padovani, *Diritto penale della prevenzione e mercato finanziario* in *Rivista italiana di diritto e procedura penale*, 1995, pg. 641, “il mercato finanziario è un luogo giuridico che non può esistere senza una previa regolamentazione che definisca e disciplini il suo oggetto e la sua struttura”.

³ F. Guariniello, *Gli abusi di mercato. La manipolazione di mercato: fattispecie penale ed amministrativa* in *Rivista di diritto bancario e finanziario*, 2006, pg. 1.

finanziario è importante “*non solo perché maneggia denaro, ma anche e soprattutto perché maneggia informazioni*”⁴.

L'avvertita esigenza, quindi, di tutelare il buon andamento e più in generale la sicurezza e trasparenza dei mercati finanziari, ha portato il legislatore eurounitario ad intervenire in maniera incisiva sulla disciplina dei *market abuse* con l'intenzione di porre le basi per il raggiungimento di una criminalizzazione armonizzata ed una più pregnante cooperazione giudiziaria tra gli Stati membri dell'Unione europea.

Rilevante in tal senso è stata sicuramente la Direttiva 2003/6/CE⁵, la c.d MAD I, entrata in vigore il 12 aprile 2004 e recepita dallo Stato italiano con l. 18 aprile 2005 n. 62 recante “Disposizioni per l'adempimento degli obblighi derivanti dall'appartenenza dell'Italia alle Comunità europee. Legge comunitaria 2004”.

La Direttiva, come specificato nel Considerando n. 2, mira a tutelare l'integrità del mercato, minacciato dalle condotte di *market abuse* che ledono e compromettono la fiducia del pubblico nei valori mobiliari e negli strumenti derivati e 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*”⁶.

La necessità di porre in essere una nuova regolamentazione comunitaria atta a contrastare gli incessanti fenomeni di abuso contro gli interessi finanziari dell'Unione europea fu auspicata dal Piano d'Azione per i servizi finanziari sin dal 1999 e dal Rapporto *Lamfalussy* sulla regolamentazione dei mercati europei dei valori mobiliari, che prevedeva l'introduzione di una nuova tecnica legislativa fondata su un approccio a quattro livelli : principi generali, applicabili alla materia, misure di attuazione, cooperazione ed *enforcement*, ovverosia la vigilanza sul rispetto delle norme.

La MAD I è espressione proprio di questo orientamento: presenta, infatti, una struttura che consta di una Direttiva-madre, la n. 6 del 2003 e la Direttiva

⁴ G.M. Flick, *Criminalità economica e criminalità organizzata: profili giuridici* in *Note a margine della Questione Europea, suppl. al n. 4 della Rassegna dell'Arma dei Carabinieri*, 1992, pg. 43.

⁵ “Direttiva 2003/6/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 28 gennaio 2003, relativa all'abuso di informazioni privilegiate e alla manipolazione del mercato (abusi di mercato)”.

⁶ Considerando n. 15 della Direttiva 2003/6/CE.

2003/72/CE⁷ sulle prassi di mercato ammesse che detta i principi generali ed i criteri ispiratori, nella quale viene prevista:

1) un'articolata definizione dell'abuso di informazioni privilegiate e della manipolazione del mercato basata sull'individuazione delle condotte vietate;

2) l'introduzione di sanzioni di tipo amministrativo dissuasive, efficaci e proporzionate alla gravità della violazione e agli utili realizzati;

3) l'individuazione per ciascun Stato membro di un'unica autorità amministrativa competente dotata di incisivi poteri di intervento, cui spetti la responsabilità di controllare il rispetto delle disposizioni adottate dalla stessa Direttiva;

4) una maggiore collaborazione tra le autorità di vigilanza degli Stati membri attraverso la costituzione di una rete europea di autorità competenti.

Il quadro è stato, poi, completato dalla previsione di un adeguato meccanismo sanzionatorio che rappresenta un pilastro fondamentale del *corpus* della Direttiva. Si precisa, infatti, che ogni violazione degli obblighi previsti dalla Direttiva comunitaria deve essere immediatamente segnalata e punita mediante l'adozione di sanzioni di tipo amministrativo, eventualmente complementari rispetto ad un arsenale sanzionatorio penalistico, con tutte le evidenti e pericolose ricadute in termini di violazione del *ne bis in idem*⁸.

Concludendo, non ci si può astenere dal prendere in considerazione altri provvedimenti comunitari⁹, adottati dalla Commissione di concerto con alcuni organismi sovranazionali¹⁰ che hanno completato il quadro normativo di riferimento delineato dalla MAD I e hanno introdotto nella disciplina della lotta agli

⁷ “Direttiva 2003/72/CE del Consiglio del 22 luglio 2003 che completa lo statuto della società cooperativa europea per quanto riguarda il coinvolgimento dei lavoratori”.

⁸ L'art. 14.1 della MAD I dispone che “Fatto salvo il diritto degli Stati membri di imporre sanzioni penali, gli Stati membri sono tenuti a garantire, conformemente al loro ordinamento nazionale, che possano essere adottate le opportune misure amministrative o irrogate le opportune sanzioni amministrative a carico delle persone responsabili del mancato rispetto delle disposizioni adottate in attuazione della presente direttiva. Gli Stati membri sono tenuti a garantire che tali misure siano efficaci, proporzionate e dissuasive”.

⁹ In particolare le tre Direttive 2003/124/CE 2003/125/CE 2004/72/CE ed il Regolamento CE 2273/2003.

¹⁰ Si fa riferimento al Comitato europeo dei valori mobiliari (*European Securities Committee, ESC*) e al Comitato delle autorità europee di regolamentazione dei valori mobiliari (*Committee of European Securities Regulators, CESR*).

abusi di mercato un connotato di tecnicismo necessario per rendere il sistema più efficace ed efficiente.

2. Il bilancio dell'Europa: obiettivi disattesi ed una nuova “svolta penalistica”

A seguito degli sforzi normativi posti in essere dal legislatore eurounitario, non si può certo negare che le aspettative degli operatori e degli interpreti del diritto fossero alte, considerate le svariate e crescenti problematiche legate all'esegesi ed all'applicazione dell'intricato *corpus* “multidimensionale” vigente¹¹.

Tali speranze sono state, però, in parte disattese visto che la disciplina degli abusi di mercato si presenta tuttora poco agevole per l'interprete e, talvolta, la sua applicazione si rivela essere ricca di insidie.

Un' importante problematica che viene in rilievo attiene alla necessità di verificare le modalità di recepimento e attuazione in concreto della MAD I da parte degli Stati membri, anche in ragione della significativa e forse eccessiva discrezionalità riconosciuta a questi ultimi sulla scelta del sistema punitivo da introdurre in ossequio alla disciplina comunitaria. Muovendosi in questo contesto, si deve fare riferimento all'operato di alcuni degli organismi sovranazionali già precedentemente citati, quali il c.d CESR che, nell'ambito della suindicata procedura “*Lamfalussy*” (dal nome del presidente del Comitato di saggi sulla regolamentazione dei mercati europei dei valori mobiliari che l'aveva ideata), forniva pareri su taluni provvedimenti che la Commissione avrebbe emanato in attuazione di norme generali. La funzione di tale comitato si estendeva, inoltre, fino a contribuire all' applicazione uniforme delle normative di rango primario, attraverso atti non vincolanti, così da consentire agli Stati membri di rispettare le prescrizioni comunitarie, rendendo il sistema più effettivo e cogente. Il legislatore eurounitario, anche grazie ad interventi di tipo tecnico operanti su più livelli, cominciò, quindi, a prendere coscienza della frammentarietà ed eterogeneità degli apparati sanzionatori degli Stati membri dell'Unione e del fatto che, dopo il

¹¹ A. Laudonio, *Informazioni privilegiate: nuove istruzioni per l'(ab)uso in Legislazione penale*, 2016, pg. 3.

recepimento della Direttiva 2003/6/CE la tanto auspicata criminalizzazione armonizzata aveva lasciato il posto a regimi punitivi tra loro disomogenei e tendenzialmente inefficaci, terreno fertile per il proliferare dei cosiddetti fenomeni di “*forum shopping*”¹².

Con riferimento all’eterogeneità degli arsenali sanzionatori, un gruppo di esperti istituito nel 2008 con il compito di valutare l’efficacia dei sistemi normativi nazionali in tema di *market abuse* e di formulare un parere sul futuro della regolamentazione e della vigilanza europee in materia finanziaria, condensò le proprie considerazioni nel c.d. “*Report de Larosière*” nel quale si affermava che: “*le istituzioni europee dovrebbero inoltre avviare un processo in grado di dar vita a sistemi sanzionatori più uniformi all’interno del mercato unico. L’attività di vigilanza non può risultare efficace se esistono sistemi sanzionatori deboli e notevolmente variabili (...)*”.¹³

Alla luce di tali, scoraggianti, dati si rendeva necessario un intervento complesso da parte del legislatore eurounitario, finalizzato a dispiegare tanto strumenti di armonizzazione minima quanto strumenti dotati di immediata prescrittività per gli Stati membri¹⁴.

Nel quadro appena delineato si inserisce il duplice sforzo normativo dell’organo legislativo comunitario: si fa riferimento al Regolamento UE 596/2014, c.d. MAR¹⁵ che, a partire dal 3 luglio 2016, si presenta obbligatorio in tutti i suoi elementi e direttamente applicabile in ciascuno Stato membro e abroga la Direttiva 2003/6/CE ed alla Direttiva 2014/57/UE, c.d. MAD II¹⁶ che entrerà in vigore a partire dalla stessa data, che coincide con l’abrogazione della MAD I. I due provvedimenti che, dal punto di vista giuridico-operativo sono dotati di forza vincolante diversamente modulata, sono espressione della volontà del legislatore

¹² Il “*forum-shopping*” è una nozione propria del diritto internazionale privato. La persona che intenta un’azione in giudizio può essere tentata di scegliere l’organo giudiziario in funzione della legge che verrà applicata qualora questa sia più favorevole.

¹³ Il testo integrale del *Report* può essere consultato in www.esrb.europa.eu.

¹⁴ L. Baron, *UE e market abuse: si inaugura la via della criminalizzazione armonizzata in Filodiritto*, 2015, pg. 1.

¹⁵ “Regolamento (UE) n. 596/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 16 aprile 2014, relativo agli abusi di mercato (regolamento sugli abusi di mercato) e che abroga la direttiva 2003/6/CE del Parlamento europeo e del Consiglio e le direttive 2003/124/CE, 2003/125/CE e 2004/72/CE della Commissione”.

¹⁶ “Direttiva 2014/57/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 16 aprile 2014, relativa alle sanzioni penali in caso di abusi di mercato (direttiva abusi di mercato)”.

europeo di sdoppiare le fonti. Si introduce, infatti, da un lato un regolamento che detta una disciplina uniforme e norme direttamente applicabili così da superare le differenze tra i vari regimi nazionali mediante l'utilizzo di sanzioni amministrative e dall'altro una direttiva che, come si evince dalla rubrica, fissa gli obiettivi minimi di tutela che gli Stati membri devono perseguire utilizzando sanzioni penali. Tali finalità, esplicitate più volte nei *considerata*¹⁷, pongono interessanti implicazioni, per quello che interessa in questa sede, rispetto alla nozione di "*matière pénale*" che è cruciale per l'osservanza del divieto di *bis in idem* e ancor più per delimitare i confini dell'intervento dell'UE in ambito penalistico, nel sistema istituzionale successivo al Trattato di Lisbona¹⁸.

Si precisa, tuttavia, che MAR e MAD II non devono essere considerati atti normativi completamente indipendenti tra di loro bensì, in un'ottica di tipo sistematico, si deve osservare che il regolamento e la direttiva si integrano reciprocamente e delineano un articolato reticolo repressivo, di stampo sia amministrativo che penale. La riforma dei *market abuse* si presenta, quindi, fortemente innovativa in vari campi, prevedendo, ad esempio, l'espansione dell'ambito applicativo della disciplina a mercati prima non inclusi quali i sistemi multilaterali di negoziazione¹⁹, l'imposizione agli Stati membri dell'obbligo di realizzare forme di tutela e di incentivazione delle segnalazioni delle violazioni e l'intensificazione degli obblighi di cooperazione internazionale. Al di là di ciò, è pacifico ritenere che l'attenzione del legislatore eurounitario si sia focalizzata soprattutto su una dettagliata regolamentazione dell'apparato sanzionatorio. L'ampia gamma di sanzioni amministrative viene accompagnata da un'inversione dell'opzione punitiva che privilegia la sanzione penale e ne sancisce anzi in alcuni

¹⁷ Si vedano al riguardo il Considerando n. 5 MAR ove si chiarisce che uno dei fini perseguiti dal Regolamento è quello di fornire "*un'interpretazione più uniforme del quadro dell'Unione in materia di abusi di mercato, definendo in modo più chiaro le regole applicabili in tutti gli Stati membri*" e il Considerando n. 6 MAD II in virtù del quale è "*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 (...)*".

¹⁸ La MAD II rappresenta il primo provvedimento normativo, infatti, ad essere adottato ai sensi dell'articolo 83.1 TFUE in virtù del quale l'Unione può, mediante Direttive, dettare "*norme minime relative alla definizione dei reati e delle sanzioni in sfere di criminalità particolarmente grave che presentano una dimensione transnazionale derivante dal carattere o dalle implicazioni di tali reati o da una particolare necessità di combatterli su basi comuni*".

¹⁹ Per sistema multilaterale di negoziazione si deve intendere un: "*sistema di contrattazione privato che offre la possibilità di negoziare strumenti finanziari quotati presso una Borsa, senza compiti regolamentari di ammissione e informativa*".

casi l'obbligatorietà e l'esclusività, contrariamente a quanto avveniva nella MAD I²⁰. Il Considerando n. 5 della Direttiva 2014/57/UE rileva, infatti, 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 gli abusi di mercato*" evidenziando così un *favor* rispetto all'utilizzo dell'opzione punitiva di tipo penalistico. Al cospetto di gravi e diffusi comportamenti riconducibili alla generale categoria degli abusi di mercato e dei danni che ne possano derivare, il legislatore eurounitario fa affidamento sull'effetto dissuasivo e fortemente stigmatizzante dello *ius terribile* che è in grado di dimostrare "*una forma più forte di disapprovazione sociale rispetto alle sanzioni amministrative*"²¹. Emerge, quindi, una prospettiva totalmente rovesciata rispetto al passato: mentre la Direttiva 2003/6/CE rispecchiava la *voluntas legis* di reprimere le condotte di *market abuse* mediante misure di tipo amministrativo e lasciare ampia discrezionalità agli stati in ordine alla previsione di sanzioni criminali, la MAD II al Considerando n. 8 prevede l'adozione di queste ultime come essenziale, almeno nelle ipotesi più gravi di abusi di mercato²², per garantire l'attuazione efficace della politica dell'Unione in materia. Il quadro normativo viene poi arricchito dalla previsione di cui al Considerando n. 72 della stessa Direttiva che prevede la facoltà per i legislatori nazionali di adottare altresì sanzioni amministrative per le stesse infrazioni. Nell'intento del legislatore comunitario si realizza, per tale via, un meccanismo sanzionatorio dotato di una forte ed effettiva capacità dissuasiva, il cui funzionamento richiede però un accorgimento ulteriore, in punto al rapporto sanzioni penali-sanzioni amministrative e rispetto del principio del *ne bis in idem*²³. In conclusione, nonostante non si possano negare le importanti ed eterogenee novità introdotte dalla riforma sugli abusi di mercato, si deve prendere in considerazione ciò che è stato autorevolmente avvertito come una preoccupante sensazione legata al fatto che a distanza di quasi trent'anni dall'adozione del primo atto comunitario

²⁰ A. Laudonio, *Informazioni Privilegiate* cit., pg. 5.

²¹ Considerando n. 6 della MAD II.

²² Si veda al riguardo il Considerando n. 10 della MAD II, che impone agli Stati membri "*di considerare come reati almeno i casi gravi di abuso di informazioni privilegiate, di manipolazione del mercato e di comunicazione illecita di informazioni privilegiate*", disposizione che contempla anche la differenziazione secondo il canone della gravità delle condotte da sottoporre alle diverse tipologie di sanzione.

²³ L. Baron, *UE e market abuse* cit., pg. 2.

in materia di *market abuse*²⁴ l'approccio ideologico non sia mutato ma anzi abbia mascherato una notevole regressione rispetto a certi equilibri raggiunti con la MAD I. Preliminarmente si deve fare riferimento ad un Autore²⁵ che, nell'analizzare l'evoluzione normativa europea con riguardo alla tutela del mercato finanziario sottolinea come essa sia indispensabile “*sia per la legittimazione del progetto europeo, sia per la prosecuzione della costruzione europea*”, concludendo nel senso che “*il mercato sia un interesse coesenziale alle finalità politiche ultime dell'Unione europea*”. Ciò è espressione del già noto rapporto biunivoco che sussiste tra diritto e mercato europei, nella misura in cui il diritto crea il mercato e l'esistenza e l'integrità di quest'ultimo, di per sé assunta a bene giuridico, giustifica l'emanazione di sanzioni a suo presidio. L'interprete, infatti, accostandosi alla disanima della disciplina sugli abusi di mercato, può osservare senza particolari difficoltà quanto questa sia stata sempre ispirata da una sorta di “intento promozionale” nel salvaguardare il buon funzionamento del mercato, la sua efficienza o la fiducia riposta in esso dagli investitori che dal punto di vista giuridico potrebbero essere considerate delle mere clausole di tipo programmatico, con il fuorviante risultato di poter confondere il bene tutelato dalla norma con la finalità della sua protezione. L'Autore, anzi, osserva quanto l’*“identità tecnocratico-economica”*²⁶ viva e centrale nell'attività normativa europea abbia accentuato la valenza di tali clausole che sono state reiteratamente utilizzate dal legislatore eurounitario per legittimare riforme della disciplina degli abusi di mercato, affatto in sintonia tra di loro ma, piuttosto, profondamente diverse.

Appare, quindi, criticabile la scelta di un sistema ideologicamente obsoleto posto a presidio di un mercato che necessariamente non può esserlo a causa del ruolo centrale che ricopre nell'architettura del sistema UE.

²⁴ Si fa riferimento alla “Direttiva 89/592/CEE del Consiglio, del 13 novembre 1989, sul coordinamento delle normative concernenti le operazioni effettuate da persone in possesso di informazioni privilegiate (insider trading)” che impegnava gli Stati membri a sanzionare efficacemente le condotte di insider trading.

²⁵ Si veda F. Consulich, *La giustizia e il mercato. Miti e realtà di una tutela penale dell'investimento mobiliare*, Giuffrè, 2010, pp. 160 ss.

²⁶ F. Consulich, *La giustizia e il mercato* cit., pg. 178.

2.1 Brevi cenni sulla nuova disciplina sostanziale: l'uso del Regolamento come strumento giuridico per la disciplina europea degli abusi di mercato e le sue conseguenze sul sistema sanzionatorio

Merita di essere evidenziata la scelta innovativa del legislatore eurounitario di fare ricorso, sotto il profilo più squisitamente tecnico, al particolare strumento del regolamento. Il Considerando n. 17 della Direttiva 2014/57/UE, infatti, precisa che l'applicazione della stessa debba avvenire all'interno del quadro normativo delineato dal Regolamento UE 596/2014. La differenza rispetto al passato ha notevoli risvolti soprattutto sul piano pratico: mentre le direttive, infatti, necessitano di provvedimenti nazionali di recepimento, il regolamento ha la caratteristica di essere *self-executing*, vale a dire, è suscettibile di dettare norme immediatamente applicabili all'interno degli ordinamenti giuridici degli Stati membri per favorire l'uniformità normativa tra questi²⁷. L'intenzione del legislatore comunitario è quello di porre limiti più significativi alla discrezionalità degli Stati in ordine alle misure da adottare, in chiara controtendenza rispetto al sistema delineato dalla MAD I. Il testo normativo si presenta decisamente articolato, abbracciando uno stile ampiamente definitorio, tipico della tecnica legislativa eurounitaria. In particolare, dopo aver individuato l'oggetto del testo normativo²⁸ e l'ambito di applicazione della normativa medesima²⁹, il Regolamento dedica l'intero articolo 7 alla definizione di "informazioni privilegiate"³⁰, uno dei perni centrali della disciplina. Un cenno merita poi la delimitazione delle condotte rilevanti alla stregua del divieto di abuso di informazioni privilegiate e comunicazione illecita di informazioni privilegiate e del divieto di manipolazione del mercato. Nel perimetrare l'area di illiceità delle condotte in materia di *market abuse* il legislatore sembra aver rispettato il rapporto regola-eccezione: vengono considerate irrilevanti, infatti,

²⁷ Sull'argomento si veda E. Amati, *Abusi di mercato e sistema penale*, Giappichelli, 2012, pg. 56, secondo il quale si è cercato, mediante l'utilizzo del regolamento di "limitare il fenomeno del ritardo nell'emanazione delle leggi di recepimento", fenomeno che interessa vari Stati membri, tra cui l'Italia.

²⁸ Articolo 1 Regolamento UE 596/2014.

²⁹ Articolo 2 Reg. cit.

³⁰ Ai sensi dell'articolo 7 del MAR è privilegiata quell'informazione: "avente 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 derivati collegati".

talune condotte che astrattamente configurerebbero delle ipotesi di abuso di mercato poiché perseguono alcune tra le finalità previste dal Regolamento. Precisando che il MAR ridefinisce lo strumentario sanzionatorio di tipo amministrativo³¹ questo ha, allo stesso tempo, circoscritto le finalità della Direttiva 2014/57/CE che va a delineare la disciplina penalistica da adottare nelle ipotesi più gravi di *market abuse* all'interno dello scheletro normativo introdotto dal Regolamento. L'armonizzazione e l'uniformità normativa tra gli Stati membri, deve assumere, quindi, la necessaria declinazione di armonizzazione ed uniformità sanzionatoria. Operazione non facile ma fortemente auspicata soprattutto a seguito di alcuni famosi scandali finanziari che hanno minato, oltre l'integrità del mercato unico anche la fiducia degli operatori economici in quest'ultimo. Si fa riferimento, a titolo esemplificativo, allo scandalo che ha coinvolto la banca *Barclays Bank PLC* nel caso *Libor-Euribor*³² sulla manipolazione del Tasso Interbancario su Londra e del Tasso Interbancario di Offerta per aumentare i profitti delle banche nell'ambito di operazioni di prestiti interbancari. Le varie banche coinvolte, furono sottoposte a più indagini da parte di varie istituzioni finanziarie e private di diversi paesi sia appartenenti che non all'Unione europea al termine delle quali furono irrogate sanzioni pecuniarie che si affiancarono le une alle altre in un unico contesto punitivo di tipo cumulativo. Da ciò si deduce che anche nei settori chiave del mercato interno, l'attivazione delle indagini e l'applicazione delle sanzioni rimaneva esclusivamente nelle mani degli Stati membri rendendo di fatto inefficace l'operato del legislatore comunitario. La tanto attesa riforma degli abusi di mercato, perciò, sembra essersi diretta verso il raggiungimento di un sistema sanzionatorio (forse) unitario.

3. La nozione eurocomunitaria di *market abuse*

³¹ Sull'argomento C. Brusegan, *Nuove frontiere in materia di insider trading: verso una regolamentazione europea omogenea?* in *Archivio penale*, 2015, pg. 6, secondo la quale: "la Direttiva va ad implementare il settore penale, rimanendo il profilo amministrativo di competenza del Regolamento. I due provvedimenti, quindi, vanno a riacciarsi tra loro, elemento che ne impone una lettura combinata".

³² Si veda M.J.J.P Luchtman-J.A.E. Vervaele, *Tutela degli abusi di mercato: verso un modello integrato di applicazione del diritto penale ed amministrativo nell' UE?*, in *Rivista trimestrale di diritto penale dell'economia*, 2014, pp. 677-710.

Così delineato il quadro normativo di riferimento si può passare ad approfondire il profilo tecnico-operativo della disciplina degli abusi di mercato con particolare riferimento alla nozione di *insider trading* e *market manipulation* previste dai provvedimenti comunitari di cui si è parlato.

Se si prendono le mosse dalla condotta di abuso di informazioni privilegiate si deve osservare che tale fenomeno, di connotazione prevalentemente economica, ha avuto origine negli Stati Uniti e, con grande ritardo, ha trovato spazio nelle legislazioni degli Stati membri col recepimento della Direttiva 89/592/CEE.

Volendo fornire una definizione, secondo quanto oramai assodato nella maggior parte delle legislazioni nazionali in sede di recepimento dei provvedimenti comunitari l'*insider trading* viene definito come utilizzazione di informazioni chiave prima che esse divengano di pubblico dominio a scopo di lucro, sfruttando la quale si acquisisce o cede, per conto proprio o per conto terzi, direttamente o indirettamente gli strumenti finanziari cui questa informazione si riferisce, anticipando le reazioni che si verificherebbero sul mercato finanziario se la notizia fosse resa nota in quel momento e ottenendo profitti indebiti a scapito degli investitori inconsapevoli. Tale forma di abuso si fonda quindi su una situazione di “dominio” dell’informazione che viene sfruttata, quindi, a vantaggio di colui che la possiede compiendo operazioni di pura speculazione per il tramite di soggetti preposti all’opera di intermediazione finanziaria³³. In aggiunta si considerano fattispecie rilevanti altresì la comunicazione a terzi di tali informazioni in assenza di giustificato motivo (c.d. *tipping*) e la raccomandazione a terzi di porre in essere tali operazioni, senza rivelare loro le informazioni privilegiate possedute (c.d. *tuyautage*).

Il soggetto attivo del reato, approfittando dello scarto temporale rispetto alla divulgazione delle notizie, viene denominato *insider* e può essere un membro di organi di amministrazione, di direzione e controllo dell’emittente o di società quotate, oppure un partecipante al capitale. Ciò giustifica il suo bagaglio conoscitivo privilegiato ma egli può anche semplicemente svolgere attività

³³ Si veda C. Ricci, *Insider trading: abuso di informazioni privilegiate* in F. Iudica (a cura di), *Manuale del mercato mobiliare*, Giappichelli, 2012, pg. 346.

professionale ed entrare in possesso di informazioni rilevanti in virtù del proprio lavoro, fino ad arrivare ai criminali che accedono a tali privilegi in virtù di crimini commessi o delle attività prodromiche a questi.

A prescindere da una nozione empirica di abuso di informazioni privilegiate, è necessario segnalare un dibattito che ha interessato sia economisti che giuristi sulla scelta di regolare normativamente le condotte di *insider trading*. La dottrina giuridica, infatti, era orientata in modo pressoché unanime verso l'opzione di disciplinare la materia di cui stiamo discutendo con delle norme *ad hoc* onde tutelare i principi di del “*market egalitarianism*” e dell’ “*equal access*” intesi come effettiva eguaglianza delle conoscenze all'interno del mercato e delle possibilità di accesso allo stesso. Al contrario, le opinioni degli economisti riguardo l'introduzione di una normativa “*anti-insider trading*” erano molteplici e spesso in contrasto col pensiero giurisprudenziale, visto che si sosteneva che addirittura pratiche del genere potessero giovare al mercato³⁴ pur condividendo con la dimensione giuridica la volontà di “livellare” le posizioni di partenza degli investitori.

Nonostante sembri che la questione si sia risolta in termini favorevoli per la dottrina giuridica, altrimenti non avrebbero avuto in passato né tantomeno avrebbero attualmente senso tanti e vari provvedimenti per disciplinare la materia, non resta che focalizzare la nostra attenzione su ciò che contraddistingue la condotta abusiva finora menzionata, ossia l'informazione privilegiata e le sue tante sfaccettature.

3.1 Il carattere privilegiato dell'informazione

Per comprendere fino in fondo la disciplina dell'*insider trading* è necessario approfondire cosa s'intenda per informazione privilegiata.

Il legislatore eurounitario del 2003 dedica il combinato disposto tra il Considerando n. 16 e il primo comma dell'articolo 1 della MAD I a tale nozione. Alla luce di tali disposizioni per informazione privilegiata s'intende:

³⁴ Si fa riferimento a H. Manne che sosteneva già negli anni '60 che l'attività degli *insider* non fosse dannosa “*al massimo poteva rivelarsi pericolosa per banche d'affari e investitori professionali, non certo per le imprese*”.

“un'informazione che ha un carattere preciso, che non è stata resa pubblica e che concerne, direttamente o indirettamente, uno o più emittenti di strumenti finanziari o uno o più strumenti finanziari, che, se resa pubblica, potrebbe influire in modo sensibile sui prezzi di tali strumenti finanziari ovvero sui prezzi di strumenti finanziari derivati connessi”.

L'*inside information* così delineata non si discosta dalla nozione data dalla Direttiva 89/592/CEE ma ne estende l'ambito di applicazione³⁵ e, d'altra parte, guardando ai provvedimenti comunitari successivi, il MAR che entrerà in vigore a partire dal luglio 2016 riprende pedissequamente gli elementi indicati nel 2003, ampliando ancora una volta il raggio d'azione della regolamentazione europea, estendendo la tutela, ad esempio, ai già citati sistemi multilaterali di negoziazione cosicché si possa avere una selezione tra le informazioni realmente rilevanti per le scelte degli investitori³⁶.

Considerando gli elementi costitutivi dell'informazione privilegiata, quindi, si osserva come si sia in presenza del classico esempio di definizione dinamica³⁷ che pacificamente rappresenta una pietra miliare dell'intera disciplina degli abusi di mercato, dato il suo carattere pressoché immutato a fronte dell'evoluzione normativa.

Le caratteristiche fondamentali di tale tipo di informazione sono essenzialmente tre: la precisione, la non pubblicità e l'idoneità ad influire sensibilmente sui prezzi degli strumenti finanziari, la cosiddetta *price sensitivity*.

Prendendo le mosse dalla prima di queste, perché l'informazione sia precisa deve riferirsi ad un complesso di circostanze esistente o che si possa ragionevolmente prevedere che verrà ad esistenza o ad un evento verificatosi o che si possa ragionevolmente prevedere che si verificherà³⁸.

³⁵ Poiché non si fa più riferimento al termine “valori mobiliari” bensì agli “strumenti finanziari”.

³⁶ Cfr. S. Seminara, *Informazione finanziaria e diritto penale (Disclose or abstain? La nozione di informazione privilegiata tra obblighi di comunicazione al pubblico e divieti di insider trading: riflessioni sulla determinatezza delle fattispecie sanzionatorie)* in C. Beria di Argentine (a cura di), *Impresa e giustizia penale: tra passato e futuro*, Giuffrè, 2012, pg. 235.

³⁷ F. Gianni, *Market abuse: l'informazione privilegiata e il mercato in Relazione al Convegno Synergia Formazione “Market Abuse”*, 2009, pg. 20, secondo cui: “la definizione di informazione privilegiata è una definizione dinamica che va valutata caso per caso nella sua idoneità a influenzare il prezzo del titolo”.

³⁸ F. Sgubbi-D. Fondaroli-A.F. Tripodi, *Diritto penale del mercato finanziario*, Cedam, 2013, pp. 7-22.

Il connotato fattuale non è sufficiente, però, per esaurire il carattere della precisione: è necessario, infatti, che l'informazione sia sufficientemente specifica di modo che si possano trarre conclusioni sul possibile effetto dell'evento in questione sui prezzi degli strumenti finanziari o di derivati connessi. Tale indice discrezionale consente di poter escludere dal novero delle informazioni privilegiate le notizie vaghe e prive di oggettivo fondamento, le cosiddette voci di mercato ma anche le previsioni e le mere speculazioni relative a circostanze o eventi che non siano ragionevolmente prevedibili.

Il secondo carattere che viene in rilievo è quello della non pubblicità. Il tipo di informazione di cui si discute non è di pubblico dominio³⁹ e pertanto non è conosciuta al mercato. Rispetto a questa caratteristica è opportuno richiamare l'atteggiamento piuttosto rigido del legislatore eurounitario. Non è, infatti, più sufficiente, affinché un'informazione sia utilizzabile dagli *insider*, che sia stata in qualche modo divulgata ma è necessario che il pubblico ne abbia concreta disponibilità⁴⁰ e ciò di fatto esclude la diffusione dei *rumor* che spesso precedono la diffusione della notizia.

In conclusione, l'ultimo requisito che viene in rilievo è quello della *price sensitivity*. La portata applicativa di tale connotato si può ricavare dal dettato normativo della Direttiva 2003/124/CE recante "Modalità di esecuzione della Direttiva 2003/6/CE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda la definizione e la comunicazione al pubblico delle informazioni privilegiate e la definizione di manipolazione del mercato" che ha stabilito: "*Per informazione [...] che, se resa pubblica, potrebbe influire in modo sensibile sui prezzi di tali strumenti finanziari ovvero sui prezzi di strumenti finanziari derivati connessi si intende un'informazione che presumibilmente un investitore ragionevole utilizzerebbe come uno degli elementi su cui fondare le proprie decisioni di investimento*".

Lungi da chi scrive l'intenzione di analizzare l'intricato tema dell'indeterminatezza insita nel concetto di investitore ragionevole, posta la

³⁹ E' necessario precisare, però, che, come osservato da C. Ricci, *Insider trading* cit. pg. 351: "*si tratta comunque di notizie, prima o dopo, destinate ad essere rese disponibili al pubblico*".

⁴⁰ In tal senso F. Sgubbi, *Diritto penale* cit., pg. 16 che sostiene: "*(...) la caduta del privilegio non consegue al dato dell'effettiva conoscenza della medesima da parte del pubblico né a quello della sua pubblicazione tout court, bensì all'adozione di forme di pubblicità tali da renderla in concreto accessibile al pubblico*".

fragilità dell'assunto secondo cui i comportamenti finanziari siano connotati da razionalità ed individuato il criterio del privilegio dell'informazione rilevante ai nostri fini, si deve tenere a mente che, secondo le direttrici del legislatore eurounitario, le condotte di abuso di informazioni privilegiate possono avere rilevanza sia sul piano penalistico che amministrativo con indubbe implicazioni in punto di trattamento sanzionatorio.

3.2 Uno spunto comparatistico: l'illecito penale di abuso di informazioni privilegiate tra normativa europea e sistema giuridico italiano

La Direttiva 2014/57/UE descrive in maniera molto essenziale il reato di abuso di informazioni privilegiate con l'intenzione di individuare le regole minime per delineare l'ipotesi criminosa. L'articolo 3 prescrive che gli Stati membri hanno il compito di reprimere penalmente due tipologie di condotte: "*nei casi gravi*" e qualora connotate dall'elemento soggettivo del dolo. Prima di ricostruire la fattispecie analiticamente è importante precisare che la Direttiva, oltre a delineare l'illecito penale in sé, all'articolo 6 sancisce la rilevanza penale altresì delle condotte di istigazione, favoreggiamento, complicità e il tentativo di commettere il reato delineato dall'articolo 3. Scelta piuttosto discutibile se si pensa alla sua applicazione nell'ordinamento giuridico italiano. Nel nostro sistema il tentativo è ammesso con riferimento ad entrambi gli illeciti di abuso di informazioni privilegiate, sia in sede amministrativa che penale. Con particolare riferimento a quest'ultima, in virtù del combinato disposto degli articoli 56 c.p.⁴¹ e 184 del TUF si prevede già la repressione del tentativo di *insider trading* anche se il legislatore eurounitario sembra voler configurare un'ipotesi autonoma di reato ponendo, quindi, la questione circa un prospettabile intervento del nostro legislatore. Ciò potrebbe essere concluso *a fortiori* per le ipotesi di complicità e favoreggiamento se si tengono a mente due norme già presenti nel nostro sistema penale. Basti pensare alla possibilità di ricorrere alle norme sul concorso di persone nel reato,

⁴¹ Ai sensi dell'articolo 56.1 c.p: "*1. Chi compie atti idonei, diretti in modo non equivoco a commettere un delitto, risponde di delitto tentato, se l'azione non si compie o l'evento non si verifica*".

disciplinato dagli articoli 110 e ss. c.p.⁴² e il favoreggiamento personale previsto dall'articolo 378 c.p che punisce il contributo di taluno al delitto altrui.

In aggiunta, si deve considerare ciò che è stato osservato da autorevole dottrina⁴³ ovvero che in relazione all'istigazione, invece, sarà necessario *“introdurre una specifica ipotesi di reato, stante (...) la non punibilità, in termini generali, della mera istigazione, ex articolo 115 c.p”*.

Tornando alla disanima dell'articolo 3 della MAD II, al terzo comma sono elencati i soggetti attivi del reato. L'area soggettiva dell'applicabilità della norma è un concetto fondamentale per comprendere fino in fondo lo sviluppo normativo della disciplina sugli abusi di mercato a cavallo tra innovazione e continuità.

Si è già detto, infatti di come il legislatore europeo sembri qui ricalcare l'impostazione già prevista nella MAD I alla stregua della quale dietro una condotta potenzialmente posta in essere da “chiunque”, si celava un comportamento qualificato da un nesso funzionale e pertinenziale tra il soggetto agente e il possesso dell'informazione privilegiata⁴⁴. Al contempo, però, introduce un elemento innovativo: il terzo comma, secondo paragrafo prevede una clausola di apertura nella quale potrebbero rientrare anche coloro che apprendano l'informazione privilegiata in via mediata mediante comunicazione da colui che venga a conoscenza della stessa a titolo originario ovvero tramite altri mezzi di acquisizione passiva o casuale, soggetti che nel nostro ordinamento vengono qualificati come *insiders* secondari. Si prescrive infatti che l'articolo 3 si applica anche a coloro che abbiano *“ottenuto informazioni privilegiate anche in circostanze diverse da quelle elencate al primo comma”* e siano *“a conoscenza del carattere privilegiato di tali informazioni”*. Nella nozione di “circostanze diverse” ben potrebbe quindi rientrare la posizione degli *insiders* secondari. Questa è una disposizione particolarmente significativa se, ancora una volta, si pone in essere un confronto con la disciplina italiana. In sede di recepimento della MAD I, il nostro legislatore aveva espunto dai

⁴² L'articolo 110 c.p così recita: *“Quando più persone concorrono nel medesimo reato, ciascuna di esse soggiace alla pena per questo stabilita, salve le disposizioni degli articoli seguenti”*.

⁴³ Si fa riferimento a E. Amati, *Abusi di mercato e sistema penale* cit., pg. 431.

⁴⁴ Sul punto si veda F. Sgubbi-D. Fondaroli-A.F. Tripodi, *Diritto penale* cit., pg. 37 dove, con riferimento all'articolo 184 TUF si osserva che: *“I soggetti attivi del reato sono individuati dal legame tra l'acquisizione dell'informazione privilegiata e la qualifica ricoperta o l'attività svolta. La legge richiede che l'apprendimento dell'informazione si sia realizzato <<in ragione>> della qualità rivestita o dell'attività svolta dall'agente (...)”*.

possibili colpevoli del reato di abuso di informazioni privilegiate gli *insiders* secondari. Pertanto se si ipotizzasse un'integrale trasposizione del dettato europeo nel sistema giuridico nazionale, si avrebbe un'impostazione in virtù della quale il giudice sarebbe costretto ad applicare la sanzione penale anche nei confronti di un soggetto che, evidentemente, pone in essere una condotta sicuramente meno rilevante dal punto di vista del principio di necessaria offensività, andando a violare il carattere di sussidiarietà della sanzione criminale che, connotata da un forte valore afflittivo, dovrebbe essere sempre considerata alla stregua di un' *extrema ratio*.

Quanto all'elemento soggettivo, il riferimento al dolo è chiaro. Questo non esclude che, come chiarito dal Considerando n. 1 della MAD II, i legislatori nazionali potrebbero reprimere penalmente anche ipotesi colpose visto che l'obiettivo della Direttiva è quello di porre degli obiettivi minimi di tutela.

Con riferimento alle modalità esecutive della condotta, si è già parlato di cosa s'intenda per abuso di informazioni privilegiate ma, con riferimento all'opzione penalistica, è necessario segnalare un fattore di novità che potrebbe essere introdotto nel panorama attuale a partire dal recepimento della Direttiva.

Il § 4 dell'articolo 3, infatti, fa rientrare nelle condotte punibili anche l'annullamento o la modifica di un ordine concernente uno strumento finanziario cui l'informazione privilegiata si riferisce. In tal modo si andrebbe a punire il comportamento di chi, ad ordine già effettuato, sia venuto a conoscenza di un'informazione privilegiata e, in conseguenza, annulli o modifichi il predetto ordine sulla base di tale informazione anche se viene puntualizzato che l'ordine di acquisto dovrebbe essere stato effettuato prima che il soggetto attivo sia entrato in possesso dell'informazione privilegiata in modo tale da spiegare come il privilegio conoscitivo abbia influenzato il suo processo decisionale.

Merita attenzione, inoltre, il § 6 dell'articolo 3 che disciplina l'ipotesi di raccomandazione a porre in essere condotte di abuso di informazioni privilegiate con la specificazione che, ai sensi del § 7 dello stesso articolo, la raccomandazione stessa si perfeziona "*quando la persona che sfrutta la raccomandazione o l'induzione è a conoscenza del fatto che queste si basano su informazioni privilegiate*". Ponendo ulteriormente lo sguardo alla disciplina italiana, tale inciso

potrebbe rappresentare un'innovazione dal momento che il TUF, nel delineare la condotta di raccomandazione/induzione prevista all'articolo 184.1 lettera c) non fa nessun riferimento alla consapevolezza del soggetto che utilizza la raccomandazione o l'induzione.

Concludendo la panoramica della fattispecie penale di *insider trading*, infine, deve essere presa in considerazione la condotta di comunicazione illecita di informazioni privilegiate. La disposizione di riferimento in questo caso è l'articolo 4 della Direttiva 2014/57/UE che prescrive anche per tale ipotesi, la rilevanza penale del fatto "*almeno nei casi gravi e se commessa con dolo*". Il § 2 dell'art. 4 definisce, poi, il concetto di comunicazione illecita come "*la condotta con la quale una persona in possesso di informazioni privilegiate comunica tali informazioni ad altra persona*". Anche in questo caso, come nella normativa italiana vigente, viene riconosciuta la causa di giustificazione data dall'esercizio delle funzioni lavorativo-professionali.

Da quanto detto è chiaro che la Direttiva in esame non apporterà modifiche di sistema alla normativa vigente nel nostro ordinamento. Sul punto va ribadito che l'importanza del provvedimento in oggetto è dato dal fatto che si rivolge a tutti gli Stati europei imponendo di disciplinare penalmente le condotte ivi indicate, sul presupposto che non tutti gli ordinamenti nazionali ad oggi conoscono una repressione del fenomeno di impronta penale.

3.2.1 L'illecito amministrativo di abuso di informazioni privilegiate

Il Regolamento si occupa dell'abuso di informazioni privilegiate all'articolo 8 e della comunicazione illecita di informazioni privilegiate all'articolo 10.

La regolamentazione amministrativa del fenomeno sembra ricalcare pedissequamente ciò che viene positivizzato nella Direttiva tranne che per delle sfumature.

In merito ai soggetti attivi, non sussistono differenze rispetto a quanto delineato dall'articolo 3 della Direttiva 2014/57/UE: vengono riproposte tutte le categorie già note anche all'ordinamento italiano.

A differenza di quanto previsto dalla Direttiva, in merito all'illecito amministrativo il legislatore europeo non fornisce indicazioni sull'elemento soggettivo lasciando quindi, agli Stati membri la scelta in tal senso.

Per quanto attiene alle modalità esecutive dell'illecito, invece, il § 1 dell'articolo 8 delinea la condotta principe di *insider trading*. Oltre a quanto già noto, si fa riferimento anche all'annullamento e alla modifica di un ordine inoltrato prima di essere entrati nel possesso dell'informazione privilegiata: previsione che sembra costituire una novità.

Un ulteriore punto di contatto con la disciplina penalistica è poi rappresentato dal § 2 del medesimo articolo che disciplina la condotta di raccomandazione.

L'articolo 10, infine, delinea l'ipotesi di comunicazione illecita di informazioni privilegiate, richiamando la disciplina dettata dalla Direttiva suddetta.

In conclusione, si nota quanto il legislatore eurounitario abbia livellato gli elementi di differenziazione tra illecito penale ed amministrativo: scelta che si potrebbe rivelare pericolosa in sede di recepimento della normativa nel nostro ordinamento giuridico soprattutto, per quello che qui interessa, con riferimento al trattamento sanzionatorio.

3.3 La manipolazione del mercato

La seconda condotta costituente abuso di mercato che si pone in rilievo è quella manipolativa.

Nonostante si tratterà in seguito la disciplina che ha delineato il legislatore italiano a seguito delle novità apportate da quello comunitario, è necessario evidenziare come tale figura di illecito ne ricalchi una già presente nel nostro ordinamento: il delitto di aggio su strumenti finanziari previsto dall'articolo 2637 c.c.⁴⁵ mentre tale fattispecie si distingue dall'abuso di informazioni privilegiate per l'oggetto della condotta: come si vedrà, infatti, la manipolazione del mercato

⁴⁵ Sul punto F. Costantino-S. Salerno, *Le sanzioni penali ed amministrative* cit., pg. 382, sostengono che “*si riscontra solo una differenza fondamentale tra aggio e manipolazione del mercato: il primo, a differenza di quest'ultima, è applicabile esclusivamente in relazione a strumenti finanziari non quotati o per i quali non sia stata presentata una richiesta di ammissione alle negoziazioni in un mercato regolamentato*”.

opera su notizie false, esagerate e tendenziose a differenza dell'*insider trading* che ha ad oggetto informazioni sempre vere.

La manipolazione del mercato, volendo analizzare la prospettiva eurounitaria, è proibita espressamente dall'articolo 15 del Regolamento UE 596/2014 e tipizzata rispettivamente dall'articolo 5 della MAD II e dall'articolo 12 del MAR.

Andando con ordine, il paragrafo 2 dell'articolo 5 testè menzionato detta le condotte tipiche che si possono raggruppare in tre categorie: la diffusione di notizie false, esagerate o tendenziose, il compimento di operazioni simulate e qualunque altro artificio idoneo a influenzare sensibilmente la quotazione dei titoli. Raffrontando la disposizione con il solo paragrafo 1 dell'articolo 12 del Regolamento, la disciplina non sarebbe particolarmente frammentaria e complicata in quanto le fattispecie astratte per tal modo disegnate non presentano differenze degne di nota sul piano dei contenuti precettivi.

L'aspetto problematico è rappresentato tuttavia dalla presenza nella disposizione regolamentare di un secondo paragrafo, che esordisce precisando che *“le seguenti condotte sono considerate, fra l'altro, manipolazione del mercato”* e prosegue enumerando una nutrita serie di ulteriori figure tipiche con un'importante ricaduta sul piano sanzionatorio: posto che tanto il paragrafo 1 quanto quello successivo dell'articolo 12 del Regolamento indicano analiticamente delle condotte rilevanti alla stregua della disciplina comunitaria e sono costitutive di manipolazione del mercato, solo quelle previste dal § 1 che sono state trasfuse nell'articolo 5 della Direttiva comportano l'irrogazione della sanzione penale. Ci si trova, quindi, palesemente, in un punto della normativa dove il dettato di tipo penalistico e quello amministrativo non coincidono.

Fermo restando che i legislatori dei singoli Stati membri ben potrebbero decidere di includere anche le tipologie comportamentali designate dal paragrafo secondo dell'articolo 12 del MAR in altrettante fattispecie di reato a ciò non ostando l'indicazione della Direttiva, è evidente quanto segue: la coordinata esegesi delle disposizioni ora in commento fa emergere una selezione tra condotte tutte integrative della figura di manipolazione del mercato, alle quali tuttavia il legislatore eurounitario sembra assegnare un diverso disvalore, una differente offensività, come si deduce dalla mancata inserzione soltanto di alcune di esse fra

quelle delle quali è imperativamente richiesto l'assoggettamento alla sanzione (anche) detentiva.

Assecondando tale ripartizione, le fattispecie descritte dall'articolo 5 § 2 della Direttiva 2014/57/CE dovrebbero, negli ordinamenti dei singoli Stati membri, dar vita ad altrettante ipotesi d'illecito punite con la pena della reclusione non inferiore nel massimo a quattro anni *ex* articolo 7 § 2 della Direttiva citata, mentre a quelle indicate dall'articolo 12 § 2 del Regolamento UE 596/2014 dovrebbero far da simmetrico riscontro fattispecie d'illecito punite con sanzioni penali meno severe, ovvero tratte dal catalogo dell'articolo 30 del Regolamento stesso che indica le sanzioni amministrative e altre misure amministrative.

Un assetto così caratterizzato se, da una parte, è probabilmente lontano dai rischi di violazione del *ne bis in idem*, in quanto le condotte materiali si presentano necessariamente non integrative del medesimo fatto, dall'altra dovrebbe comunque superare un vaglio di compatibilità con i singoli ordinamenti interni, compreso quello italiano.

4. Il recepimento della disciplina eurocomunitaria sugli abusi di mercato nell'ordinamento italiano: l'evoluzione normativa

Così delineato il quadro di riferimento europeo si può passare all'analisi della disciplina dei *market abuse* nell'ordinamento giuridico italiano.

La prima traccia normativa che esplicitamente prende in considerazione le ipotesi di abusi di mercato risale al 1991 con la l 17 maggio 1991 n. 157 recante "Norme relative all'uso di informazioni riservate nelle operazioni in valori mobiliari e alla Commissione nazionale per le società e la borsa"⁴⁶. Tale legge, in attuazione di obblighi comunitari derivanti dal recepimento della Direttiva 89/592/CEE, ha introdotto nel nostro ordinamento il reato di *insider trading* costituendo un *novum*.

Dapprima, infatti, gli studi italiani in merito erano stati a carattere prevalentemente comparatistico: essi facevano cioè riferimento alle discipline e alle

⁴⁶ Per l'analisi della normativa e dei suoi profili critici si veda P. Carbone, *Nuovi illeciti attinenti alla negoziazione di "valori mobiliari". Profili della disciplina. Spunti critici in Il foro italiano*, 1991, pp. 481 ss.

realtà socio-giuridico-economiche dei diversi paesi, e in primo luogo degli Stati Uniti d'America, che hanno contrastato da tempo il fenomeno dell'*insider trading*. Il principale riferimento in Italia, al quale precedentemente lo studioso poteva rifarsi, era costituito dall'articolo 17 l. 7 giugno 1974 n. 216, con cui si prevedeva l'obbligo per amministratori, sindaci, e direttori generali di società con azioni quotate, di comunicare alla Consob le partecipazioni azionarie possedute. La norma, oltre a svolgere la funzione di rendere più trasparenti i rapporti intersocietari, sembrava fornire una prima arma contro l'uso di informazioni riservate. Essa, però, non si presentava idonea, dal punto di vista politico-criminale, a punire le ipotesi riconducibili alla fattispecie di abuso di informazioni privilegiate perché veniva tacciata di eccessiva indeterminatezza.

Era necessario, quindi, un intervento del legislatore che si è concretizzato nella già citata legge 157/91 che, così come specificato nei lavori preparatori, non aveva lo scopo primario di dare al mercato un maggior grado di trasparenza, ma quello invece di voler assicurare una "*par condicio tra tutti coloro che hanno accesso al mercato dei valori mobiliari*". Si voleva, insomma, evitare che coloro i quali, specie occasionalmente, operano sul mercato venissero a trovarsi svantaggiati rispetto a chi, per la propria funzione, oppure per il possesso di significative partecipazioni societarie, potesse trarre vantaggio da notizie che, conosciute prima soltanto da una ristretta cerchia di persone che ne fa uso a proprio profitto, determinano mutamenti di mercato, positivi o negativi, da cui rimangono comunque esclusi o danneggiati tutti gli altri soggetti.

La *ratio* del provvedimento era quella, quindi, di eliminare le posizioni di privilegio conoscitivo⁴⁷. Tuttavia, l'intervento legislativo, pur necessario, a tutela dell'investitore "debole" si presentava basato su una *ratio* ufficiale non generalmente apprezzata. Sarebbe stato più opportuno abbandonare il riferimento al principio di uguaglianza inteso come *equal access*⁴⁸, come livellamento della posizione di partenza degli investitori, sottolineando invece il

⁴⁷ Cfr. P. Sfamini-F. Saccone, *Informazione al pubblico e abusi di mercato* in P. Sfamini- A. Giannelli (a cura di), *Diritto degli intermediari e dei mercati finanziari*, Milano, 2013.

⁴⁸ Sull'argomento si veda M. Fratini-G. Gasparri, *Il testo unico della finanza*, Milano, 2012 pg. 2434, dove si afferma che: "*In ambito giuseconomico si è soliti affermare che la disciplina repressiva dell'insider trading (...) mira piuttosto a garantire il principio di uguaglianza tra investitori, nella prospettiva di una tutela immediata del singolo risparmiatore come contraente debole*".

disvalore del ‘come’ alcuni soggetti raggiungano posizioni di vantaggio informazionale, facendo peraltro ben attenzione a salvaguardare gli interessi, legittimi e socialmente utili, di coloro che raggiungono una tale posizione nell’esercizio di un’attività professionale lecita.

L’intervento normativo del 1991, inoltre, attribuiva alla Commissione Nazionale per le Società e la Borsa, meglio conosciuta come Consob, nuovi e più pregnanti poteri di intervento riassumibili come segue: a) nei confronti dei soggetti suscettibili di aver violato i divieti di *insider trading* o manipolazione, il potere di eseguire ispezioni e di assumere notizie e chiarimenti; b) il potere di richiedere tutte le informazioni necessarie; c) nei confronti degli intermediari coinvolti nelle operazioni, il potere di richiedere qualunque informazione; la legge inoltre attribuiva alla Consob la facoltà di avvalersi della collaborazione delle pubbliche amministrazioni⁴⁹.

Per tutte queste ragioni la l. 157/91 destò varie perplessità in dottrina per la sua eccessiva genericità e per il raggio d’azione eccessivamente ampio lasciato alla Consob.

Parallelamente il contesto europeo mutava velocemente ed era necessario adeguarsi.

Attraverso la l. n. 62 del 2005 sono state modificate varie disposizioni del TUF ed altre sono state introdotte⁵⁰ facendo ricorso in molte ipotesi ad un totale accoglimento delle disposizioni così come delineate dalla Direttiva 2003/6/CE⁵¹.

A prescindere dall’analisi di tutte le novità apportate dalla legge in questione, ciò che qui interessa è una delle direttrici seguite dal legislatore italiano nella sua

⁴⁹ In argomento M. Rigotti, *L’abuso di informazioni privilegiate* in A. Patroni Griffi-M. Sandulli-V. Santoro (a cura di), *Intermediari finanziari, mercati e società quotate*, Giappichelli, Torino, 1999.

⁵⁰ Sul punto si veda M. Ragno, *Gli abusi di mercato* in F. Vella (a cura di), *Banche e mercati finanziari*, Giappichelli, 2009, pg. 482, il quale sostiene che “*delle novità che hanno interessato il d.lgs. n.58/1998 alcune sono immediatamente operative (tra queste vanno ricordate l’introduzione di una nuova definizione di informazione privilegiata, la disciplina delle sanzioni penali ed amministrative in tema di manipolazione del mercato ed insider trading, la collaborazione tra autorità di vigilanza), mentre altre hanno invece richiesto l’emanazione di provvedimenti attuativi da parte della Consob, la quale ha modificato, nel 2005, sia il Regolamento Emittenti che il Regolamento Mercati; le modifiche attengono principalmente alla strategia di prevenzione del reato di insider trading, tramite ad esempio, la diffusione di compliance programs, ovvero dei modelli organizzativi atti a prevenire il comportamento di abuso di mercato*”.

⁵¹ Si fa riferimento soprattutto al ricco panorama definitorio previsto dal testo comunitario circa la nozione di abusi di mercato, informazione privilegiata ecc.

stesura: l'inasprimento del trattamento sanzionatorio nella lotta contro gli abusi di mercato così da accentuare al contempo la finalità repressiva ed anche preventiva della normativa stessa. Il perseguimento di questo obiettivo è confermato anche dall'introduzione di sanzioni accessorie indefettibili e dall'estensione dell'area soggettiva di applicabilità della disciplina anche agli enti prevedendo un tipo di responsabilità "amministrativa" per le ipotesi di abusi di mercato poste nel loro interesse o vantaggio. Tutti questi principi, accompagnati dalla scelta di avvalersi della facoltà di prevedere al contempo sanzioni penali e amministrative, hanno comportato la cristallizzazione del cosiddetto "doppio binario" sanzionatorio all'interno del nostro ordinamento, di cui si parlerà successivamente.

Merita attenzione, inoltre, l'inversione di tendenza che si nota rispetto ai poteri di intervento della Consob. Tale autorità di vigilanza ha visto, infatti, varie volte dilatare o restringere le proprie competenze da parte del legislatore, a seconda del contesto normativo ed economico in cui ci si muoveva. Si è già detto dell'espansione delle attribuzioni conferite alla Consob ai sensi della l. 157/91 che, però, era stata neutralizzata dall'entrata in vigore dell'attuale TUF, nel 1998, che perseguiva l'obiettivo di evitare la concentrazione dei poteri in capo a siffatto tipo di autorità amministrativa.

Attraverso la legge n. 62/2005, il legislatore italiano è tornato sui suoi passi ancora una volta, introducendo nuove disposizioni tese a rafforzare significativamente i poteri della Consob, rendendola principale garante dell'efficienza e stabilità del mercato, ben oltre quanto sarebbe stato necessario per assicurare il recepimento delle disposizioni comunitarie. Oltre ad essere stata confermata dalla MAD I come organo di vigilanza deputato all'accertamento degli abusi di mercato, essa è stata dotata di ampie attribuzioni paragiurisdizionali e paragiudiziarie⁵² accentrando in sé potestà legislative, inquirenti e giudicanti⁵³.

La ricostruzione dell'*iter* normativo della materia in questione si conclude con un breve cenno alla l. 28 dicembre 2005 n. 262 come modificata dalla l. 11 agosto 2014 n. 114 recante "Disposizioni per la tutela del risparmio e la disciplina

⁵² In tal senso D. Fondaroli, *La Consob e gli abusi di mercato* in F. Sgubbi-D. Fondaroli-A. F. Tripodi *Diritto penale* cit., pp. 209-232.

⁵³ A. F. Tripodi, *Commento agli artt. 180-187 quaterdecies tuf* in T. Padovani (a cura di), *Le fonti del diritto italiano. Leggi complementari*, Giuffrè, 2007, pg. 2556.

dei mercati finanziari”, la cosiddetta Legge sulla tutela del risparmio, che, a seguito di famosi *crack* finanziari che hanno interessato il nostro sistema economico⁵⁴ ha, mediante un intervento discutibile, raddoppiato le sanzioni penali contemplate nel TUF. e quintuplicato le relative sanzioni amministrative⁵⁵ sacrificando, probabilmente, canoni indefettibili del nostro ordinamento penale come quello della proporzionalità ed adeguatezza della pena e, d’altra parte, mettendo in discussione la ragionevolezza delle scelte legislative.

4.1 Gli abusi di mercato nel TUF: brevi cenni alla fattispecie penale di *insider trading*

Analizzando nel dettaglio la disciplina contenuta nell’attuale Testo unico finanziario, le condotte di abusi di mercato sono disciplinate dagli articoli 184 e 185 che prendono in considerazione, rispettivamente, i delitti di abuso di informazioni privilegiate e manipolazione del mercato. Il panorama legislativo è, però, arricchito da due fattispecie speculari agli illeciti penali che costituiscono, tuttavia, meri illeciti amministrativi: si tratta degli articoli 187 *bis* e 187 *ter* dello stesso TUF.

Si è già parlato di come il legislatore eurounitario abbia fornito una nozione di abusi di mercato ad ampio respiro che guida gli ordinamenti interni a sviluppare il profilo repressivo di questi fenomeni. Non è, quindi, necessario ricostruire analiticamente le fattispecie di abuso di informazioni privilegiate e manipolazione

⁵⁴ Si pensi al famoso “*crack Parmalat*”.

⁵⁵ Il trattamento sanzionatorio previsto dal dlgs 58/98 si presenta particolarmente rigoroso. Ai sensi dell’articolo 184.1 del TUF, infatti, il delitto di *insider trading* è punito con la reclusione da uno a sei anni e con la multa da euro ventimila a euro tre milioni. La manipolazione del mercato prevede la stessa pena detentiva ma un sostanziale aumento della multa, che è compresa tra un minimo di euro ventimila ad un massimo di euro cinque milioni. La portata applicativa delle norme è ulteriormente appesantita da una circostanza aggravante facoltativa elencata rispettivamente al comma 3 dell’articolo 184 ed al comma 2 dell’articolo 185 TUF, in base alla quale il giudice può “*aumentare la multa fino al triplo o fino al maggiore importo di dieci volte il prodotto o il profitto conseguito dal reato quando, per la rilevante offensività del fatto, per le qualità personali del colpevole o per l’entità del prodotto o del profitto conseguito dal reato, essa appare inadeguata anche se applicata nel massimo*”.

del mercato contenuto nel Testo unico finanziario essendo preferibile, piuttosto, l'analisi dei profili critici.

Prendendo le mosse dalla prima condotta abusiva, è innanzitutto necessario individuare il bene giuridico tutelato dalla norma sull'*insider trading*.

E' pacificamente riconosciuto che lo scopo di questa sia quello di evitare che la fiducia dei risparmiatori nel mercato, e dunque la scelta di far confluire in esso il risparmio, venga meno a causa di condotte di approfittamento ingiustificato della posizione di privilegio informativo che si ricopre. In una simile prospettiva la tutela penale si svolge su beni giuridici di tipo strumentale che si riassumono, a loro volta, nella fiducia che i risparmiatori ripongono nelle mani di coloro che istituzionalmente sono chiamati a gestire il loro risparmio. Tali considerazioni rischiano però di ricostruire la figura di reato in esame in chiave decisamente tautologica, comportando la confondibilità fra bene giuridico tutelato e scopo della norma incriminatrice.

Secondo un'altra impostazione di pensiero, la tutela giuridica dell'articolo 184 del TUF si rivolgerebbe al corretto funzionamento del mercato. Tale teoria si presenta apprezzabile poiché prende in considerazione la circostanza che la fattispecie di abuso di informazioni privilegiate non si presenta come un reato di danno, con la necessaria causazione di un evento di danno patrimoniale che, dal punto di vista tecnico-giuridico, sarebbe ben difficile da valutare. Il grande *deficit* di questa ricostruzione è, però, che il corretto funzionamento del mercato non può essere considerato tanto un bene giuridico suscettibile di tutela penale, quanto la rappresentazione del contesto fisiologicamente funzionante che non è stato intaccato dal disvalore insito nella condotta di *insider trading*: una sorta di *pendant* della norma incriminatrice nella sua versione lecita.

Senza dilungarsi troppo su altre concezioni del bene giuridico tutelato dalla norma in questione che si sono avvicinate⁵⁶, accogliendo una teoria condivisa da

⁵⁶ In particolare si fa riferimento alla teoria del *market egalitarianism* inteso come parità di conoscenze e di accesso al mercato e, infine, all'idea secondo cui l'oggetto di tutela consisterebbe nella trasparenza o riservatezza societaria. Tali impostazioni, seppur di grande levatura tecnica, si prestano a considerevoli obiezioni. Nello specifico, non si può assumere come bene giuridico tutelato dalla norma il concetto di *par condicio* tra gli investitori visto che il mercato si basa sull'intento speculativo tale che il privilegio conoscitivo, purché lecito, si rivela essere uno strumento importante per il raggiungimento dello scopo lucrativo. D'altra parte, nella norma non si fa alcun riferimento alla trasparenza societaria, trattandosi spesso di notizie soggette a divulgazione

autorevole dottrina, si può concludere nel senso che la fattispecie di *insider trading* non violi, o meglio non metta in pericolo, un interesse individuale del singolo ma, ponendosi in una prospettiva metaindividuale, vada a minacciare un interesse diffuso dei risparmiatori alla corretta allocazione delle proprie risorse economiche, *rectius* nell'efficienza delle proprie scelte finanziarie nell'ambito del mercato.

Venendo ora alla disanima delle condotte attive, l'articolo 184.1 lettera a) del TUF, tipizza il comportamento di “*chiunque essendo in possesso di informazioni privilegiate in ragione della sua qualità di membro di organi di amministrazione, direzione o controllo dell'emittente, della partecipazione al capitale dell'emittente, ovvero dell'esercizio di un'attività lavorativa, di una professione o di una funzione, anche pubblica, o di un ufficio:*

- a) *acquista, vende o compie altre operazioni, direttamente o indirettamente, per conto proprio o per conto di terzi, su strumenti finanziari utilizzando le informazioni medesime;*”

Da tale ricostruzione si evince immediatamente che il legislatore abbia adottato *in toto* la disciplina europea accogliendo una nozione di possesso qualificato. Come già accennato in precedenza, infatti, la condotta apparentemente potrebbe essere posta in essere da chiunque configurando un reato comune, tuttavia, il soggetto attivo deve aver avuto accesso all'informazione privilegiata in ragione della qualità rivestita o dell'attività svolta integrando un reato proprio. Tra il novero dei soggetti attivi⁵⁷, quindi, possiamo distinguere tra coloro che siano stabilmente rientranti nell'organigramma societario, i cosiddetti *corporate insiders*, e la nutrita schiera dei *temporary insiders*, ossia degli “estranei” rispetto alla struttura societaria che risultano ad essa collegati, ad esempio, in virtù di un'attività lavorativa. E' necessario immediatamente evidenziare un ulteriore punto di contatto tra la disciplina propria del nostro ordinamento e quella eurocomunitaria: i destinatari del precetto di cui all'articolo 184.1 lett a) del TUF, infatti, possiedono la capacità di entrare in contatto diretto con l'informazione privilegiata poiché la

in un momento successivo rispetto al loro sfruttamento mediante l'operazione borsistica. Infine, nessun richiamo è rinvenibile neppure con riferimento a profili abusivi del momento di acquisizione della notizia, potendosi escludere che la condotta di *insider trading* vada a ledere gli obblighi di riservatezza o possibili rapporti fiduciari.

⁵⁷ In questo caso essi prendono il nome di *insiders* primari.

loro posizione gli consente un apprendimento immediato della notizia⁵⁸, tale da fargli guadagnare l'etichetta di *insiders* primari. *Quid iuris* allora nel caso in cui un soggetto abbia acquisito il privilegio conoscitivo, presupposto necessario per la configurazione della fattispecie di *insider trading*, a seguito di una conoscenza mediata dell'informazione privilegiata?

Il legislatore italiano ha risposto all'interrogativo riprendendo l'area della soggettività attiva della condotta dalla MAD II e dal MAR. Viene in questo modo in rilievo la figura dell'*insider* secondario, colui che venga a conoscenza dell'*inside information* a seguito di una comunicazione volontaria da parte di un *insider* primario ovvero mediante altre forme di acquisizione passiva o casuale. Il primo spunto critico che si può rinvenire, però, attiene ancora una volta al trattamento sanzionatorio: la disciplina comunitaria, infatti, rende suscettibili di essere sanzionate attraverso l'impiego dello strumento penale anche le condotte degli *insider* secondari. Il legislatore italiano, d'altro canto, ha fatto una scelta (forse) più consapevole di quello eurounitario: posto che è evidente il diverso coefficiente di disvalore tra le ipotesi di abuso di informazioni privilegiate poste in essere dagli *insiders* primari e quelle i cui soggetti attivi siano gli *insiders* secondari, a questi ultimi saranno applicate esclusivamente delle sanzioni amministrative alla stregua dell'articolo 187 *bis*. La ragionevolezza di tale opzione legislativa viene, però, immediatamente offuscata se si rileva come le sanzioni amministrative testè menzionate siano applicabili altresì all'*insider* primario, già colpito dalla sanzione penale con evidenti ricadute sul piano del *ne bis in idem*⁵⁹.

Per completezza espositiva è necessario fare riferimento al comma 2 dell'articolo 184 che arricchisce ulteriormente il catalogo dei soggetti attivi prevedendo la figura del cosiddetto "*criminal insider*", ovvero "*chiunque sia in possesso di informazioni privilegiate a motivo della preparazione o esecuzione di attività delittuose*". Tale disposizione è stata inserita, in perfetta corrispondenza con la disciplina comunitaria, per arginare le condizioni di privilegio conoscitivo che si venivano a creare in occasione della preparazione di attacchi di matrice terroristica o altre attività criminali. Apparentemente poco problematica dal punto di vista

⁵⁸ Sul punto si veda M. Masucci, *Abusi di mercato* in A. Fiorella (a cura di), *Questioni fondamentali della parte speciale del diritto penale*, Giappichelli, 2012, pp. 249 ss.

⁵⁹ Di cui si discuterà nel capitolo successivo.

esegetico, la norma pone interessanti quanto complessi spunti di riflessione sul tema dell'*insider* di se stesso⁶⁰.

Esaurendo, infine, la panoramica delle condotte attive, le lettere b) e c) del primo comma dell'articolo 184 del TUF prendono in considerazione rispettivamente il *tipping* ovvero la comunicazione dell'informazione privilegiata ad altri "*al di fuori del normale esercizio del lavoro, della professione, della funzione o dell'ufficio*" e il *tuyautage* ovvero la raccomandazione o induzione, sul presupposto dell'informazione privilegiata, "*al compimento di taluna delle operazioni indicate nella lettera a)*".

Il profilo critico che si può rilevare è dato dall'interpretazione dell'area di liceità nell'ambito delle comunicazioni attraverso il riferimento al "*normale esercizio del lavoro, della professione, della funzione o dell'ufficio*". Poco agevole, infatti, si presenta la delimitazione del significato da attribuire all'aggettivo "normale", tacciato di indeterminatezza. Sul punto è intervenuta la Corte di giustizia europea con una sentenza del 22 novembre 2005⁶¹ che, sottolineata la natura eccezionale della clausola relativa al normale esercizio dell'attività desunta dalla *ratio* della norma stessa che ha lo scopo di limitare il numero di fruitori dell'informazione privilegiata, richiede che per l'operatività della clausola sussista uno stretto legame tra la comunicazione e l'esercizio dell'attività e, in più, che la comunicazione sia strettamente necessaria al predetto esercizio.

Poco problematico appare, invece, l'analisi dell'elemento soggettivo del reato, pacificamente riconosciuto come dolo generico: con riferimento alla lettera a) del primo comma dell'articolo 184 del TUF sarà necessaria la coscienza e volontà di compiere operazioni finanziarie avvalendosi delle informazioni privilegiate che si è consapevoli di detenere non rilevando in tal senso l'intento speculativo. Con riferimento alle condotte di *tipping* e *tuyautage*, invece, il dolo si sostanzierà nella

⁶⁰ Il punto si presenta particolarmente nevralgico. Premesso che nella struttura del reato il possesso dell'informazione privilegiata assuma il connotato di presupposto della condotta vietata, si nota come il legislatore si sia concentrato sul carattere privilegiato della stessa e non su cosa si intenda effettivamente con il termine informazione. Aspetto che si può rilevare problematico qualora ci si chieda se sia necessario un rapporto di alterità tra la fonte dell'informazione e il soggetto che la utilizza, escludendo dall'alveo delle condotte rilevanti il reato di *insider trading* commesso sulla base di una notizia prodotta dal soggetto che se ne avvale, il cosiddetto *insider* di se stesso.

⁶¹ Consultabile al link: <http://curia.europa.eu/juris/recherche.jsf?language=it>.

coscienza e volontà di trasmettere a terzi l'informazione o di raccomandare/indurre al compimento dell'operazione sulla base del possesso della notizia.

4.1.1 Un caso empirico come soluzione ad una questione teorica

Un altro importante nodo della disciplina dell'abuso di informazioni privilegiate attiene al momento consumativo del reato⁶² per la ricostruzione del quale si è tentato di utilizzare un approccio diverso, di carattere pratico, con l'analisi di una vicenda giudiziaria.

Nel gennaio 2009 la Cassazione ha annullato una sentenza della Corte di Appello di Milano che, confermando la pronuncia di primo grado, per un *buy back*⁶³ di obbligazioni da parte della società emittente, prima che essa annunciasse al mercato il loro rimborso anticipato, aveva condannato il presidente e l'amministratore delegato e ha disposto il rinvio degli atti alla Procura della Repubblica bolognese in quanto in Bologna erano gli uffici della banca che avevano proceduto ad annotare l'acquisto degli strumenti finanziari.

Invero, essendo il delitto di cui all'articolo 184 del TUF, nella specie contestata agli imputati, tipizzato come un fatto di acquisto, la Suprema Corte ha ritenuto che l'annotazione da parte dell'intermediario rivestisse un valore costitutivo e che fino a tale momento fosse pertanto configurabile solo un tentativo. Dinanzi a una siffatta ricostruzione, che recepisce uno schema comune ai reati contro il patrimonio, occorre tuttavia rilevare che alla categoria è estraneo l'abuso di informazioni privilegiate che, come evidenzia la sua stessa denominazione, presenta un disvalore radicato sullo sfruttamento di un vantaggio conoscitivo, ove il profitto è estraneo sia come fine che come elemento costitutivo: al punto che la fattispecie è consumata anche quando, come nel caso di specie, il profitto si realizza in capo ad un soggetto diverso dall'*insider* ovvero la pubblicazione della notizia non ha prodotto alcun effetto sul prezzo del titolo a causa di fattori sopravvenuti.

⁶² Sul punto S. Seminara, *Crisi finanziaria e disorientamenti etici e giuridici in Diritto penale e processo*, 2009, pp. 276 ss.

⁶³ Il *buy-back* è l'operazione di acquisto di azioni proprie da parte di una società per azioni. Per una nozione più ampia si consulti il link <https://it.wikipedia.org/wiki/Buy-back>

Una volta precisata la natura dell'illecito, è da osservare che, durante la fase di negoziazione continua nel sistema telematico *TradElect* operante per i mercati MTA ed Expandi, regolamentati, organizzati e gestiti da Borsa Italiana s.p.a., ogni ordine immesso è confrontato immediatamente con gli ordini già presenti nel *book* di negoziazioni in modo da verificare la sussistenza delle condizioni per l'esecuzione e, in caso positivo, il sistema abbina automaticamente gli ordini secondo regole di priorità, determinando la conclusione del contratto e quindi la sua esecuzione. Tale principio della definitività e irrevocabilità degli scambi conferisce quindi all'annotazione dell'intermediario sul *dossier* titoli del cliente una valenza meramente dichiarativa della conclusione dell'operazione già avvenuta con l'abbinamento, sul circuito telematico, dell'ordine di acquisto con un ordine di vendita. Nella prospettiva ora delineata, il perfezionamento sia del reato che del corrispondente illecito amministrativo si realizza in Milano, presso la sede di Borsa italiana.

Da notare pure che, alla stregua dell'orientamento della Cassazione, i procedimenti per abuso di informazioni privilegiate sarebbero destinati a disperdersi sul territorio nazionale secondo la localizzazione degli uffici interni dell'intermediario preposti all'annotazione sui *dossier* della clientela: tale risultato, però, non può essere salutato con favore.

5. Le condotte manipolative integranti l'articolo 185 TUF

La seconda fattispecie di reato che viene in rilievo è quella prevista dall'articolo 185 del Testo unico finanziario, la manipolazione del mercato.

E' necessario, per una corretta analisi, prendere in considerazione, da un lato, la letteratura giuridica italiana che si è sedimentata nel corso del tempo con riferimento al già citato reato di aggioaggio su strumenti finanziari⁶⁴ e, dall'altro, gli interventi legislativi comunitari che hanno riordinato la disciplina dei *market abuse*.

⁶⁴ Sul rapporto tra manipolazione del mercato e aggioaggio su strumenti finanziari si veda S. Galli, *I reati di manipolazione come parziale riscrittura dell'aggioaggio rispetto agli strumenti finanziari* in *La disciplina italiana in tema di abusi di mercato*, Ipsoa, 2010, pp. 211 ss.

A seguito dell'entrata in vigore della nuova normativa, l'articolo 185 TUF prevede due diverse modalità di condotta: a) la diffusione di notizie false, la cosiddetta manipolazione informativa; b) il compimento di operazioni simulate o altri artifici, definita manipolazione operativa.

In entrambi i casi la condotta deve possedere il connotato della *price sensitivity* ovvero la concreta idoneità a provocare una sensibile alterazione dei prezzi degli strumenti finanziari.

L'oggettività giuridica tutelata dalla norma è individuata nel corretto funzionamento del mercato, in particolare, sotto il profilo della corretta formazione del prezzo degli strumenti finanziari. La giurisprudenza, in questo caso, ha dato un'interpretazione estensiva del concetto di bene giuridico tutelato: la I sezione penale del Tribunale di Torino⁶⁵ ha sottolineato come la tutela della corretta formazione del prezzo degli strumenti finanziari quotati racchiuda in sé anche istanze di salvaguardia dei beni individuali, riconducibili alla protezione del patrimonio investito nell'acquisto degli strumenti finanziari.

Volendo confrontare la disciplina contenuta nel TUF con quella delineata dal legislatore eurounitario si rileva come l'analisi delle condotte attive sia più problematica rispetto a quelle integranti l'abuso di informazioni privilegiate.

Con riferimento alla manipolazione informativa essa consiste, come abbiamo visto, nella diffusione di notizie false. Per diffusione deve intendersi una comunicazione di qualsiasi tipo e con qualsiasi mezzo trasmessa, diretta ad un numero indeterminato di persone anche se la dottrina ritiene che la comunicazione ad un unico destinatario o ad una cerchia determinata di soggetti sia rilevante alla stregua della norma incriminatrice in esame qualora sia strumentale alla penetrazione della notizia o comunque rappresenti un artificio idoneo ad alterare in maniera sensibile il prezzo dei titoli.

Il primo profilo di criticità degno di nota attiene alla configurabilità dell'aggiotaggio informativo omissivo. Secondo la giurisprudenza, infatti, il reato può essere integrato solo mediante una condotta attiva⁶⁶ purchè si precisi che

⁶⁵ Tribunale di Torino, I sez. penale, sentenza n. 1265/09.

⁶⁶ La tesi dell'irrelevanza dell'aggiotaggio informativo omissivo è stata peraltro confermata dalla Corte di Cassazione con la sentenza n. 28932 del 20 luglio 2011. Nell'osservare ciò la Corte ha sostenuto peraltro che la fattispecie, in quanto reato di pura condotta "*prescinde dall'elemento naturalistico dell'inganno*".

l'atteggiamento omissivo possa rilevare penalmente quando connoti la veridicità della notizia comunicata: di conseguenza ci si troverà sicuramente davanti ad un'ipotesi di aggotaggio informativo, ad esempio, qualora la fraudolenta omissione di dati significativi inerenti ad una notizia si inserisca in un contesto comunicativo, attesa la necessità di un'informazione completa.

L'utilizzazione del termine notizia vale ad escludere la rilevanza dei *rumors*: oggetto materiale della condotta sono, infatti, avvenimenti, circostanze di fatto o situazioni.

Quanto all'attributo di falsità si deve specificare. I giudici di merito del Tribunale di Milano, con riferimento al caso "scalata BNL" da poco conclusosi, con una sentenza del dicembre 2011 hanno chiarito che *"il connotato della falsità può consistere nell'enunciazione di fatti in assoluto non rispondenti alla realtà o nella fuorviante rappresentazione di una realtà, vuoi perché carente nella descrizione di aspetti significativi, vuoi perché parziale e incompleta"*. Data, quindi, questa interpretazione del carattere di falsità della notizia ci si potrebbe chiedere se, ponendosi in un'ottica di offensività progressiva, le condotte che non rientrano nell'ambito applicativo dell'articolo 185 del TUF possano essere sanzionate alla stregua dell'illecito amministrativo di manipolazione del mercato previsto dall'articolo 187 *ter* del Testo unico finanziario.

In tema di manipolazione operativa, riconducibile allo schema della simulazione assoluta o relativa⁶⁷ invece, si è scelto in questa sede di approfondire un importante quanto complesso concetto: il ruolo da attribuire ai comportamenti integranti gli "altri artifici" utilizzati dal legislatore come condotta di chiusura della fattispecie. L'interpretazione, probabilmente eccessivamente semplicistica, secondo cui i fenomeni manipolativi che non siano riconducibili a quelle espressamente previste dalla norma rientrino necessariamente negli "altri artifici" potrebbe essere tacciata di indeterminatezza e soprattutto colpevole di ancorare il giudizio di rilevanza penale esclusivamente sull'accertamento della nota *price sensitive*, sminuendo il profilo descrittivo della condotta.

⁶⁷ Tale nozione si ricava mediante il rinvio al diritto privato che regola il fenomeno agli articoli 1414 c.c. e seguenti.

Tuttavia l'intervento del legislatore, permette di ridurre la vaghezza della formula ritenendo che l'elemento comune alle condotte integranti gli altri artifici sia la "capacità fraudolenta" ovvero la "connotazione ingannatoria" anche se si esclude che si possa desumere la fraudolenza dello scopo perseguito da tale caratteristica della condotta.

Una volta individuata la valenza fraudolenta degli altri artifici è necessario comprendere se questi debbano possedere note di intrinseca illiceità. L'opinione prevalente argomenta in senso contrario potendo essere gli strumenti giuridici tutelati assolutamente leciti purchè la loro combinazione si manifesti evidentemente ingannevole. In una prospettiva critica si potrebbe ribattere che gli altri artifici, rappresentando una condotta di chiusura della fattispecie, debbano necessariamente possedere un *quid pluris* rispetto alle altre due forme di estrinsecazione dell'azione che non può esaurirsi nella semplice connotazione ingannatoria.

Nonostante il susseguirsi delle tesi dottrinarie, comunque, se si adottasse una visione sistematica della disciplina, le condotte che non possono rientrare nell'ambito applicativo degli altri artifici perché non caratterizzate dalla potenza decettiva potrebbero essere regolate dalla fattispecie amministrativa di cui all'articolo 187 *ter* che, come vedremo in seguito, prende in considerazione anche fattispecie ad "offensività affievolita".

Vi è, ad ogni modo, un elemento della fattispecie comune a tutte le sotto-fattispecie di manipolazione ermeneuticamente determinato quanto enigmatico: è il prezzo, o meglio, la sua alterazione, Tale concetto, altrimenti denominato *price sensitivity*, ovvero l'idoneità a provocare sensibili⁶⁸ variazioni del prezzo degli strumenti finanziari e potenziali alterazioni dei corsi di mercato che siano quantitativamente apprezzabili.

Purtroppo tale requisito, che può concretizzarsi sia in caso di manipolazione informativa che operativa, è oggetto da sempre di aspre critiche, dovute all'indeterminatezza che lo caratterizza, che in verità, a livello pratico, si semplifica valutando caso per caso, l'idoneità in concreto di tutte le circostanze esistenti al

⁶⁸ Si veda M. Vizzardi, *La manipolazione del mercato: un doppio binario da ripensare?* in *Rivista italiana di diritto e procedura penale*, 2006, pg. 704, secondo cui: "per sensibile si deve intendere significativa, importante, non trascurabile; aggettivo, in verità, alquanto impreciso, irrimediabilmente".

momento in cui viene realizzata la condotta e la congiuntura di mercato, tenendo presenti tutti i mezzi utilizzati, la loro adeguatezza qualitativa e quantitativa, nonché la reazione del mercato, tramite l'andamento del titolo ed il contesto temporale. Non è da tralasciare anche il fatto che, spesso, le variazioni di prezzo sono dovute a fattori esterni al mercato, a causa della propensione degli strumenti finanziari a recepire gli influssi dei fenomeni circostanti più eterogenei, quindi starà al giudice appurare la sussistenza della condotta manipolativa⁶⁹.

Il carattere della “sensibilità” del prezzo, è stato nel 2004 oggetto di sindacato di legittimità costituzionale⁷⁰ al fine di mitigarne la genericità, solo però con riferimento all'*insider trading*. La Consulta, sotto il profilo del rispetto del principio di determinatezza, ha stabilito che il connotato della *price sensitivity* viene presunto dal legislatore in una serie di fatti, notizie o documenti che la disciplina regolamentare o l'iniziativa particolare della Consob indicano come oggetto di informazione obbligatoria, ai sensi dell'articolo 114 del Testo Unico della Finanza⁷¹.

6. I punti di contatto tra le fattispecie penali ed amministrative di *market abuse* e la nascita del “doppio binario” sanzionatorio

Dalle conclusioni fino ad ora raggiunte si comprende come il legislatore italiano, nel recepire l'orientamento giuridico di quello comunitario non abbia voluto lasciare nulla al caso.

Si è scelto, infatti, di accostare alle sanzioni criminali anche quelle amministrative disciplinate dagli articoli 187 *bis* e 187 *ter* del TUF.

Le fattispecie di abuso di informazioni privilegiate e manipolazione del mercato presentano vari punti di contatto nella loro configurazione penale ed amministrativa, tuttavia, è necessario fare menzione di taluni indici di autonomia tra le varie ipotesi di abusi di mercato.

⁶⁹ F. Sgubbi, *Diritto penale* cit., pg. 89.

⁷⁰ Ordinanza n. 259 del 2005 consultabile al link <http://www.giurcost.org>.

⁷¹ Tale articolo concerne la disciplina delle comunicazioni al pubblico.

Partendo dall'*insider trading*, l'articolo 187 bis del TUF, aprendosi con una molto ambigua clausola di riserva⁷² disciplina l'illecito amministrativo di abuso di informazioni privilegiate che in sostanza ripercorre la struttura dell'articolo 184 già citato, ad eccezione del comma 4 che introduce i divieti per gli *insiders* secondari di cui si dirà in seguito⁷³.

Un sistema così delineato è suscettibile, in linea teorica, di concedere al giudice la facoltà di irrogare una sanzione di tipo sia penale che amministrativo per lo stesso fatto.

Ciò costituisce una innovazione⁷⁴ visto che viene introdotta nella nostra normativa una disciplina di carattere amministrativo pienamente sovrapponibile sul piano della tipicità a quella dell'illecito penale, diretta al pari di questa ultima alla repressione degli abusi di mercato, ma che in ragione del suo carattere di immediatezza e di effettività più pregnante rispetto ai meccanismi della tutela penale, può garantire un'azione deterrente più celere e mirata.

Si configura così un indirizzo legislativo ispirato a scelte di severità nella repressione e che nel diritto penale dell'economia risulta essere originale rispetto ai canoni normativi, in base al quale il legislatore spesso ha preferito differenziare, in virtù del grado di disvalore del fatto tipico, il piano di intervento in sede penale da quello di rilievo solo amministrativo: ad esempio si può ricordare l'illecito di impedito controllo *ex* articolo 2625 c.c.⁷⁵ che integra un reato solo se la condotta ha cagionato un danno ai soci, altrimenti per l'ipotesi base si configura solo un illecito amministrativo.

⁷² L'articolo 187 bis si apre infatti con l'inciso "Salve le sanzioni penali quando il fatto costituisce reato (...)".

⁷³ F. Guariniello *Gli abusi di mercato* cit, pg. 3.

⁷⁴ E' da segnalare, tuttavia che anche l'articolo 174 *ter* della legge sul diritto d'autore prevede il cumulo di sanzioni penali ed amministrative per lo stesso fatto, con l'unico limite della proporzionalità.

⁷⁵ Tale articolo dispone che "1. Gli amministratori che, occultando documenti o con altri idonei artifici, impediscono o comunque ostacolano lo svolgimento delle attività di controllo legalmente attribuite ai soci o ad altri organi sociali, sono puniti con la sanzione amministrativa pecuniaria fino a 10.329 euro.

2. Se la condotta ha cagionato un danno ai soci, si applica la reclusione fino ad un anno e si procede a querela della persona offesa.

3. La pena e' raddoppiata se si tratta di societa' con titoli quotati in mercati regolamentati italiani o di altri Stati dell'Unione Europea o diffusi tra il pubblico in misura rilevante ai sensi dell'articolo 116 del testo unico di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58".

D'altra parte lo stesso legislatore europeo non impone gli Stati membri di adottare le sanzioni penali ma si limita a richiedere l'adozione di "misure efficaci proporzionali e dissuasive". Inoltre anche in campo nazionale vi è un indirizzo di orientamento tra le sanzioni penali ed amministrative, infatti la circolare della Presidenza del Consiglio dei Ministri del 19 novembre del 1982 stabilisce dei criteri di scelta in base ai principi di proporzione tra la sanzione punitiva e l'offesa e sussidiarietà della sanzione penale.

Si rileva poi, dal punto di vista più strettamente tecnico, come la sanzione amministrativa oltre all'immediatezza e particolare afflittività, non preveda la sospensione condizionale della pena e che per l'illecito amministrativo la disciplina dell'interruzione della prescrizione non è soggetta all'applicabilità di taluni sbarramenti previsti dall'articolo 160 c.p.⁷⁶.

La legge n. 62/05 ha optato quindi per una sovrapposizione di tipologie di illecito prevedendo per gli stessi soggetti attivi del reato, *insiders* primari e "criminali", nel compimento delle medesime condotte, la configurabilità di una forma cumulativa del reato e dell'illecito amministrativo, il c.d. doppio binario, e la conseguente apertura di un doppio procedimento.

La dottrina maggioritaria, tuttavia, ritiene che la scelta del legislatore sia orientata verso una valutazione "pan-punitiva" che mantenga ferma la sanzione penale, inasprita rispetto al passato, per le ipotesi più gravi e al contempo aggiunga una sanzione amministrativa, con il preciso scopo di avvalersi della sua

⁷⁶ Si riporta il testo della norma: "1. Il corso della prescrizione è interrotto dalla sentenza di condanna o dal decreto di condanna.

2. Interrompono pure la prescrizione l'ordinanza che applica le misure cautelari personali, e quella di convalida del fermo o dell'arresto, l'interrogatorio reso davanti al pubblico ministero o al giudice, l'invito a presentarsi al pubblico ministero per rendere l'interrogatorio, il provvedimento del giudice di fissazione dell'udienza in camera di consiglio per la decisione sulla richiesta di archiviazione, la richiesta di rinvio a giudizio, il decreto di fissazione dell'udienza preliminare, l'ordinanza che dispone il giudizio abbreviato, il decreto di fissazione dell'udienza per la decisione sulla richiesta di applicazione della pena, la presentazione o la citazione per il giudizio direttissimo, il decreto che dispone il giudizio immediato, il decreto che dispone il giudizio e il decreto di citazione a giudizio.

3. La prescrizione interrotta comincia nuovamente a decorrere dal giorno della interruzione. Se più sono gli atti interruttivi, la prescrizione decorre dall'ultimo di essi; ma in nessun caso i termini stabiliti nell'articolo 157 possono essere prolungati oltre i termini di cui all'articolo 161, secondo comma, fatta eccezione per i reati di cui all'articolo 51, commi 3-bis e 3-quater, del codice di procedura penale".

indefettibilità e consentire più incisivi poteri di intervento da parte dell'Autorità di controllo.

Un'autonoma previsione di fattispecie costituente abuso di informazioni di privilegiate è la norma dettata dall'articolo 187 *bis* al comma 4, integrante ora un illecito amministrativo: si tratta di una significativa modifica di disciplina, una depenalizzazione in favore dei c.d. *insider* secondari.

La disposizione prevede che ad essere punito con la sanzione amministrativa da ventimila a tre milioni di euro sia colui che “*in possesso di informazioni privilegiate, conoscendo o potendo conoscere in base all'ordinaria diligenza, il carattere privilegiato delle stesse*”, ponga in essere taluna delle condotte descritte dall'articolo 187 *bis*.

La formula adottata dal legislatore lascia intendere che è il semplice possesso, non dettagliato, visto che non si specifica né quale sia la sua fonte, né la modalità di acquisizione dell'informazione privilegiata, ad essere l'elemento costitutivo della situazione che fa scattare le inibizioni operative previste dal primo comma dell'articolo 187 *bis*.

L'aver incentrato come fondamento dal quale promana il divieto operativo il semplice possesso produce una significativa anticipazione della tutela, non dovendosi valutare l'eventuale sfruttamento della notizia, tale che ci si deve porre sul piano soggettivo per poter discernere le condotte lecite dalle illecite.

Il nuovo illecito amministrativo si caratterizza quindi anche per la descrizione dell'elemento soggettivo: oltre all'effettiva conoscenza da parte dell'*insider* secondario, rimarcata dal gerundio “*conoscendo*”, dell'informazione privilegiata, integrante una ipotesi di illecito amministrativo doloso, e che esprime uno stato di conoscenza da parte dell'agente della natura dell'informazione della quale è in possesso, rileva anche la possibilità di avere tale conoscenza: qui il legislatore, utilizzando la formula “*potendo conoscere in base all'ordinaria diligenza*”, ha chiaramente introdotto un profilo di responsabilità a titolo di colpa e l'uso tanto del verbo “*potere*” quanto della classica formula “*ordinaria diligenza*” ne sono un chiaro segno rivelatore; l'illecito è integrato, sotto il profilo psicologico anche quando l'*insider* secondario, al momento dell'azione, ignori per colpa di essere in possesso di una informazione privilegiata.

Il disvalore del comportamento, quindi, è individuato nella carenza di quell'ordinaria diligenza che esprime un criterio di minima attenzione che si deve porre ed è richiesta a qualunque consociato.

Ed allora se si dovrà alternativamente accertare, a seconda che si verta in ipotesi dolosa o in quella colposa, la effettiva conoscenza dell'informazione privilegiata o se impiegando la normale diligenza sarebbe stato possibile conoscere la natura privilegiata della stessa, nascono non poche perplessità per la previsione delle stesse sanzioni per due condotte differenti dal punto di vista soggettivo.

Prendendo poi in considerazione le ipotesi di manipolazione del mercato si deve rilevare che l'intervento del legislatore del 2005 sembrerebbe aver realizzato anche in questo caso una piatta e perfettamente coincidente sovrapposizione dei due illeciti⁷⁷ viste la specularità, se non identità, tra le condotte attive previste dagli articoli 185 e 187 *ter* del TUF e, *a fortiori*, l'identità del bene giuridico tutelato dalle norme, ovvero l'interesse generale al normale e non artefatto meccanismo di formazione dei prezzi degli strumenti finanziari.

Tale assunto, avallato dalla presenza nel testo della norma della già citata clausola di riserva che rende obbligatoria l'applicazione della sanzione penale quando il fatto costituisca reato, potrebbe comportare ancora una volta un cumulo di sanzioni, o meglio una duplicazione di procedimenti penale ed amministrativo, con il risultato di una manipolazione assai più grave di quella compiuta nell'ambito del mercato, ossia la manipolazione delle norme penali⁷⁸.

Tornando all'analisi dell'articolo 187 *ter* del TUF, tale disposizione risente fortemente dei condizionamenti del legislatore comunitario tanto da introdurre delle novità, delle vere e proprie scelte di rottura.

Tra le strategie manipolative di tipo informativo, infatti, innanzitutto vengono espressamente menzionate le notizie diffuse mediante strumenti di comunicazione telematica ed, in più, si fa riferimento alle già analizzate voci di mercato, cioè le notizie dotate di un minor grado di attendibilità ed oggettività. Con il loro espresso

⁷⁷ M.B. Magro, *La manipolazione di mercato tra illecito penale ed illecito amministrativo in Cassazione penale*, 2007, pp. 61-73.

⁷⁸ In tal senso A. Crespi, *Manipolazione del mercato e manipolazione di norme incriminatrici in Banca, borsa e titoli di credito*, 2009, pp. 107-135.

richiamo, quindi, il legislatore ha voluto evidentemente estendere l'ambito di applicabilità dell'illecito amministrativo rispetto a quello penale.

L'autonomia del primo è, inoltre, testimoniata dall'inclusione tra i dati oggetto materiale della condotta di manipolazione informativa altresì delle notizie "fuorvianti". La dimensione qualitativa delle informazioni rilevanti viene quindi mutata ed ampliata, facendovi rientrare quei dati non del tutto falsi, anche colposi, che prescindano da un giudizio preliminare di veridicità o attendibilità e che siano indipendenti rispetto alla consapevolezza del soggetto agente della loro non rispondenza al vero.

Si dovrebbe per cui concludere nel senso del rapporto inscindibile tra illecito amministrativo e penale: riprendendo lo schema di complementarità previsto dal legislatore eurounitario in relazione al rapporto tra il MAR che disciplina la materia degli abusi di mercato in chiave amministrativa e la MAD II che, invece, si occupa dell'opzione punitiva criminale muovendosi però nel contesto di riferimento delineato dal Regolamento, il nostro Testo unico finanziario, mediante la ricostruzione analitica della fattispecie amministrativa va a delimitare chiaramente l'ambito di applicabilità della norma penale a quelle condotte dotate di maggiore offensività o connotate dall'elemento soggettivo del dolo.

Merita un ultimo cenno il terzo comma dell'articolo 187 *ter*: in particolare questo elenca una serie di condotte rilevanti alla stregua della fattispecie. Proprio con riferimento a quest'ultima norma, infatti, è evidente la *voluntas legis* di punire dei fatti che siano avulsi dal connotato della falsità, della fraudolenza o della capacità ingannatoria.

Si fa riferimento, innanzitutto al compimento di operazioni false o fuorvianti, indicate alla lettera a) del terzo comma dell'articolo 187 *ter*, per poi passare a quelle artificiali e ingannevoli (lettera b) fino a nominare, alla lettera c), le operazioni che fissano i prezzi a livelli anormali o artificiali. Proprio rispetto a quest'ultima ipotesi si rinviene il distacco del legislatore rispetto alla fattispecie penale. Seppure non sia dato sapere in che cosa si concretizzi tale tipo di operazioni, è evidente che questo schema normativo non abbia niente a che fare con la falsità o fraudolenza informativa. Alla luce di ciò, quindi, si potrebbe concludere nel senso che la disposizione di cui si discute abbia una sorta di *vis attractiva* facendo orbitare

attorno a sé tutte quelle condotte che, nonostante la nota della *price sensitivity* così come analizzata in precedenza, non siano riconducibili allo schema della simulazione e quindi producano effetti giuridici.

In tema di rapporti tra le due tipologie di illecito, si può concludere osservando che le enunciazioni contenute nel primo e nel terzo comma dell'articolo 187 *ter* si presentano, almeno in parte, più articolate rispetto alla corrispondente figura delittuosa e quindi rispettose del principio di specialità intersettoriale tra illecito penale ed amministrativo di cui all'articolo 9 della legge 24 novembre 1981 n. 689⁷⁹, la cosiddetta legge di depenalizzazione.

Tale conclusione si rivela, però, probabilmente non adeguata ad evitare l'innescarsi del pericoloso meccanismo del doppio binario sanzionatorio.

7. Il trattamento sanzionatorio nella normativa eurounitaria al cospetto del principio di *ne bis in idem*

Avendo delineato l'assetto normativo che il legislatore comunitario ha faticosamente posto in essere e le sue ricadute nell'ordinamento domestico, si può passare all'analisi del trattamento sanzionatorio previsto nelle ipotesi di abuso di informazioni privilegiate e manipolazione del mercato. Questo è sicuramente uno dei punti più nevralgici della disciplina che reca con sé delle problematiche di maggiore o minore evidenza a seconda della visuale che si sceglie di adottare. L'attuale sistema repressivo si presenta piuttosto articolato e si sviluppa su più livelli: se da un lato si può notare il rapporto inscindibile che intercorre tra lo sforzo legislativo degli organi eurounitari a configurare prescrizioni generali ed astratte e gli Stati membri che si impegnano a recepirle ed attuarle efficacemente, non va dimenticato che ci si trova in presenza di un doppio paradigma punitivo, amministrativo da un lato e penale dall'altro.

⁷⁹ Ai sensi dell'articolo 9.1 della legge citata: “1. Quando uno stesso fatto è punito da una disposizione penale e da una disposizione che prevede una sanzione amministrativa, ovvero da una pluralità di disposizioni che prevedono sanzioni amministrative, si applica la disposizione speciale”.

Tale scelta si presenta particolarmente dura e severa se si considera, tra l'altro, che se da un lato i provvedimenti comunitari del 2014 hanno cercato di limitare la discrezionalità degli Stati in ordine al tipo di sanzione applicare, in base alla dicotomia amministrativo/penale, dall'altro non devono essere tralasciati gli ampi margini di apprezzamento concessi agli Stati in relazione alle concrete modalità di attuazione della tutela di tipo penalistico. Calibrato ai singoli ordinamenti nazionali, tale principio si potrebbe rilevare alquanto pernicioso. Si pensi al sistema italiano: mediante il recepimento della Direttiva 2003/6/CE ad opera della già citata Legge comunitaria 2004 che ha introdotto nel Testo unico finanziario un regime sanzionatorio già di per sé aspro, aggravato ulteriormente dalla Legge sulla tutela del risparmio, per i delitti di abuso di informazioni privilegiate e manipolazione di mercato vengono irrogate in concreto delle vere e proprie sanzioni draconiane che oltre alla libertà personale del soggetto agente vanno ad incidere profondamente anche sui diritti patrimoniali ponendo delle serie implicazioni in termini di adeguatezza e proporzionalità della pena⁸⁰.

Tornando alla ricostruzione del sistema punitivo, occorre premettere quanto segue. Posto che gli illeciti di cui discutiamo possono essere e spesso sono transfrontalieri, il soggetto che pone in essere una condotta di tal genere potrebbe approfittare della diversità normativa tra i vari ordinamenti domestici per commettere il fatto in quegli Stati che non prevedono sanzioni penali per detti comportamenti⁸¹, contribuendo a creare i presupposti per dannose quanto “*notevoli distorsioni della concorrenza*”⁸².

Alla luce di ciò, quindi, è palese quanto la portata applicativa delle norme sugli abusi di mercato si sia via via appesantita dopo la Direttiva 2003/6/CE. Altrettanto evidente potrebbe essere, però, il fatto che la scelta di tutelare l'integrità

⁸⁰ Per un esempio in concreto della severità del regime sanzionatorio in materia di *market abuse* si vedano gli articoli 187 *quinquies* del TUF e 25 *sexies* del dlgs 8 giugno 2001 n.231. La prima di queste norme prescrive al primo comma che nei confronti dell'ente nel cui *interesse o vantaggio* siano commessi illeciti amministrativi di abuso di informazioni privilegiate o manipolazione del mercato da soggetti agenti puntualmente qualificati, si applica la stessa sanzione amministrativa prevista per le persone fisiche. L'articolo 25 *sexies* comma 1 del dlgs 231/2001, ricalcando il sistema della doppia opzione punitiva prevede che: “*In relazione ai reati di abuso di informazioni privilegiate e di manipolazione del mercato previsti dalla parte V, titolo I-bis, capo II, del testo unico di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, si applica all'ente la sanzione pecuniaria da quattrocento a mille quote*”.

⁸¹ C. Brusegan, *Nuove frontiere* cit., pg. 5.

⁸² In tal senso il Considerando n. 5 del Regolamento UE 596/2014.

del mercato unico abbia comportato un atteggiamento eccessivamente “negligente” del legislatore eurolunitario rispetto a delle problematiche particolarmente importanti: se si è scelto di dare “prevalenza al penale”, è necessario comprendere fino in fondo quali siano gli spazi applicativi lasciati alla sanzione amministrativa onde evitare di creare frizioni rispetto al fondamentale limite del divieto di *bis in idem*. Tematica, quest’ultima, meritevole di maggiori approfondimenti.

7.1 Paradigmi sanzionatori a confronto

Riconosciuto il *favor* del legislatore comunitario per la sanzione penale, dotata di una maggiore efficacia dissuasiva, rimane aperto il problema del ruolo da assegnare alla sanzione amministrativa che, forse con troppa leggerezza, è esplicitamente raccomandata ma non imposta⁸³ dal combinato disposto dei Considerando n. 71⁸⁴ e 72⁸⁵ del Regolamento UE 596/2014. Tuttavia la lettura della Direttiva e del Regolamento in un’ottica sistematica sembra risolvere piuttosto semplicisticamente i termini della questione: i due provvedimenti, infatti, sembrano far riferimento non già a due sistemi punitivi paralleli e necessariamente separati che potenzialmente potrebbero sanzionare il medesimo fatto⁸⁶ bensì ad un modello repressivo unico chiamato a disciplinare il settore degli abusi di mercato. A sostegno di questa visione unitaria potrebbe chiamarsi in causa un argomento di

⁸³ Sull’argomento si veda F. Mucciarelli, *La nuova disciplina eurocomunitaria sul market abuse: tra obblighi di criminalizzazione e ne bis in idem* in www.penalecontemporaneo.it, 8 febbraio 2016.

⁸⁴ Ivi si specifica che: “(...)è opportuno prevedere una serie di sanzioni amministrative e altre misure amministrative per assicurare un approccio comune negli Stati membri e potenziarne l’effetto deterrente (...)”.

⁸⁵ Il Considerando n. 72 del MAR prevede che: “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 (...)”.

⁸⁶ Per la nozione di “medesimo fatto” rilevante per la sussistenza del *ne bis in idem* si veda il § 224 della sentenza della Corte europea dei Diritti dell’Uomo “Grande Stevens e altri c. Italia” del 4 marzo 2014 in materia di manipolazione del mercato dove si chiarisce che: “Resta da determinare se il nuovo procedimento in questione fosse basato su fatti che erano sostanzialmente gli stessi rispetto a quelli che sono stati oggetto della condanna definitiva. A tale riguardo, la Corte osserva che, contrariamente a quanto sembra affermare il Governo (paragrafo 217 supra), dai principi enunciati nella causa Serguei Zolotoukhine sopra citata risulta che la questione da definire non è quella di stabilire se gli elementi costitutivi degli illeciti previsti dagli articoli 187 ter e 185 punto 1 del decreto legislativo n. 58 del 1998 siano o meno identici, ma se i fatti ascritti ai ricorrenti dinanzi alla CONSOB e dinanzi ai giudici penali fossero riconducibili alla stessa condotta”.

tipo linguistico. Nella traduzione in italiano degli atti normativi in esame, infatti, viene utilizzato il termine “reato”, impiegato in modo del tutto atecnico, sia se lo si confronta coi principi dell’ordinamento penale domestico, sia con riferimento alla formulazione del MAR e della MAD II in altre lingue ufficiali dell’Unione europea. Si assume ad esempio la versione inglese dove si parla di “*serious market abuse offences*”, quasi a richiamare una sorta di implicita progressione offensiva che sembrerebbe propendere per l’applicazione della sanzione penale solo nelle ipotesi più gravi di abuso di informazioni privilegiate e manipolazione del mercato. Queste sfumature semantiche non possono essere rinvenute invece nel lemma “reato” che, in un’ottica assolutamente formalistica che ben si sposa con il principio di legalità che informa il nostro sistema penale, ha univoca valenza penalistica. La questione può essere risolta solo in via interpretativa, in quanto per l’ordinamento domestico fa fede il testo pubblicato in Gazzetta Ufficiale UE nella rispettiva lingua nazionale.

A prescindere dal dato letterale, però, si deve prendere atto della disciplina sostanziale: il legislatore eurounitario, ai sensi del già citato Considerando n. 8 della Direttiva 2014/57/UE prescrive l’adozione obbligatoria della sanzione penale almeno per “*i casi gravi (...) se commessi con dolo*” e che tali misure dovranno consistere nella detenzione, prevedendo altresì la durata minima della stessa con l’ulteriore precisazione che, alla luce di ciò che prevede il Considerando n. 21 del Regolamento UE 596/2014, gli Stati membri avranno la facoltà di utilizzare la pena detentiva anche nel caso di manipolazione del mercato “*commessa con colpa grave o negligenza*”.

Un siffatto sistema, improntato ad un gradualismo sanzionatorio collegato alla gravità del fatto, sembra almeno a prima vista e sul versante della sua astratta configurazione, efficiente rispetto alla doverosa osservanza del superiore principio del *ne bis in idem*⁸⁷ ma si introduce anche un’ulteriore importante tematica: quella degli indici che i legislatori degli Stati membri dovrebbero utilizzare per divincolarsi nella scelta del tipo di misura da applicare.

7.1.1 I criteri discretivi previsti dal legislatore comunitario

⁸⁷ F. Mucciarelli *La nuova disciplina* cit., pg. 13.

I criteri selettivi previsti dalla normativa europea per coadiuvare i legislatori e gli interpreti dei vari ordinamenti giuridici nazionali a disciplinare i fenomeni di *market abuse* attengono da un lato al concetto di “gravità” e dall’altro, al profilo psicologico della condotta.

Partendo dalla gravità, essa inerisce al versante oggettivo degli illeciti di cui ci occupiamo: un’oggettività che si declina però in maniera particolare, non attenendo, infatti alle modalità in cui si estrinseca la condotta ovvero ad altri elementi che costituiscono la tipicità del fatto, fa riferimento a parametri esterni rispetto al comportamento proibito.

Tale natura oggettiva del canone della gravità trova conferma nel dato testuale: esso infatti fa riferimento indifferentemente alla condotta, al reato, all’illecito non qualificato in modo ulteriore o più in generale al fatto, rendendo i termini fungibili tra di loro. La scelta, forse consapevole, di utilizzare un linguaggio poco attento e soprattutto poco incline all’utilizzo di categorie giuridiche ben definite ha portato, in sede di traduzione dei testi normativi soprattutto in italiano, all’utilizzo di espressioni poco tecniche. Tuttavia, poiché questo *deficit* di tecnicismo potrebbe essere la conseguenza della necessità di rivolgersi a differenti legislatori nazionali, a loro volta “parlanti” lingue tecniche molto diverse le une dalle altre, si può pacificamente concludere in via interpretativa che i termini a cui si è fatto riferimento possano essere considerati sinonimi.

Posta in questo modo, la questione si riduce in sostanza ad esaminare un fatto e decidere se esso possa dirsi diverso: si tratta più esattamente di verificare se una gravità diversamente modulata comporti *ex lege* la diversità del fatto naturalistico, scongiurando il rischio di punire con una doppia sanzione, penale ed amministrativa, la stessa condotta posta in essere da un soggetto.

Gli indici di gravità a cui fa riferimento la Direttiva attengono in misura preponderante agli effetti delle condotte vietate. In tal senso è utile, ancora una volta, confrontarsi direttamente col testo normativo della MAD II. Il Considerando n. 11, infatti, rileva che: “*Ai fini della presente direttiva, l’abuso di informazioni privilegiate e la comunicazione illecita di informazioni privilegiate dovrebbero essere considerati gravi in casi come quelli in cui è di livello elevato l’impatto sull’integrità del mercato, il profitto effettivo o potenziale ritratto ovvero la perdita*

evitata, la misura del danno cagionato al mercato ovvero il valore complessivo degli strumenti finanziari negoziati. Altre circostanze di cui si potrebbe tenere conto sono, per esempio, quelle in cui un reato sia stato commesso nell'ambito di un'organizzazione criminale o in cui la persona abbia già commesso in passato reati di questo genere”.

Con riferimento, invece, alla manipolazione del mercato, ricalcando i parametri utilizzati in materia di *insider trading*, il Considerando n. 12 della Direttiva afferma che: *“Ai fini della presente direttiva, la manipolazione del mercato dovrebbe essere considerata grave in casi come quelli in cui è di livello elevato l'impatto sull'integrità del mercato, il profitto effettivo o potenziale ritratto ovvero la perdita evitata, la misura del danno cagionato al mercato, 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”.*

Come anticipato in precedenza, il legislatore comunitario ha ritenuto di accompagnare al requisito della gravità quello della natura dolosa dell'illecito meritevole della sanzione penale. E' da notare che proprio con riferimento al dolo, la scelta di utilizzare termini espressivi di concetti fra loro diversi in modo sinonimico genera conseguenze che lasciano perplessi. Si pensi, ad esempio, alla coppia elemento psicologico/fatto nella prospettiva di dover considerare il dolo come elemento discretivo tra fatti, essendo preferibile la tesi prevalente per la quale, nell'ordinamento italiano, l'elemento soggettivo non è un estremo del fatto e neppure della condotta ma lo è sicuramente del reato.

Ad ogni modo, al di là delle incertezze terminologiche che si possono rilevare, la normativa prevede degli indici di gravità contemplati in relazione alle distinte figure di illecito di *market abuse*. In particolare, con riferimento all'abuso di informazioni privilegiate e all'illecita comunicazione di queste, il già citato testo del Considerando n. 11 della Direttiva fa riferimento al *“valore complessivo degli strumenti finanziari negoziati”*. Indice senz'altro espressivo del comportamento ma che per la sua struttura non si addice, per fare un esempio, all'ipotesi della comunicazione illecita che prescinde dal compimento delle operazioni borsistiche.

Un correttivo per i legislatori nazionali potrebbe essere, quindi, l'introduzione di un parametro numerico espressivo della misura oltre la quale il caso va considerato grave e dunque assoggettato alla sanzione penale.

Gli altri due criteri attengono invece alla condizione soggettiva dell'agente, intesa in senso lato.

Da un lato viene in rilievo l'ipotesi che il fatto sia stato "*commesso nell'ambito di una organizzazione criminale*" e dall'altro che l'agente abbia commesso reati dello stesso genere, concetto che richiama l'istituto della recidiva presente nel nostro codice penale.

Con riferimento alla manipolazione del mercato, invece, il Considerando n. 12 della MAD II individua come parametro discretivo del fatto innanzitutto quello riguardante "*l'alterazione del valore dello strumento finanziario o del contratto a pronti su merci*". Anche qui sarebbe preferibile introdurre una soglia numerica di rilevanza penale del fatto onde introdurre più determinatezza nella fattispecie. Meno problematico è invece il parametro riguardante "*l'analisi dei fondi utilizzati in origine*" poiché è evidente il suo connotato di concretezza e la sua rilevanza in termini di rilevanza della condotta.

Alla luce di quanto considerato, la disciplina eurocomunitaria degli abusi di mercato, così come delineata dai provvedimenti del 2014 è suscettibile, soprattutto in punto di trattamento sanzionatorio e delle problematiche ad esso relativo, di produrre importanti effetti, diretti ed indiretti, sul diritto penale domestico soprattutto se accompagnati da opportune prospettive di riforma. Tema, quest'ultimo, che merita di essere approfondito.

8. Le prospettive di riforma in tema di abusi di mercato

Il carattere fortemente innovativo della disciplina dettata da MAR e MAD II impone rilevanti modifiche alla normativa domestica in materia di *market abuse* attualmente in vigore.

Tale esigenza si presenta assolutamente irrinunciabile vista la necessità di rispettare i diritti umani fondamentali. Un'affermazione di questo genere

sembrerebbe distonica rispetto alla concezione classica dello *human rights law*⁸⁸ che mal si presta ad accostamenti con la dimensione dei mercati finanziari. Eppure, si deve riconoscere come oltre agli indefettibili principi della tutela della vita o della dignità umana vi siano altri importanti presidi della difesa dell'individuo contro la potestà punitiva dello Stato: tali sono, ad esempio, il diritto ad un equo e giusto processo e, per quello che qui interessa, il divieto di *bis in idem*.

I primi segnali lanciati dal nostro legislatore non sono, tuttavia, incoraggianti. In sede di recepimento della Direttiva 2014/57/UE, infatti, Il disegno di legge di delegazione europea 2014⁸⁹, presentato dal governo alle camere lo scorso febbraio, addirittura non prevedeva alcuna modifica della disciplina del TUF, sulla base della motivazione secondo cui il nostro ordinamento sarebbe già in linea rispetto agli obblighi posti dalla MAD II in materia di sanzioni penali per gli abusi di mercato.

Al descritto inconveniente si è rimediato in sede parlamentare, attraverso l'iniziativa di svariati senatori di maggioranza e opposizione, che hanno presentato tre emendamenti di identico contenuto ai quali si deve la formulazione dell'articolo 11 l. 114/2015⁹⁰.

⁸⁸ Letteralmente "diritto dei diritti umani".

⁸⁹ D.d.l d'iniziativa governativa n. S-1758 recante "*Delega al Governo per il recepimento delle direttive europee e l'attuazione di altri atti dell'Unione europea - Legge di delegazione europea 2014*", presentato al Senato della Repubblica il 5 febbraio 2015 e approvato in via definitiva dalla Camera dei Deputati il 2 luglio successivo, divenendo l. 9.7.2015 n. 114.

⁹⁰ Si riporta il testo della norma: "*1. Nell'esercizio della delega per l'attuazione della direttiva 2014/57/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 16 aprile 2014, relativa alle sanzioni penali in caso di abusi di mercato (direttiva abusi di mercato), anche ai fini dell'adeguamento della normativa nazionale alle disposizioni del regolamento (UE) n. 596/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 16 aprile 2014, relativo agli abusi di mercato (regolamento sugli abusi di mercato) e che abroga la direttiva 2003/6/CE del Parlamento europeo e del Consiglio e le direttive 2003/124/CE, 2003/125/CE e 2004/72/CE della Commissione, il Governo è tenuto a seguire, oltre ai principi e criteri direttivi di cui all'articolo 1, comma 1, anche i seguenti principi e criteri direttivi specifici:*

a) apportare al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, le modifiche e le integrazioni necessarie per dare attuazione alla direttiva 2014/57/UE e alle disposizioni del regolamento (UE) n. 596/2014 che lo richiedono e provvedere ad abrogare le norme dell'ordinamento nazionale riguardanti gli istituti disciplinati dal regolamento anzidetto;

b) designare la CONSOB quale autorità competente ai fini del regolamento (UE) n. 596/2014, assicurando che la stessa autorità possa esercitare poteri di vigilanza e di indagine di cui agli articoli 22 e 23 e i poteri sanzionatori di cui all'articolo 30 del regolamento;

c) prevedere, ove opportuno, il ricorso alla disciplina secondaria adottata dalla CONSOB nell'ambito e per le finalità specificamente previste dal regolamento (UE) n. 596/2014, dalla direttiva 2014/57/UE e dalla legislazione dell'Unione europea a complemento degli stessi;

d) modificare, ove necessario, il citato testo unico di cui al decreto legislativo n. 58 del 1998 per conformare l'ordinamento nazionale alle disposizioni di cui agli articoli 24, 25 e 26 del regolamento (UE) n. 596/2014 in materia di cooperazione e scambio di informazioni con l'Autorità europea degli

In particolare, il Governo è stato delegato a dare attuazione, entro il 3 luglio 2016, al nuovo *corpus* eurounitario di regole in tema di abusi di mercato e il Parlamento ha indicato a tal fine, nell'articolo 11 della medesima legge, una serie di “*principi e criteri direttivi specifici*”, tali nella forma più che nella sostanza.

Dall'esame dei lavori preparatori si ricava l'impressione che la repentina svolta del legislatore delegante sia dovuta non tanto ad una sorta di ravvedimento operoso quanto a una precisa sollecitazione proveniente dall'autorità di vigilanza sui mercati.

Tutt'affatto casuale appare la circostanza che i tre emendamenti-fotocopia al d.d.l. 1758 siano stati presentati dopo l'audizione parlamentare informale del presidente della Consob, nel corso della quale era stata auspicata l'integrazione della legge-delega con riferimento alla MAD II.

Il rimedio apprestato per colmare una così vistosa lacuna costituisce tuttavia una sorta di “norma penale in bianco”⁹¹, posto che richiama pedissequamente i principali tratti della disciplina eurounitaria e ne dispone l'innesto nell'ordinamento

strumenti finanziari e dei mercati (ESMA), con le autorità competenti degli Stati membri, nonché con le autorità di vigilanza di Paesi terzi;

e) attribuire alla CONSOB il potere di imporre le sanzioni e le altre misure amministrative per le violazioni espressamente elencate dall'articolo 30 del regolamento;

f) rivedere, in modo tale da assicurarne l'adeguatezza, i minimi edittali delle sanzioni di cui agli articoli 187-bis e 187-ter del testo unico di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, fissandoli in misura non inferiore a 20.000 euro;

g) rivedere l'articolo 187-sexies del testo unico di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, in modo tale da assicurare l'adeguatezza della confisca, prevedendo che essa abbia ad oggetto, anche per equivalente, il profitto derivato dalle violazioni delle previsioni del regolamento (UE) n. 596/2014;

h) prevedere che, per stabilire il tipo ed il livello di sanzione amministrativa per le violazioni delle previsioni stabilite dal regolamento (UE) n. 596/2014, si tenga conto delle circostanze pertinenti, elencate dall'articolo 31 del medesimo regolamento;

i) prevedere che siano individuate, fermo restando un sistema di sanzioni amministrative proporzionato, efficace e dissuasivo, condotte dolose gravi di abuso di mercato punibili con sanzioni penali effettive, proporzionate e dissuasive;

l) prevedere che l'individuazione delle condotte dolose gravi di abuso di mercato avvenga sulla base dei criteri contenuti nella direttiva 2014/57/UE, quale la qualificazione soggettiva dei trasgressori, come nel caso in cui essi siano esponenti aziendali degli emittenti, ovvero esponenti di autorità di vigilanza o di governo, ovvero persone coinvolte in organizzazioni criminali ovvero persone che abbiano già commesso in passato lo stesso tipo di illecito di abuso di mercato;

m) evitare la duplicazione o il cumulo di sanzioni penali e sanzioni amministrative per uno stesso fatto illecito, attraverso la distinzione delle fattispecie o attraverso previsioni che consentano l'applicazione della sola sanzione più grave ovvero che impongano all'autorità giudiziaria o alla CONSOB di tenere conto, al momento dell'irrogazione delle sanzioni di propria competenza, delle misure punitive già irrogate;”

⁹¹ Sul tema delle norme penali in bianco si veda G. Fiandaca-E. Musco, *Diritto penale. Parte generale*, Zanichelli, 2014, pp. 106-109.

domestico, in mancanza di qualsiasi tipo di apprezzamento politico-criminale che si traduce nella sostanziale assenza di linee-guida per il delegato.

L'impossibilità di rinvenire linee-guida chiare nella dimensione sovranazionale avrebbe, quindi, dovuto suggerire al Parlamento particolare cautela nell'incaricare il Governo della riforma della disciplina domestica dei *market abuse*.

L'unico punto fermo della legge-delega attiene al superamento del cumulo sanzionatorio penale e amministrativo ora previsto per gli abusi di mercato, accogliendo in questo modo non solo le indicazioni contenute negli atti normativi eurounitari ma anche e soprattutto onde evitare frizioni con l'indefettibile principio del *ne bis in idem*.

L'articolo 11. 1 della l. 114/2015 stabilisce, alla lettera m, che l'osservanza di tale dogma giuridico dovrà essere assicurata “*attraverso la distinzione delle fattispecie o attraverso previsioni che consentano l'applicazione della sola sanzione più grave, ovvero che impongano all'autorità giudiziaria o alla CONSOB di tenere conto, al momento dell'irrogazione delle sanzioni di propria competenza, delle misure punitive già irrogate*”.

A ben vedere, solo la prima opzione, *id est*: la scelta di distinguere gli illeciti amministrativi dalle ipotesi di reato, garantirebbe l'integrale rispetto dei principi della Convenzione europea dei diritti umani⁹², il cui articolo 4 del Protocollo 7 non limita la garanzia al divieto di essere sanzionati due volte per il medesimo fatto, ma la estende comprensibilmente al doppio “processo”, concependo l'accertamento plurimo come lesivo dei diritti fondamentali dell'individuo: basti pensare, indipendentemente dalla materia degli abusi di mercato, al pregiudizio reputazionale connesso alla condizione di “imputato” in un procedimento sanzionatorio, pur se qualificato come amministrativo. Circoscrivere l'operatività del *ne bis in idem* alla dimensione punitiva in senso stretto e non anche al procedimento non farebbe dunque venir meno il contrasto della disciplina italiana sui *market abuse* con lo strumento convenzionale europeo.

Tornando alla imminente riforma della disciplina italiana degli abusi di mercato, sembra dunque pacifica l'insostenibilità, nella prospettiva *lato sensu*

⁹² Consultabile al link: http://www.echr.coe.int/Documents/Convention_ITA.pdf

europea, della duplicazione di procedimenti (anziché di sanzioni) astrattamente configurabile ad opera del legislatore delegato, essendo peraltro difficile revocare in dubbio che l'accertamento Consob rientri nella sfera di applicazione delle garanzie sul "processo equo" stabilite dalla Convenzione europea dei diritti dell'Uomo e violate dall'attuale assetto normativo.

La già denunciata carenza di precisione della legge-delega si manifesta, d'altronde, proprio sul versante squisitamente penalistico, ove il Parlamento non fornisce alcun criterio direttivo. Emblematico il disposto dell'articolo 11. 1 lettera i della l. 114/2015 che dispone di: *«prevedere che siano individuate, fermo restando un sistema di sanzioni amministrative proporzionato, efficace e dissuasivo, condotte dolose gravi di abuso di mercato punibili con sanzioni penali effettive, proporzionate e dissuasive»*.

Tralasciando l'evidente ridondanza rispetto ai già citati testi normativi comunitari, si deve rilevare che gran parte dei *«principi e criteri direttivi specifici»* della legge-delega in esame attengono ai compiti dell'autorità di vigilanza dei mercati finanziari, cui compete un ruolo di indubbio protagonismo anche nell'architettura normativa sovranazionale: l'armonizzazione delle prassi e il raccordo tra i sistemi punitivi degli Stati membri non possono che essere curati da *authorities* e dunque dalla Consob nel nostro ordinamento.

L'esperienza italiana nel decennio di vigenza della disciplina degli abusi di mercato derivata dalla MAD I ha tuttavia messo in luce le problematiche connesse alla moltitudine di funzioni assolve dalla Commissione nazionale per le società e la borsa che, oltre ai fisiologici compiti regolatori e di monitoraggio del mercato, ha assunto un peso notevole nell'*enforcement*, essendo dotata di rilevanti potestà sanzionatorie nonostante sia priva della fisionomia e delle garanzie che caratterizzano la giurisdizione.

A tale evidente deroga al principio di separazione dei poteri, si aggiunge l'*“aporia insuperabile”*⁹³ della titolarità del diritto di costituirsi parte civile nei procedimenti penali per fatti di abusi di mercato⁹⁴.

⁹³ Così F. D'alessandro, *Regolatori del mercato, enforcement e sistema penale*, Giappichelli, 2014, pp. 363 ss.

⁹⁴ Sul ruolo della Consob nel processo penale si veda A.F. Tripodi, *Rapporti tra procedimenti e ruolo della Consob* in F. Sgubbi-D. Fondaroli-A.F. Tripodi *Diritto penale cit.*, pp. 233- 254.

L'imminente riforma rappresenta, insomma, l'ennesima occasione mancata per il ripensamento del ruolo di Consob.

Alla luce di quanto considerato, l'intervento che spetta al legislatore nazionale si presenta complesso perché un'opera di adeguamento di tale genere, rispettosa doverosamente del superiore principio del *ne bis in idem*, non può essere affidata a una trasposizione del dettato della Direttiva in un decreto legislativo che ne costituisca la mera trascrizione: il *corpus* normativo Regolamento/Direttiva è unitario e fortemente interdipendente e, conseguentemente, l'opera di adeguamento richiede attenzione analitica e competenze tecniche adeguate.

CAPITOLO II
IL DOPPIO BINARIO SANZIONATORIO AL COSPETTO DEL DIVIETO
DI *BIS IN IDEM*

1. Premessa: diritto penale dell'economia e diritti umani

Quando si evocano i diritti umani, il pensiero tende istintivamente a correre a scenari drammatici, in cui la tutela stessa della dignità umana, quintessenza di quei diritti, viene messa in pericolo dal potere statale esercitato arbitrariamente e che diventa espressione di pura violenza⁹⁵.

In realtà lo *human rights law* o “diritto dei diritti umani”, che è da un lato parte del diritto internazionale e dall'altro è a pieno titolo parte del diritto interno, almeno nella misura in cui le relative fonti siano state ricomprese in quest'ultimo attraverso la legge di autorizzazione alla ratifica, ha un raggio di applicazione assai più ampio rispetto agli ordinari momenti di vita del diritto, giungendo a lambire territori ben più estesi di quei terribili scenari. Si parla al riguardo del cosiddetto *droit pénal des affaires* nell'ambito del quale abitualmente si controverte, più che di dignità umana, di interessi finanziari.

Diritti come l'equo processo o il *ne bis in idem*, che si affermarono sin dal XVIII secolo a tutela dell'individuo contro le aberrazioni del processo penale di *ancien régime*, si sono rivelati nella loro concreta declinazione ad opera della giurisprudenza come contenitori duttili, in grado di accogliere sempre nuovi risvolti di tutela degli interessi individuali estesi dal sistema europeo di protezione dei diritti umani d'altronde alle persone giuridiche.

Un siffatto tipo di tutela, inoltre, si rivolge non solo contro gli organi del potere giudiziario, chiamati ad esercitare l'azione penale e a giudicare ma anche, e ancor prima, contro lo stesso legislatore le cui scelte possono essere censurate laddove indebitamente interferiscano con i diritti umani di cui le Corti internazionali sono ormai considerate custodi.

⁹⁵ Sullo strano connubio tra diritti umani e diritto penale dell'economia si veda: F. Viganò, *Ne bis in idem e contrasto agli abusi di mercato: una sfida per il legislatore e i giudici italiani* in www.penalecontemporaneo.it, 08 febbraio 2016.

La questione della duplicazione sanzionatoria, il cosiddetto “doppio binario sanzionatorio” che l’ordinamento prevede per reprimere i fenomeni di *market abuse*, e la compatibilità di questo con il limite invalicabile del divieto di *bis in idem* costituisce un ottimo esempio della straordinaria capacità espansiva dei diritti umani, promossa da una giurisprudenza internazionale che vede nella Convenzione europea dei diritti dell’uomo un vero e proprio *living instrument*⁹⁶ e del sempre maggiore impatto dei diritti umani sugli equilibri istituzionali dell’ordinamento nazionale, con conseguenze sistemiche che potrebbero trascendere di molto la specifica materia degli abusi di mercato.

2. Il principio del *ne bis in idem* sostanziale e processuale: fonti e coordinate spaziali alla luce della giurisprudenza eurounitaria

Il principio del *ne bis in idem* rappresenta oggi un principio nodale sia a livello nazionale che sovranazionale ed internazionale che tradizionalmente si declina nella sua doppia accezione, sostanziale e processuale, soddisfacendo, dapprima, una fondamentale pretesa di giustizia sostanziale.

Il *ne bis in idem* sostanziale, sul versante interno, vieta nelle ipotesi di concorso di norme⁹⁷, di addebitare più volte lo stesso fatto al medesimo soggetto a garanzia di equità e certezza giuridica⁹⁸. Strettamente correlato alla dimensione sostanziale di tale principio è il divieto di *bis in idem* processuale, consistente nella

⁹⁶ Sul punto F. Goisis, *La tutela del cittadino nei confronti delle sanzioni amministrative tra diritto nazionale ed europeo*, Giappichelli, 2014, pg. 3 osserva come: “(...) la Corte europea dei diritti dell’Uomo di Strasburgo ha sempre rivendicato il carattere di diritto vivente, di *living instrument*, della CEDU: essa va interpretata in modo dinamico, in coerenza con l’evoluzione sociale”. Si veda inoltre Corte eur. dir. Uomo, *Grande chambre*, 12 luglio 2001, ricorso n. 44759/98, *Ferrazzini c. Italia* § 26: “The convention is however a living instrument to be interpreted in the light of present-day conditions (...) and its incumbent on the Court to review whether, in the light of changed attitudes in society as to the legal protection that falls to be accorded to individuals in their relations with the State, the scope of Article 6 § 1 should not be extended to cover disputes between citizens and public authorities as to the lawfulness under domestic law of the tax authorities’ decisions”.

⁹⁷ Per un approfondimento sul concorso di norme si veda: F. Mantovani, *Concorso e conflitto di norme nel diritto penale*, Bologna, 1996, pp. 468-475; G. Fiandaca-E. Musco, *Concorso apparente di norme in Diritto penale. Parte generale*, Zanichelli, 2014 pp. 629-630.

⁹⁸ Così F. Mantovani, *Diritto penale, Parte generale*, Cedam, 2013, pg. 482: “Il principio del *ne bis in idem* è un principio di diritto positivo non codificato, ma desumibile dal dato legislativo, ad esempio dagli artt. 15 e 84 c.p., o dalle clausole di riserva”.

preclusione ad iniziare o proseguire un procedimento penale per fatti già giudicati salvaguardando le finalità di giustizia sostanziale.

Al riguardo, come si vedrà in seguito, l'aspetto dirimente è insito nel modo in cui si intende il termine fatto: se questo debba essere inteso in senso naturalistico, ovvero un determinato comportamento visto nella sua individualità storica o, in ultimo, in senso normativo, risolvendosi nella valutazione giuridica della fattispecie legale.

Ritornando al *ne bis in idem* processuale, il riferimento normativo è contenuto nell'articolo 649 c.p.p.⁹⁹, nonché nel Patto sui diritti civili e politici e, a livello comunitario, nell'articolo 4 del Protocollo 7 CEDU¹⁰⁰. Inoltre, con l'entrata in vigore del Trattato di Lisbona e, dunque, della Carta dei diritti fondamentali dell'Unione europea¹⁰¹, il divieto di *bis in idem* ha un nuovo referente normativo nell'articolo 50 della Carta¹⁰², la cui portata ha da subito sollevato dubbi.

Infatti, mentre il principio sancito dall'articolo 4 del Protocollo 7 CEDU¹⁰³ assurge a fondamentale diritto soggettivo dell'individuo, corollario del giusto processo delineato nei suoi basilari canoni nell'articolo 6 della Convenzione stessa, azionabile mediante ricorso diretto alla Corte europea dei diritti dell'Uomo, l'articolo 50 sopracitato è una norma che sancisce l'inderogabilità del principio in seno all'Unione europea ed è altresì direttamente ed immediatamente applicabile nell'ambito dell'ordinamento giuridico interno.

⁹⁹ L'articolo 649 c.p.p. così recita: "1. *L'imputato prosciolto o condannato con sentenza o decreto penale divenuti irrevocabili non può essere di nuovo sottoposto a procedimento penale per il medesimo fatto, neppure se questo viene diversamente considerato per il titolo, per il grado o per le circostanze, salvo quanto disposto dagli articoli 69 comma 2 e 345.*

2. *Se ciò nonostante viene di nuovo iniziato procedimento penale, il giudice in ogni stato e grado del processo pronuncia sentenza di proscioglimento o di non luogo a procedere, enunciandone la causa nel dispositivo*".

¹⁰⁰ Con l'acronimo CEDU si fa riferimento alla Convenzione europea per la salvaguardia dei diritti dell'uomo e delle libertà fondamentali.

¹⁰¹ Di seguito la Carta.

¹⁰² Per dei commenti sistematici ai principi penalistici contenuti nella Carta si vedano S. Manacorda, *Carta dei diritti fondamentali dell'Unione europea e CEDU: una nuova topografia delle garanzie penalistiche in Europa?* in V. Manes-G. Zagrebelsky (a cura di), *La Convenzione europea dei diritti dell'uomo nell'ordinamento penale italiano*, Milano, 2011, pp. 147 ss.; nonché G. Salcuni, *L'eupeizzazione del diritto penale: problemi e prospettive*, Milano, 2011, pp. 411-460; G. Grasso-L. Picotti-R. Sicurella (a cura di), *L'evoluzione del diritto penale nei settori d'interesse europeo alla luce del Trattato di Lisbona*, Milano, 2011.

¹⁰³ Cfr. S. Allegrezza, *Art. 4 Prot. 7*, in S. Bartole-B. Conforti-G. Zagrebelsky (a cura di), *Commentario breve alla Convenzione europea dei diritti dell'uomo e delle libertà fondamentali*, Padova, 2012, pp. 897 ss.

Prendendo in considerazione, invece, la *ratio* del divieto, questo, da un lato, presenta un carattere preventivo che mira ad impedire un'inutile duplicazione procedimentale per "fatti" che siano, o siano già stati, oggetto di accertamento processuale, dall'altro, persegue l'obiettivo di evitare che un soggetto possa essere sottoposto più di una volta ad un procedimento penale per lo stesso fatto.

I rapporti tra *ne bis in idem* sostanziale e processuale si articolano in modo peculiare e, per certi aspetti, problematico, nei casi in cui la legge preveda che siano applicate sanzioni di diversa natura per il "medesimo fatto", tramite procedimenti di diverso tipo, ovvero, per ciò che qui interessa, amministrativo e penale.

In particolare ciò si verifica nei sistemi sanzionatori basati sul cosiddetto doppio binario, ove, eventualmente, il fenomeno del concorso apparente della norma amministrativa con quella penale non può essere risolto ricorrendo al principio di specialità che, scongiurando il concorso formale di reati, esclude l'applicazione cumulativa della pena e della sanzione amministrativa.

La situazione viene poi ulteriormente complicata dalla necessaria puntualizzazione che si impone circa la portata dell'articolo 50 della Carta¹⁰⁴: questo, infatti, non osta a che un ordinamento imponga, per le medesime violazioni, una sanzione amministrativa e successivamente una penale, configurando un sistema come quello previsto in materia di *market abuse* di cui qui si discute.

Una volta appurate tali considerazioni preliminari, si deve prendere atto dell'enorme potenza operativa del principio del *ne bis in idem* che è tale da travolgere interi ambiti normativi¹⁰⁵. Tali dirompenti conseguenze derivano anche dalla propensione interpretativa ad estendere i margini applicativi del principio sulla base di un ormai consolidato approccio sostanziale nella determinazione delle sanzioni, proprio della Corte EDU e della Corte di giustizia dell'Unione europea.

A questo punto, quindi, è necessario comprendere le reali coordinate del divieto di doppio processo o doppia punizione nello spazio giuridico europeo e nazionale.

¹⁰⁴ La norma così recita: "Nessuno può essere perseguito o condannato per un reato per il quale è già stato assolto o condannato nell'Unione a seguito di una sentenza penale definitiva conformemente alla legge".

¹⁰⁵ Così A.F. Tripodi, *Ne bis in idem sostanziale e processuale in una recente pronuncia del Tribunale di Roma* in *Rivista penale*, 2015, pg. 576.

2.1 Il *ne bis in idem* nello spazio giudiziario europeo

Il principio del divieto di *bis in idem* si è sviluppato nel contesto giudiziario eurolunitario, subendo una profonda trasformazione: da dogma giuridico nazionale a diritto umano sovranazionale. Questo processo è iniziato in seguito all'integrazione del trattato di Schengen e si è approfondito ulteriormente nel quadro dello spazio comune di libertà, sicurezza e giustizia.

Nonostante ciò, comunque, si deve far notare come l'affermazione di un siffatto principio, unanimemente riconosciuto sul piano dei singoli ordinamenti interni, abbia invece vissuto una difficile stagione già nei suoi esordi sul piano internazionale¹⁰⁶.

La dottrina italiana, infatti, che se ne era occupata in tempi risalenti, aveva dovuto prendere atto della difficoltà di costruire un principio omologo ed equivalente nel rapporto tra Stati diversi. L'approccio sfavorevole della Corte costituzionale degli anni sessanta aveva, poi, di fatto sminuito le potenzialità interpretative scaturenti da alcuni trattati internazionali e vivificato quell'articolo 11 del codice penale¹⁰⁷ che, a tutt'oggi, dispone per il rinnovamento, condizionato o incondizionato, del giudizio *in idem* pur a fronte di un giudicato penale estero.

D'altro canto, però, fin dalla metà degli anni settanta la Corte di giustizia dell'Unione europea, pur riconoscendo che la materia penale è in linea di principio riservata agli Stati, ha sostenuto che le norme giuridiche non possano limitare le libertà fondamentali garantite dalla Comunità per cui anche la competenza nazionale può essere circoscritta dal diritto comunitario: si comprende, perciò, la complessità della questione.

La mancata ratifica di alcune convenzioni del Consiglio d'Europa, tra le quali la Convenzione sulla validità internazionale dei giudicati penali del 1970 e la

¹⁰⁶ Sull'argomento N. Galantini, *Il ne bis in idem nello spazio giudiziario europeo: traguardi e prospettive* in www.penalecontemporaneo, 22 febbraio 2011.

¹⁰⁷ Tale norma prevede che: "1. Nel caso indicato nell'articolo 6, il cittadino o lo straniero è giudicato nello Stato anche se sia stato giudicato all'estero.
2. Nei casi indicati negli articoli 7, 8, 9 e 10, il cittadino o lo straniero, che sia stato giudicato all'estero, è giudicato nuovamente nello Stato, qualora il Ministro della giustizia ne faccia richiesta".

Convenzione sul trasferimento delle procedure del 1972 ha contribuito ulteriormente al ritardo nel riconoscimento del principio del divieto di *bis in idem*.

A fronte della normativa interna che dava spazio unicamente al *ne bis in idem* esecutivo come garanzia del divieto di duplicazione della pena inflitta all'estero, un primo segnale di cambiamento ha visto l'utilizzo, a tutela del principio, di strumenti già collaudati in ambito di cooperazione giudiziaria che peraltro ha sortito soltanto effetti indiretti. Si fa riferimento, a titolo esemplificativo, alla disciplina sull'extradizione portata dal codice di rito del 1988 il cui articolo 705 stabilisce che in mancanza di convenzione o in presenza di non diverse previsioni pattizie, la Corte d'Appello pronunci sentenza favorevole all'extradizione se non è in corso procedimento penale o non è stata emessa sentenza irrevocabile per lo stesso fatto nei confronti della stessa persona.

Questa disposizione, che già trovava fondamento nella Convenzione europea di estradizione del 1957 e che ora trova riscontro nella disciplina sul mandato d'arresto europeo, evidenzia, tuttavia, i limiti del *ne bis in idem* estradizionale nella parte in cui non impedisce un doppio processo in *absentia*, qualora non sussistano divieti sul punto o salvo che la presenza del soggetto sia condizione necessaria per il giudizio, ovvero consente di procedere nei confronti della persona che faccia ingresso anche volontario nello Stato richiedente.

La svolta più significativa nel percorso evolutivo del divieto di doppio processo va peraltro ravvisato nella Convenzione di applicazione dell'Accordo Schengen¹⁰⁸ il cui articolo 54¹⁰⁹ è stato oggetto dell'interpretazione della Corte di giustizia dell'Unione europea che ha costruito per il *ne bis in idem* una meticolosa giurisprudenza aperta a frequenti aggiornamenti. In particolare, la Corte piuttosto che esaltare il criterio del mutuo riconoscimento tra gli Stati membri che pure costituisce la base operativa del divieto di *bis in idem*, muove nell'intento di sottolineare prioritariamente la valenza di tale principio quale diritto fondamentale da tutelare nell'ambito dell'ordinamento comunitario.

¹⁰⁸ Di seguito CAAS.

¹⁰⁹ La norma così recita: “Una persona che sia stata giudicata con sentenza definitiva in una Parte contraente non può essere sottoposta ad un procedimento penale per i medesimi fatti in un'altra Parte contraente a condizione che, in caso di condanna, la pena sia stata eseguita o sia effettivamente in corso di esecuzione attualmente o, secondo la legge dello Stato contraente di condanna, non possa più essere eseguita”.

Gli interventi interpretativi acquistano particolare pregnanza nel delineare più ampi ambiti applicativi accuratamente perimetrati da articolate motivazioni. Così, nel caso “Gözutök Brügge”¹¹⁰, collocato il divieto tra le garanzie vincolanti tra gli Stati dell’Unione anche quando l’applicazione del diritto nazionale porterebbe a soluzioni diverse, si afferma che esso valga anche a fronte di provvedimenti definitivi che comportino l’estinzione dell’azione penale, purchè sia effettuato l’accertamento della responsabilità e siano adempiuti gli obblighi a tutela della vittima.

Nel caso “Gasparini”¹¹¹, la Corte si spinge oltre nell’ammettere che il divieto debba essere osservato anche a fronte di sentenze definitive che applichino la prescrizione purchè sussista l’accertamento dei fatti.

Tale puntiglioso ma obiettivo approccio interpretativo ha prodotto sentenze che correttamente hanno negato l’applicazione del divieto di doppio processo a casi nei quali non sono rinvenibili i presupposti nel tempo sanciti, quali l’accertamento nel merito, la definitività della pronuncia e con essa la stabilità della situazione giuridica trattata, nonché la verifica della effettiva esecuzione della pena ovvero della sua ineseguibilità.

Volendo proseguire in un’analisi più approfondita dell’articolo 54 della CAAS, si deve prendere in considerazione un concetto fondamentale, di cui si dirà anche in seguito e che costituisce uno dei principali perni su cui si fonda la rielaborazione del principio del *ne bis in idem* alla luce della giurisprudenza eurolunitaria: la nozione di medesimi fatti.

Varie sentenze hanno sviscerato il contenuto dogmatico di tale locuzione e hanno prodotto l’enucleazione di taluni criteri che sono stati utilizzati anche nel percorso giurisprudenziale successivo¹¹².

L’identità viene rapportata alla materialità dei fatti, prescindendo dalla qualificazione giuridica e dall’interesse tutelato dalla norma penale, nonché alla inscindibilità dei fatti stessi, collegati sotto il profilo spaziale, temporale ed oggettuale.

¹¹⁰ Corte di giustizia dell’Unione europea, 11 febbraio 2003, cause riunite C-187/01 e C-385/01, *Gözütok e Brügge*.

¹¹¹ Corte di giustizia dell’Unione europea, 28 settembre 2006, causa C-467/04, *Gasparini*.

¹¹² Si fa riferimento al procedimento *Zolotukhine c. Russia* del 10 febbraio 2009 pur se trattando del *ne bis in idem* previsto dal Protocollo n.7 della CEDU.

L'“avvento” di Schengen ha, inoltre, influito sull'approccio della giurisprudenza di legittimità nazionale. In particolare, mentre prima della vigenza dell'articolo 54 la Cassazione tendeva ad escludere la sussistenza del divieto di *bis in idem* sulla base di un'asserita insussistenza di un reale spazio giuridico europeo corroborata altresì dalla mancanza di convenzioni espresse sul punto, successivamente la Suprema Corte ha riconosciuto l'inapplicabilità dell'articolo 11 c.p. sul rinnovamento del giudizio *in idem*¹¹³. La validità del principio, pur se con qualche resistenza interpretativa, cominciava ad essere così più volte ribadita.

Nel compiere l'opera analitica di definizione della reale portata del principio del *ne bis in idem*, un ruolo primario è stato sicuramente affidato alla Corte di giustizia dell'Unione europea la cui attività, tuttavia, non è che agli inizi¹¹⁴.

A titolo esemplificativo, si fa riferimento ad una questione pregiudiziale sollevata dal Tribunale di Ratisbona¹¹⁵ ai sensi dell'articolo 267 TFUE¹¹⁶ in cui si tratta di stabilire se, ai sensi dell'articolo 54 della CAAS, “una persona che sia stata giudicata con sentenza definitiva da una Parte contraente possa essere sottoposta ad un procedimento penale per i medesimi fatti in un'altra Parte contraente qualora la pena comminata nei suoi confronti non abbia mai potuto essere eseguita secondo la legge dello Stato contraente di condanna”.

Il dubbio prospettato dall'autorità giudiziaria tedesca verte in sostanza sul requisito di “sentenza definitiva” della condanna pronunciata in contumacia, tenuto conto dell'impossibilità di dare diretta esecuzione alla pena comminata, stante l'obbligo di celebrare un nuovo processo in caso di cattura del contumace.

¹¹³ Cass. Sezione I, 2 dicembre 1998 n. 13558.

¹¹⁴ Sul punto si veda D. Del Vescovo, *Il principio del ne bis in idem nella giurisprudenza della Corte di giustizia europea* in *Diritto penale e processo*, 2009, pg. 1427.

¹¹⁵ Corte di giustizia dell'Unione europea, 11 dicembre 2008, causa C-267/07, Bourquain.

¹¹⁶ Ai sensi dell'articolo 267 del Trattato sul funzionamento dell'Unione europea: “La Corte di giustizia dell'Unione europea è competente a pronunciarsi, in via pregiudiziale: a) sull'interpretazione dei trattati; b) sulla validità e l'interpretazione degli atti compiuti dalle istituzioni, dagli organi o dagli organismi dell'Unione. Quando una questione del genere è sollevata dinanzi ad un organo giurisdizionale di uno degli Stati membri, tale organo giurisdizionale può, qualora reputi necessaria per emanare la sua sentenza una decisione su questo punto, domandare alla Corte di pronunciarsi sulla questione. Quando una questione del genere è sollevata in un giudizio pendente davanti a un organo giurisdizionale nazionale, avverso le cui decisioni non possa proporsi un ricorso giurisdizionale di diritto interno, tale organo giurisdizionale è tenuto a rivolgersi alla Corte. Quando una questione del genere è sollevata in un giudizio pendente davanti a un organo giurisdizionale nazionale e riguardante una persona in stato di detenzione, la Corte statuisce il più rapidamente possibile”.

La Corte, nel caso di specie, ha concluso ribadendo un principio già noto, ovvero che in applicazione del diritto alla libera circolazione delle persone, l'articolo 54 della CAAS assicuri l'esercizio di questa libertà fondamentale a coloro che siano stati giudicati con sentenza definitiva, senza dover temere di incorrere in altro Stato membro in nuovi procedimenti penali contro di loro per i fatti già giudicati.

A tale scopo è indispensabile la reciproca fiducia tra i vari Stati membri che, da un lato, costituirebbe il punto di forza per il rispetto dell'articolo 54 e, dall'altro, è consigliato come soluzione per i casi controversi nell'ottica di una più ampia armonizzazione del diritto penale tra i vari ordinamenti nazionali.

In altre parole si devono mettere da parte le classiche, superate opinioni sulla sovranità nazionale e accettarne una visione condivisa in uno spazio giudiziario comune di cui i diritti umani transnazionali costituiscono una parte sostanziale.

2.2 *Ne bis in idem* “interno” e “transnazionale”: il rapporto tra l'articolo 54 della CAAS e l'articolo 50 della Carta

Il concetto di *ne bis in idem* così delineato risponde ad una concezione di tipo transnazionale di cui è necessario comprendere il raggio applicativo al fine di individuare possibili profili di criticità.

Sul principio di cui si discute, infatti, si sono via via stratificati diversi testi normativi, primi fra tutti la già citata Convenzione di applicazione dell'Accordo di Schengen e la Carta dei diritti fondamentali dell'Unione europea, conosciuta anche come Carta di Nizza.

Si pone, innanzitutto, la problematica di ricostruire i rapporti tra le varie fonti normative che si presenta affatto agevole e favorisce il sorgere di vari interrogativi emersi nella prassi giudiziaria inerenti alla possibile ed eventuale vigenza della disciplina convenzionale a seguito dell'entrata in vigore della Carta di Nizza.

Occorre premettere, in primo luogo, che il principio del divieto di *bis in idem* si è certamente sviluppato a partire dalla sua dimensione interna, già in epoca romana o forse, addirittura, greca. Eppure anche la sua dimensione transnazionale

è oggetto di studio da parte della scienza penalistica ormai risalente¹¹⁷. Rispetto ad essa si è assistito ad un'esponentiale lievitazione del suo rilievo pratico, dovuta ad una cospicua serie di fattori convergenti, quali l'aumento degli spostamenti di persone tra i vari Stati, lo sviluppo delle strutture economiche in una dimensione sempre più sovranazionale, la nascita di organizzazioni criminali di carattere transnazionale, gli sviluppi tecnologici che rendono possibile il perpetrarsi di azioni criminali al di fuori di una contestualità spazio-temporale con la vittima¹¹⁸.

La tendenza costante degli ultimi decenni è stata, infine, quella di un moltiplicarsi degli ordinamenti nazionali rivendicanti giurisdizione in ordine ai medesimi fatti, attraverso la marginalizzazione, talvolta finanche imposta agli stessi Stati a livello sovranazionale¹¹⁹, del principio di territorialità.

E' addirittura superfluo sottolineare come tali fattori siano maggiormente significativi all'interno dell'Unione europea in ragione dell'eliminazione delle frontiere tra gli Stati e, quindi, dell'accresciuta mobilità dei cittadini europei.

A distinguere il versante interno da quello transnazionale del *ne bis in idem* non vi è, comunque, la sola distanza cronologica di affermazione sia da un punto di vista pratico che da un punto di vista giuridico ma e soprattutto una non trascurabile diversità degli interessi coinvolti nel bilanciamento che l'ordinamento giuridico è chiamato ad operare.

Partendo dalla dimensione interna di tale principio è dato constatare, da un lato, un interesse del singolo imputato a che, successivamente al naturale esaurirsi del processo, egli non debba più vivere nel perenne timore di una nuova indagine o processo e, dall'altro, un contrastante interesse pubblicistico dello Stato e privatistico della vittima a che nulla ostacoli la ricerca della verità dei fatti e la punizione dei colpevoli. Al contempo sussiste un ulteriore interesse pubblicistico dello Stato in ordine alla necessità che vi sia un meccanismo di preclusione al possibile moltiplicarsi di indagini e processi in ordine allo stesso fatto, al fine di

¹¹⁷ Sull'argomento si veda F. Carrara, *Il ne bis in idem internazionale* in *Rivista di diritto internazionale*, 2005, pp. 1022 ss.

¹¹⁸ Così N. Recchia, *Il ne bis in idem transnazionale nelle fonti eurounitarie* in *Rivista italiana di diritto e procedura penale*, 2015, pg. 1377.

¹¹⁹ Si pensi alla corruzione internazionale rispetto alla quale è incoraggiato a livello sovranazionale un esercizio extraterritoriale della giurisdizione nazionale sulla base del principio di personalità attiva.

evitare possibili conflitti tra giudicati e, prima ancora, un sicuro spreco di risorse organizzative ed economiche. Proprio attraverso il principio del *ne bis in idem* viene risolto da parte di numerosi ordinamenti il bilanciamento in esame, riconoscendo all'interesse dell'imputato e, solo mediamente, agli interessi pubblicistici anzidetti, una primazia nei confronti dei pur significativi interessi pubblicistici e privatistici inerenti all'accertamento della verità dei fatti.

Se si muove, invece, verso la dimensione transnazionale del principio, si nota un più ampio ventaglio di interessi da porre in bilanciamento. Infatti, l'imputato oltre al rischio di un doppio procedimento, potrebbe subire altresì una duplicazione di sanzioni, in ragione del fatto che ogni Stato membro potrebbe condannarlo ad una pena in linea con la propria fattispecie incriminatrice interna.

In un simile contesto, inoltre, sarebbero più frequenti i possibili abusi del principio del *ne bis in idem*, potendosi sfruttare una celere definizione della questione da parte di Stati compiacenti o conniventi o, quantomeno, potendosi sfruttare il fisiologico *gap* di severità esistente tra i vari Stati in ordine alle medesime fattispecie incriminatrici, il c.d. *forum shopping*. Non è un caso, quindi, che il bilanciamento operato dai diversi ordinamenti giuridici abbia soltanto in rari casi privilegiato apertamente gli interessi del singolo imputato a non vedersi sottoposto a molteplici procedimenti ma che, piuttosto, si sia cercato di eliminare il pericolo di una duplicazione sanzionatoria, affidando al giudice il compito di scomputare dalla pena irrogata una porzione corrispondente a quella già irrogata ed eseguita in ossequio ad una sentenza estera, declinando il principio unicamente come *ne bis poena in idem*.

Chiarito ciò, occorre soffermarsi sul sistema delle fonti normative del principio di cui si discute. Questo, nella sua accezione transnazionale, è richiamato in alcune Convenzioni internazionali ratificate in seno al Consiglio d'Europa, ma la sua enucleazione si deve anzitutto ad una serie di atti di *soft law*¹²⁰ emanati nell'ambito dell'allora Comunità economica europea¹²¹. Tuttavia, un primo tentativo di riconoscimento di tale principio all'interno di una fonte giuridica

¹²⁰ La locuzione *soft law* indica nel linguaggio giuridico una serie di fenomeni di regolazione connotati dalla produzione di norme prive di efficacia vincolante diretta.

¹²¹ Ci si riferisce, in particolare, alle risoluzioni del Parlamento europeo del 16 marzo 1984 sull'applicazione nella Comunità europea del principio del *ne bis in idem* in materia penale e del 12 aprile 1989 sulla dichiarazione dei diritti e delle libertà fondamentali.

vincolante è avvenuto nel 1987 con la Convenzione tra gli stati membri delle comunità europee relativa all'applicazione del principio del *ne bis in idem*, ratificata soltanto da pochissimi Stati, tra cui l'Italia mediante legge 16 ottobre 1989 n. 350.

A distanza di pochi anni si è poi avuta la Convenzione di applicazione dell'accordo di Schengen il cui compito era quello di dare attuazione all'omonimo accordo del 14 giugno 1985.

La CAAS, originariamente atto di diritto internazionale pattizio, è stata in seguito incorporata all'interno del diritto eurounitario, al pari dell'Accordo di Schengen e di tutti gli accordi connessi nonché delle norme attuative che costituiscono il noto *acquis* di Schengen, in virtù del Protocollo sull'integrazione dell'*acquis* di Schengen nell'ambito dell'Unione europea allegato al Trattato di Amsterdam del 1997.

Di grandissima portata simbolica e pratica è, infine, il riconoscimento della dimensione transnazionale-orizzontale del *ne bis in idem* ad opera dell'articolo 50 della Carta dei diritti fondamentali dell'Unione europea, proclamata a Nizza il 7 dicembre 2000 e a cui deve riconoscersi lo stesso valore giuridico dei trattati.

La tutela del cittadino rispetto ad una possibile duplicazione di procedimenti o condanne per il medesimo fatto da parte di più Stati membri dell'Unione europea è dunque affidata, da un lato, all'articolo 54 della CAAS e, dall'altro, dall'articolo 50 della Carta. Laddove si operi un confronto a livello testuale fra tali norme è facile osservare come, al di là della formulazione volutamente più ampia presente nella Carta di Nizza, tesa a ricomprendere sia la dimensione interna che quella transnazionale-orizzontale del principio, esse siano quasi del tutto sovrapponibili. In particolare, l'articolo 50 sopracitato riprende ineludibilmente i caratteri strutturali tipici del *ne bis in idem* ovvero la medesimezza dei fatti contestati e la duplicità dei procedimenti penali. Su entrambi questi controversi elementi vale per la norma in questione la vasta giurisprudenza della Corte di giustizia stratificatasi, la quale nel tempo ha adempiuto ad un'indispensabile opera di specificazione di un così ampio dato testuale, che è oramai patrimonio di riflessione consolidato nella giurisprudenza e nella dottrina italiana¹²². Una giurisprudenza che ha finito per

¹²² A titolo esemplificativo si fa riferimento a G. De Amicis, *Il principio del "ne bis in idem" europeo nell'interpretazione della Corte di giustizia in Cassazione penale*, 2009, pp. 3162 ss; E. Selvaggi, *Il principio del ne bis in idem in ambito europeo in Cassazione penale*, 2003, pp. 1692 ss.

influenzare e per farsi influenzare a sua volta dalla Corte EDU con riferimento all'articolo 4 del Protocollo 7 CEDU che, pur riferendosi alla sola dimensione interna del principio, deve confrontarsi sicuramente con gli stessi elementi strutturali.

Un ulteriore tassello si è aggiunto a tale processo di specificazione in tempi relativamente recenti con la sentenza della Corte di giustizia dell'Unione europea, Sezione IV, 5 giugno 2014 nella causa C-398/12, *Procura della Repubblica contro M.* In questa occasione la Corte ha chiarito che è preclusiva di un nuovo procedimento all'interno di un diverso Stato anche una decisione definitiva di non luogo a procedere, suscettibile di essere rivista secondo il diritto interno di quello Stato in caso di sopravvenienza di elementi a carico della stessa persona. Nel giungere a tale conclusione, i giudici si sono soffermati sul carattere straordinario del ricorso previsto dall'ordinamento in esame per la riapertura del procedimento e ha osservato come soltanto lo Stato nel quale è stata emessa la decisione originaria sia nella posizione adeguata per “verificare l'effettiva novità degli elementi addotti per giustificare una riapertura”.

Se dunque le norme di cui agli articoli 54 della CAAS e 50 della Carta sono largamente sovrapponibili, profili di particolare complessità pongono i limitati ma comunque presenti elementi di diversità tra le stesse.

Entrando nello specifico, l'articolo 50 non fa riferimento alla cosiddetta condizione di esecuzione, cioè alla subordinazione dell'operare della garanzia del *ne bis in idem* alla condizione che la pena sia stata eseguita, sia effettivamente in corso di esecuzione o non possa più essere eseguita secondo la legge dello Stato di condanna, condizione che era al contrario prevista dalla norma della CAAS¹²³. Per comprendere pienamente la questione è necessario, però, fare riferimento ad un caso empirico.

2.2.1 La vicenda “Zoran Spasic” sulla vigenza della condizione di esecuzione ex articolo 54 della CAAS

¹²³ Sull'argomento si veda N. Recchia, *Il ne bis in idem* cit., pg 1385; A. F. Tripodi, *Il ne bis in idem si confronta coi suoi “limiti”: al vaglio di proporzionalità della Corte di giustizia la condizione d'esecuzione prevista dall'art. 54 della Convenzione di applicazione dell'Accordo di Schengen in Giurisprudenza costituzionale*, 2015, pp. 605 ss.

Al centro della vicenda che ha dato luogo all'intervento della Corte di giustizia si colloca un fatto di truffa commesso in Italia nel 2009 dal cittadino serbo *Zoran Spasic* ai danni di un cittadino tedesco. Il soggetto, per tale episodio, era stato condannato dal Tribunale di Milano alla pena di un anno di reclusione e di 800,00 euro di multa con sentenza passata in giudicato nel 2012. Per lo stesso fatto il signor *Spasic* si trovava in stato di arresto e sottoposto a processo penale dinanzi l'autorità giudiziaria tedesca: egli, infatti, aveva adempiuto, nelle more del procedimento tedesco, al pagamento della pena pecuniaria disposta in Italia e non aveva mai espiato la pena carceraria. Tale situazione legittimava l'avvio del secondo procedimento proprio in base alla già citata condizione di esecuzione *ex* articolo 54 della CAAS.

Da qui il rinvio pregiudiziale *ex* articolo 267 TFUE da parte del giudice tedesco di ultima istanza che, dinanzi all'istanza dell'imputato di avvalersi del *ne bis in idem*, come descritto dall'articolo 50 della Carta di Nizza che non prevede siffatte condizioni limitatrici, chiedeva alla Corte di giustizia di pronunciarsi sulla vigenza dell'articolo 54 di cui si discute.

A tale prima questione pregiudiziale se ne ricollegava una seconda ovvero se l'espiazione della sola pena pecuniaria, quando irrogata congiuntamente ad una pena detentiva, possa perfezionare la condizione d'esecuzione.

E' necessario, innanzitutto, premettere la definizione dell'ambito operativo della Carta di Nizza onde comprenderne la sua rilevanza. Ai sensi dell'articolo 51, infatti, essa si applica agli Stati membri "esclusivamente nell'attuazione del diritto dell'Unione". A prescindere dalle ampie letture di questa disposizione, restrittive o ampliative, che ha dato la giurisprudenza della Corte di giustizia¹²⁴ il quesito sembra di agevole soluzione: il giudice interno applica in via diretta e immediata l'articolo 54 della CAAS, ossia un atto normativo puramente eurounitario, con l'obbligo di interpretarlo in base alla Carta, pertanto non v'è ragione di interrogarsi sulla derivazione, eurounitaria o meno, delle norme penali di riferimento¹²⁵.

¹²⁴ Si pensi alla nota pronuncia *Åklagaren contro Hans Åkerberg Fransson* del 26 febbraio 2013 con la quale la Corte ha fornito una lettura estensiva del criterio.

¹²⁵ Così A. F. Tripodi, *Il ne bis in idem* cit., pg. 610.

Posto ciò, sulla vigenza della condizione di esecuzione di cui si tratta si possono rilevare almeno due posizioni alternative.

La prima si concentra sulla diversa collocazione gerarchica delle due fonti: la Carta di Nizza, alla quale come già detto deve riconoscersi lo stesso valore giuridico dei trattati ai sensi dell'articolo 6 del Trattato sull'Unione europea nel vigente testo modificato dal Trattato di Lisbona, è considerata una fonte di rango primario, mentre la CAAS di rango secondario, vigente in virtù della conformità ad una base giuridica di rango primario contenuta nei trattati¹²⁶.

Da tale impostazione ne discenderebbe la tacita abrogazione dell'articolo 54 o, comunque, della stringente limitazione che esso contiene per via della portata applicativa della condizione di esecuzione.

Secondo una diversa opinione, invece, il rapporto tra le due norme si dovrebbe risolvere in chiave di specificazione dell'articolo 54 rispetto al principio generale posto dall'articolo 50 della Carta.

In questo senso, un argomento legittimante si ricava muovendo dalle Spiegazioni relative alla Carta, elaborate dalla stessa autorità che l'aveva redatta. Queste ultime, pur non possedendo lo stesso valore giuridico del testo a cui fanno riferimento, costituiscono un utile strumento per l'interprete. L'articolo 50 delle Spiegazioni, infatti, rinvia, per la disciplina delle limitate eccezioni al divieto di *bis in idem*, alla clausola di cui all'articolo 52 § 1 della Carta che, in tema di limitazioni apportabili ai diritti garantiti, dopo aver precisato che le restrizioni debbano essere previste dalla legge e rispettare il nucleo essenziale delle posizioni giuridiche tutelate dalla Carta, richiede una verifica della proporzionalità delle stesse.

Con riferimento alla condizione di esecuzione si potrebbe discutere della sua valutazione a titolo di eccezione al principio del *ne bis in idem*, ponendo quindi in discussione la pertinenza dell'articolo 52 § 1 della Carta che si limiterebbe a ricomprendere solo le ipotesi, sicuramente eccezionali, di cui all'articolo 55 della CAAS. Tuttavia, preliminarmente, si potrebbe anche dubitare che il termine eccezione sia stato utilizzato in senso tecnico, rendendolo suscettibile di ricomprendere anche la condizione di esecuzione.

¹²⁶ Suddetta base giuridica è individuata dalla Decisione 1999/436/CE del Consiglio del 20 maggio 1999, con riferimento agli articoli 54-58 relativi al *ne bis in idem*, negli articoli 31 e 34 del Trattato sull'Unione europea.

Ad ogni modo, il rinvio alla Spiegazioni, se correttamente posto in essere, consentirebbe di descrivere la relazione tra le norme interessate secondo il richiamato schema di specificazione applicativa che consta di una norma- principio di rango primario (l'articolo 50 della Carta), una norma specificatrice di rango *sub*-primario (l'articolo 54 della CAAS) e infine una norma di rango primario (l'articolo 52 della Carta), che subordina a talune condizioni l'operatività della seconda.

Così ragionando, la limitazione del *ne bis in idem* non può che rispondere ai criteri enucleati dal § 1 dell'articolo 52: previsione legale, rispetto del contenuto essenziale del diritto o delle libertà e del principio di proporzionalità.

Calando la discussione teorica nella prassi giudiziaria, si rileva come sia stato proprio questo il filone argomentativo seguito dalla Corte di giustizia per risolvere il caso *Spasic*. Essa, infatti, nella parte preliminare della sentenza che si dedica al contesto normativo rilevante, richiama le Spiegazioni relative alla Carta e l'articolo 52 e, successivamente, si dedica, nella parte centrale, alla verifica dei criteri/requisiti sopracitati.

La verifica è piuttosto agevole circa la compatibilità dell'articolo 54 della CAAS con la previsione di legge e il rispetto del contenuto essenziale del diritto: la sussunzione nel concetto di legge è pacifica, in più, la condizione di esecuzione, mirando ad evitare ingiustificati spazi di impunità, attraverso l'esclusione dell'operatività del *ne bis in idem* in talune ipotesi che integrerebbero un relativo abuso, non lede il nucleo essenziale del principio stesso.

Più complesso è invece il *test* di proporzionalità: la Corte, riprendendo le cadenze dell'articolo 52 della Carta, ritiene che la condizione in questione sia rispondente ad una finalità di interesse generale osservando come tale limitazione sia un utile strumento per il conseguimento dell'obiettivo eurounitario di lotta alla criminalità e garanzia di un elevato livello di sicurezza.

Sotto il profilo della necessità dello strumento, la Corte prende atto dell'esistenza nell'Unione di meccanismi volti a facilitare la cooperazione fra gli Stati membri in materia penale, fornendo per tal via la risoluzione ai casi di fuga transfrontaliera. Il riferimento più pregnante si rinviene rispetto alla Decisione quadro del Consiglio 2002/584/GAI del 13 giugno 2002 sul mandato d'arresto europeo: sulla base di essa, lo Stato di condanna potrebbe richiedere a quello in cui

si trova il condannato, che non ha espiato la pena, di consegnarlo in forza di un mandato di arresto europeo perché la pena possa essere eseguita, scongiurando quindi l'apertura di un secondo procedimento legittimo. La Corte continua, però, osservando che tali strumenti sono controbilanciati dalla presenza delle condizioni a cui si subordina il loro operare¹²⁷ e sono soggetti ad essere inefficaci a seguito dell'inerzia dello Stato di condanna, la cui iniziativa non assurge a specifico obbligo giuridico. Peraltro si deve notare che se gli strumenti come il mandato d'arresto europeo trovassero applicazione, verrebbe ad escludersi la stessa ragion d'essere della condizione d'esecuzione *ex* articolo 54 della CAAS.

Alla luce di tutte queste considerazioni, la Corte di giustizia conclude nel senso che l'articolo 54 “non eccede quanto necessario ad evitare, in un contesto transfrontaliero, l'impunità delle persone condannate in uno Stato membro dell'Unione con sentenza penale definitiva”¹²⁸.

Si può notare come la Corte di giustizia, nel suo percorso motivazionale abbia probabilmente riconosciuto un peso specifico poco significativo alla verifica della proporzionalità in senso stretto che ha il compito di evidenziare se la norma limitatrice del diritto fondamentale, benchè idonea e necessaria al conseguimento di un determinato scopo, si ponga o meno in rapporto di sproporzione rispetto alla lesione dello stesso diritto, così da orientare la scelta dell'ordinamento in ordine alla relativa sostenibilità.

Siffatta valutazione, infatti, sembra essere stata assorbita all'interno del passaggio argomentativo che inerisce alla necessità della condizione d'esecuzione che, muovendo dal presupposto dell'insufficienza degli strumenti diversi da questa, permette di escludere la sua sproporzione nell'accezione di cui si è parlato.

Tuttavia, se i giudici di Lussemburgo avessero adeguatamente valorizzato l'elemento della proporzionalità la questione sarebbe stata messa a fuoco più esaurientemente. In particolare, una parte della dottrina si è posta in un'ottica

¹²⁷ In particolare, l'utilizzo del mandato di arresto europeo è soggetto a specifici limiti edittali, al principio della doppia incriminabilità e alla possibilità di rifiuto.

¹²⁸ Per completezza si deve segnalare la presa di posizione dell'Avvocato generale *Niilo Jääskinen* nella causa *Zoran Spasic* il quale, da un lato, sostiene la sufficienza dei richiamati strumenti meno intrusivi per il destinatario ma, dall'altro, riconosce la vigenza della condizione d'esecuzione nelle ipotesi in cui questi non siano soddisfacenti.

ridefinitoria dello spazio giuridico rilevante riconoscendo non già singoli e diversi territori statuali bensì un unico spazio europeo di libertà, giustizia e sicurezza. Nel fare ciò si è rinunciato alla dimensione concettualmente transnazionale del *ne bis in idem*, concependo il passaggio dalla CAAS alla Carta come una svolta epocale, funzionale alla costruzione di uno spazio giuridico unico che non ammetterebbe più rispetto al divieto del doppio procedimento il condizionamento all'esecuzione della pena che si rivelerebbe troppo gravoso per l'individuo. Alla luce di ciò è comprensibile come la Corte sia stata criticata per la sua presa di posizione nel caso in questione poiché si sosteneva come questa avesse privilegiato solo la visione pubblicistica del concetto di sicurezza, concepito come assenza di criminalità e tralasciando, invece, l'istanza individuale di sicurezza circa la propria situazione giuridica a seguito di una prima condanna.

D'altra parte, ponendosi in un'ottica più realistica, si nota come lo scenario di unicità spaziale della giustizia europea che farebbe venir meno il carattere transnazionale del *ne bis in idem*, non sia coerente con il quadro attuale dove i livelli di integrazione ed armonizzazione si presentano ancora insufficienti.

In conclusione, con riferimento alla seconda già citata questione pregiudiziale sollevata dall'imputato, ovvero se l'espiazione della sola pena pecuniaria, quando irrogata congiuntamente ad una pena detentiva, possa perfezionare la condizione d'esecuzione, la Corte osserva che il termine "pena" utilizzato nell'articolo 54 della CAAS ricomprende chiaramente l'ipotesi in cui siano state inflitte più pene principali, aggiungendo che una diversa lettura pregiudicherebbe l'applicazione della stessa disposizione in esame. Né è possibile sostenere che il pagamento di una pena pecuniaria renda la sanzione in corso di esecuzione alla stregua della norma stessa. La conclusione, perciò, è nel senso di escludere che il solo pagamento di pena pecuniaria a fronte dell'irrogazione anche di una detentiva che non è stata eseguita possa permettere di valutare la pena come eseguita o in corso di esecuzione *ex* articolo 54 della CAAS.

2.2.2 La questione della vigenza delle riserve di cui all'articolo 55 della CAAS

Altro nodo problematico nella ricostruzione interpretativa del principio del *ne bis in idem* transnazionale attiene alla vigenza delle riserve di cui all'articolo 55 della CAAS¹²⁹. Tale articolo sanciva la possibilità per gli Stati contraenti, al momento della ratifica, dell'accettazione o dell'approvazione della convenzione, di dichiarare di non essere vincolati all'applicazione del *ne bis in idem* in alcuni casi specificamente previsti, nei quali più forte è il legame con lo Stato e più sentita quindi l'esigenza di esercitare la propria giurisdizione come espletamento della rispettiva sovranità, sulla base del principio di territorialità. Di tale possibilità si sono giovate molte delle parti contraenti della CAAS tra cui anche l'Italia che, nel dare esecuzione alla stessa con la legge di ratifica 30 settembre 1993 n. 388, ha stabilito all'articolo 7 di non essere vincolata all'applicazione del *ne bis in idem* in tutte le ipotesi previste dall'articolo 55.

La prima questione da risolvere è quella di comprendere se le riserve previste dalla norma abbiano conservato la loro validità a seguito dell'incorporamento della Convenzione all'interno del diritto eurounitario in virtù del Protocollo sull'integrazione dell'*acquis* di Schengen, allegato al Trattato di Amsterdam del 1997. Tale protocollo, unitamente ad altre successive decisioni del Consiglio dell'Unione europea, non fa riferimento ad alcune delle riserve previste dalla norma della CAAS, cosicché, secondo parte della dottrina, esse non sarebbero più invocabili dagli Stati¹³⁰. Secondo altra dottrina, invece, la mancata menzione delle

¹²⁹ Per completezza espositiva si riporta il testo della norma: “1. Una Parte contraente può, al momento della ratifica, dell'accettazione o dell'approvazione della presente convenzione dichiarare di non essere vincolata dall'articolo 54 in uno o più dei seguenti casi:

a) quando i fatti oggetto della sentenza straniera sono avvenuti sul suo territorio in tutto o in parte. In quest'ultimo caso questa eccezione non si applica se i fatti sono avvenuti in parte sul territorio della Parte contraente nel quale la sentenza è stata pronunciata;

b) quando i fatti oggetto della sentenza straniera costituiscono un reato contro la sicurezza o contro altri interessi egualmente essenziali di quella Parte contraente;

c) quando i fatti oggetto della sentenza straniera sono stati commessi da un pubblico ufficiale di quella Parte contraente in violazione dei doveri del suo ufficio.

2. Una Parte contraente che effettua una dichiarazione in relazione all'eccezione menzionata al paragrafo 1, lettera b) preciserà le categorie di reati per le quali tale eccezione può essere applicata.

3. Una Parte contraente potrà in ogni tempo, ritirare la dichiarazione relativamente ad una o più delle eccezioni di cui al paragrafo 1.

4. Le eccezioni che sono state oggetto di una dichiarazione ai sensi del paragrafo 1 non si applicano quando la Parte contraente di cui si tratta ha, per gli stessi fatti, richiesto l'instaurazione del procedimento penale all'altra Parte contraente o concesso estradizione della persona in questione”.

¹³⁰ In questo senso D. Vozza, *Verso un nuovo “volto” del ne bis in idem internazionale nell'Unione europea?* in www.penalecontemporaneo.it, 3 maggio 2012.

riserve degli Stati sarebbe dovuta all'impossibilità tecnico-giuridica di incorporare tali atti statuali all'interno del diritto eurounitario, potendosi esclusivamente procedere all'incorporazione dei testi convenzionali.

Un ulteriore argomento a sostegno della cessata vigenza delle riserve in questione sarebbe da individuarsi nell'inaccettabile disparità di trattamento che verrebbe a crearsi tra gli originari contraenti della CAAS e tutti gli Stati successivamente aderenti all'Unione europea che sono obbligati, ai sensi dell'articolo 8 del Protocollo, ad accettare integralmente l'*acquis* di Schengen. Argomento tuttavia privo di reale portata giuridica e, d'altra parte, una tale situazione è tipica della prassi comunitaria, nella quale il momento dell'adesione, dato lo scarso potere contrattuale dello Stato, è sempre stato sfruttato per forzare un recepimento globale del diritto eurounitario.

Al fine di escludere la cessazione della vigenza delle riserve di cui all'articolo 55, invece, si può richiamare la costante tendenza a farvi riferimento in sede europea anche successivamente al perfezionamento dell'*acquis* di Schengen. Nonostante le varie posizioni assunte sul tema, esso non ha mai costituito oggetto precipuo di un rinvio pregiudiziale alla Corte di giustizia che, anzi, ha mostrato di ritenere ancora operante l'articolo 55 della CAAS decidendo sulle stesse condizioni di applicabilità delle limitazioni senza porsi in alcun modo il problema logicamente preliminare della loro validità¹³¹.

Laddove si pervenga, dunque alla conclusione che le limitazioni poste dall'articolo 55 siano ancora vigenti, si pone, anche in questo caso, il problema della loro compatibilità con l'articolo 50 della Carta che esclude qualsivoglia limite alla fruizione del diritto al *ne bis in idem*. Richiamando il rapporto di subordinazione gerarchica di cui si è già parlato si giunge, secondo parte della dottrina e della giurisprudenza, alla conclusione dell'abrogazione/disapplicazione della norma contenuta nella CAAS. Secondo altra parte della dottrina, invece, la questione sarebbe risolvibile, anche in questa sede, in termini di rapporto di specificazione tra le due norme, la cui conformità andrebbe valutata alla stregua dell'articolo 52 § 1 della Carta.

¹³¹ Cfr. Corte di giustizia dell'Unione europea, Sezione VI, 22 dicembre 2008 nella causa C-491/07 *Vladimir Turansky*, § 29.

Imponendosi anche qui il giudizio sulla proporzionalità dello strumento, è sostanzialmente valido ciò che è stato rilevato in ordine alla condizione d'esecuzione corroborato, però, da una precisazione sul requisito della necessità. Tali riserve, infatti, sono sicuramente idonee a raggiungere un fine legittimo, nella misura in cui consentono allo Stato di esercitare la propria giurisdizione in casi nei quali lo Stato di condanna potrebbe non comprendere appieno il disvalore della condotta del soggetto attivo. Tuttavia, nell'ordinamento eurounitario vi è sempre una maggiore armonizzazione dei sistemi penali, che raramente potrebbe dare adito a queste forme di disparità di disvalore penale di determinate condotte da uno Stato all'altro. Di certo non possono escludersi in astratto ipotesi nelle quali una riserva di quelle di cui all'articolo 55 della CAAS possa ancora essere l'unico strumento disponibile al fine di raggiungere lo scopo di una piena comprensione del disvalore del fatto, d'altronde, pare corretto sostenere che, in linea generale, molto difficilmente nell'attuale contesto europeo potrà verificarsi se tali riserve, che recano l'impronta interstatale e non eurounitaria della loro formazione, siano proporzionate e necessarie. Siffatta valutazione spetterà al giudice interno che, nel caso quasi scontato di esito negativo, potrà disapplicare la norma interna che prevede la riserva per contrasto con l'articolo 50 della Carta fino a quando tali riserve vengano eliminate.

In conclusione, a questo punto, potrebbe aprirsi un ulteriore scenario: comprendere se l'effetto preclusivo ad un nuovo procedimento nell'ambito di un diverso Stato, ai sensi degli articoli 54 della CAAS e 50 della Carta sia strettamente ed esclusivamente legato all'irrogazione di una sanzione considerata penale in base ad una stringente concezione formalistica ovvero se possa farsi riferimento alla nozione autonoma di *matière penale* elaborata dalla Corte EDU in sede di applicazione interna del principio del *ne bis in idem*.

Il tenore letterale dell'articolo 54 si riferisce chiaramente, in alcune versioni tra cui quella italiana, alle sole sanzioni strettamente penali, con ciò ponendosi in contrasto con l'esegesi di altre versioni della CAAS, come quella tedesca o francese che non sembrano riferirsi solo alla sfera penalistica ma più in generale a quella sanzionatoria. Con riferimento alla Carta, invece, le relative Spiegazioni specificano che “per quanto riguarda le situazioni contemplate dall'articolo 4 del

Protocollo 7 CEDU, vale a dire l'applicazione del principio all'interno di uno Stato membro, il diritto garantito ha lo stesso significato e la stessa portata del corrispondente diritto sancito dalla CEDU". Nonostante il dato letterale dell'articolo 50, deve di sicuro accogliersi per il *ne bis in idem* interno una lettura dell'ambito di applicazione estesa alle sanzioni anche solo *lato sensu* penali. Se dunque non vi è nelle Spiegazioni un'indicazione certa rispetto all'ambito di applicazione del *ne bis in idem* transnazionale, quantomeno esse servono a confutare l'argomento contrario del dato letterale dell'articolo 50 della Carta. D'altra parte, l'accoglimento della nozione di materia penale della Corte EDU anche per il divieto di *bis in idem* transnazionale pare opportuno per motivi pratici. In mancanza di riferimento alla giurisprudenza della Corte EDU, la Corte di giustizia dovrebbe incaricarsi di definire la nozione di diritto penale in senso stretto in virtù della quale possano invocarsi l'articolo 54 della CAAS e l'articolo 50 della Carta, dovendo produrre un concetto unico ed armonizzato a livello europeo, pena un'applicazione non uniforme del diritto comunitario¹³² anche se attualmente non emerge da parte della Corte di Lussemburgo la volontà di confrontarsi con tale problematica.

3. Il doppio binario sanzionatorio e il ruolo “propulsivo” della Corte europea dei diritti dell’Uomo

Una volta delineate le caratteristiche del principio del *ne bis in idem* nella sua accezione transnazionale è necessario soffermarsi su quella interna, così come elaborata dalla Corte europea dei diritti dell’Uomo¹³³ le cui ripercussioni sono particolarmente evidenti nella disciplina degli abusi di mercato.

Infatti, quello del divieto di nuovo processo per un fatto di rilevanza penale già accertato irrefutabilmente da precedente giudicato è principio tanto antico, quanto radicato nella legislazione interna, come nei paesi occidentali e nelle più recenti Carte internazionali dei diritti¹³⁴. Esso, anche sul piano interno, costituisce

¹³² Tale genere di operazione recherebbe con sé il rischio di un regime di applicabilità differenziato tra *ne bis in idem* interno e transnazionale come osservato da S. Manacorda, *Dalle carte dei diritti a un diritto penale à la carte in Diritto penale contemporaneo*, 2013, pp. 6 ss.

¹³³ Di seguito CorEDU.

¹³⁴ Così R. Conti, *Ne bis in idem in Il libro dell'anno del diritto*, Treccani, 2015.

un principio generale che il giudice non può tralasciare di considerare e applicare, ancorchè esso non trovi esplicito richiamo nella Costituzione¹³⁵.

Ad ogni modo, la garanzia di cui si discute è stata, soprattutto negli ultimi anni, uno dei temi principali di cui la Corte europea dei diritti dell'Uomo si è occupata. La sua funzione a tutela di alcuni diritti fondamentali, infatti, si è andata manifestando in maniera sempre più incisiva, condensandosi in uno straordinario ruolo propulsivo che le sue pronunce hanno assunto sul piano politico-costituzionale, tale da circoscrivere la tradizionale sovranità nazionale in ambito penalistico¹³⁶.

Almeno in una prima fase, le decisioni dei giudici di Strasburgo, considerati di ultima ed eccezionale istanza, chiamati ad esprimersi sulle violazioni invocate dai cittadini all'esito del fallimento dei rimedi giurisdizionali interni, erano parse destinate ad assumere un taglio principalmente casistico e riparatore. Peraltro la tendenza a valorizzare le peculiari circostanze fattuali rinvenibili nelle singole vicende rendeva assai difficile qualsiasi generalizzazione della violazione accertata, nell'ambito di un continuo bilanciamento fra esigenze contrapposte, meritevoli di un'attenta ponderazione in concreto e non suscettibili di determinare delle soluzioni normative di carattere definitivo¹³⁷.

In Italia, del resto, il settore dove più si è concentrata la tutela della CorEDU è sicuramente quello dell'ingiusta durata del procedimento, un problema terribilmente pratico e direttamente legato alle modalità di funzionamento dell'amministrazione della giustizia piuttosto che alla *littera legis*.

In una direzione affatto dissimile sembrava inizialmente condurre l'acceso dibattito sorto nel nostro paese in merito al valore da attribuire alle sentenze della CorEDU attestanti una violazione delle regole del *fair trial* che inevitabilmente investe il tema del processo penale dichiarato iniquo fino a condurre il legislatore

¹³⁵ Cfr. Cass. Pen. S.U., 28 settembre 2005 n. 34655.

¹³⁶ Come affermato da F. Viganò, *Convenzione europea dei diritti dell'uomo e resistenze nazionalistiche: Corte costituzionale italiana e Corte europea tra guerra e dialogo* in www.penalecontemporaneo.it, 14 luglio 2014: "negli ultimi anni è in effetti cresciuto l'interventismo della Corte EDU nei confronti delle scelte dei legislatori statali in materia penale, tradizionalmente considerata come una proiezione della sovranità statale, e anche per tale motivo particolarmente refrattaria al processo di armonizzazione su scala sovranazionale che ha interessato da tempo altri settori dell'ordinamento".

¹³⁷ Così F. Campagna, *La Corte europea dei diritti dell'uomo fra inviolabilità dei principi di garanzia e conseguenti esigenze di riforma del sistema sanzionatorio* in *Nomos*, 2015, pg.2.

italiano ad integrare l'articolo 630 c.p.p. con una specifica ipotesi di revisione tesa al superamento del processo viziato dalla violazione di un diritto fondamentale.

Si comprende, perciò, come si sia gradualmente imposta un'esigenza di coerenza ordinamentale tale da richiedere l'elisione dello stesso profilo dichiarativo della sentenza di condanna e non già la semplice interruzione delle sue conseguenze sanzionatorie fino a scalfire l'intangibilità stessa della *res* giudicata¹³⁸.

La più recente giurisprudenza europea ha, quindi, assunto una portata assai più ambiziosa, in quanto destinata a sottolineare con forza che il rispetto dei principi enunciati dalla CEDU costituisce al contempo il presupposto e il limite di una legittima pretesa punitiva da parte dello Stato e che ogni possibile disallineamento deve essere immediatamente rimosso.

Trattando dell'ambito più strettamente penalistico che qui rileva, nell'ottica di un processo di unificazione europea segnato da non poche difficoltà, il compito di enunciazione valoriale convenzionalmente demandato alla Corte di Strasburgo ha finito per rappresentare un fenomeno destinato altresì a colmare le lacune istituzionali dell'Unione europea e ad integrare la funzione eminentemente interpretativa attribuita alla Corte di giustizia nelle materie di riferimento.

Sul piano dell'elaborazione dottrinale italiana, peraltro, il progressivo esaurimento della capacità innovatrice dei principi penalistici e la contestuale valorizzazione delle norme costituzionali di riferimento ha determinato una crescente attenzione per le garanzie sostanziali e processuali contenute nelle carte dei diritti, ed in particolare nella CEDU, quale punto di riferimento fondamentale dell'ordinamento penale nel suo complesso. Ed anche in termini di politica criminale, la ormai nota sfiducia nei confronti di qualsiasi spinta riformatrice che coinvolga il legislatore, sempre più condizionato da tendenze demagogiche e dal sempre ricercato compromesso politico, ha finito spesso per porre al centro della

¹³⁸ Sull'asserita soggezione dell'intangibilità del giudicato al rispetto dei principi fondamentali si veda Cass. pen. S.U., 7 maggio 2014 n. 18821 secondo la quale: *“Il giudicato non può che essere recessivo di fronte ad evidenti e pregnanti compromissioni in atto di diritti fondamentali della persona. La preclusione, effetto proprio del giudicato, non può operare allorquando risulti mortificato, per una carenza strutturale dell'ordinamento interno rilevata dalla Corte EDU, un diritto fondamentale della persona, quale certamente è quello che incide sulla libertà: s'impone, pertanto in questo caso di emendare “dallo stigma dell'ingiustizia” una tale situazione”*.

riflessione dottrinale le valutazioni effettuate dai giudici di Strasburgo in quanto idonee a determinare delle immediate ricadute sul diritto vivente.

Mentre la nostra Corte costituzionale è chiamata prevalentemente ad affrontare specifiche problematiche di ortopedia processuale legate al rispetto di principi ormai ampiamente condivisi o a porre rimedio ad interventi legislativi del tutto squilibrati, dalla giurisprudenza europea sono invece emerse importanti prese di posizione su questioni politicamente sensibili come l'attuazione dei principi del giusto processo ovvero del principio del *ne bis in idem*.

E' proprio con riferimento a quest'ultimo che la CorEDU ha elaborato una nozione del tutto autonoma di "materia penale" ponendo in discussione qualsiasi tipo di "etichetta" formale della sanzione che, soprattutto nella materia degli abusi di mercato, ha costituito le basi per importanti pronunce, il cui esempio più recente è costituito dal caso *Grande Stevens ed altri c. Italia*, di cui si dirà in seguito.

4. L'ampia nozione di "materia penale"

Nel contesto eurounitario, vertendosi sostanzialmente in un ambito convenzionale, ai termini vengono assegnati significati che dipendono dal contesto di riferimento. Sicchè il significato dei primi muta al variare del secondo.

Gettando lo sguardo all'ordinamento italiano, il termine "reato" ha una denotazione rigida e la sua definizione concettuale ha carattere eminentemente formale, dipendendo da una precisa disposizione del codice Rocco, esclusivamente polarizzata sulla tipologia delle sanzioni previste¹³⁹.

Ben diversamente si atteggia il legislatore comunitario il quale, nella materia degli abusi di mercato, ha prodotto disposizioni in cui riecheggiano i principi fondamentali¹⁴⁰ come interpretati dalla Corte europea dei diritti dell'Uomo.

¹³⁹ Si deve, tra l'altro, segnalare come nella manualistica è tuttora dominante il criterio nominalistico in base al quale è reato il fatto cui la legge ricollega una pena, salvo il dibattito sull'accezione di quest'ultimo termine

¹⁴⁰ Il riferimento va al Considerando n. 77 del Regolamento UE 596/2014 nel quale espressamente si afferma il rispetto dei "diritti fondamentali" e l'osservanza dei "principi riconosciuti nella Carta dei diritti fondamentali dell'Unione europea".

Già a partire dalla risalente decisione della CorEDU nell'affare *Öztürk*¹⁴¹ la materia penale non è quella designata sulla base di un dato formale variabile da ordinamento ad ordinamento ma, piuttosto, quella che si identifica per il carattere afflittivo/intimidativo della sanzione.

Soltanto per le più gravi condotte illecite appartenenti alla materia penale, il legislatore eurounitario stabilisce che i singoli legislatori nazionali debbano prevedere la pena detentiva, considerata punizione propria delle violazioni caratterizzate da un maggior disvalore¹⁴².

Il semplice raffronto degli insiemi, che vengono a costituirsi a partire dalle due differenti accezioni nelle quali la nozione di materia penale può essere intesa, assegnando all'aggettivo penale, rispettivamente, una portata denotativa in senso formale e rigido, ovvero in senso sostanziale e ampio, mostra all'evidenza come sia il contesto di riferimento a determinare non soltanto il significato del medesimo termine linguistico impiegato, ma anche a condizionare, conseguentemente e ineluttabilmente, l'ambito dimensionale di ciascun insieme sotteso al termine linguistico stesso¹⁴³, essendo palese che quello designato dall'aggettivo penale secondo il valore attribuito dall'ordinamento italiano è minore o comunque integralmente compreso nel maggior insieme che si forma conferendo al medesimo termine la valenza riconosciuta dalla giurisprudenza delle Corti europee.

Siffatta caratterizzazione formale e rigida reca con sé, da un lato, una maggiore precisione e determinatezza, in pieno ossequio al principio di legalità, e, d'altronde, assicura che tutte le garanzie proprie del diritto penale assistano il cittadino nel momento dell'applicazione di sanzioni fortemente afflittive e potenzialmente limitative della libertà personale.

Tuttavia, accogliendo un approccio critico, si può rilevare come i confini della materia penale così caratterizzata rischino di essere eccessivamente angusti e addirittura il concetto stesso potrebbe porsi in contraddizione con le suddette esigenze di garanzia.

¹⁴¹ Corte eur. dir. Uomo, 21 febbraio 1985, *Öztürk c. Germania*.

¹⁴² Stabilisce, infatti, in modo non equivoco il Considerando n. 16 della Direttiva 2014/57/CE: "affinchè le sanzioni previste per i reati di cui alla presente direttiva siano effettive e dissuasive, è opportuno che la presente direttiva preveda un livello minimo per la pena detentiva massima".

¹⁴³ Così F. Mucciarelli, *La nuova disciplina* cit., pg.8.

Si pensi alla coppia sanzione pecuniaria amministrativa/multa o ammenda: le difficoltà insite nella ricostruzione della reale differenza tra queste potrebbero essere risolte facendo appello sia alle conseguenze derivanti dal mancato pagamento delle seconde rispetto all'omologa sanzione amministrativa, sia alla circostanza che la condanna al pagamento di una pena pecuniaria in senso stretto dia oltretutto vita ad un precedente rilevante. Ma se si guarda al profilo dell'efficienza afflittiva/intimidativa di un tal genere di sanzione, penale o amministrativa che sia, la questione si pone in modo affatto diverso. Tralasciando rilievi meramente teorici, infatti, non si può negare che l'efficienza della sanzione pecuniaria, comunque denominata, dipenda dal dato intrinseco costituito dalla sua misura che non può essere indeterminata anche e soprattutto in funzione del reddito o delle condizioni economiche del reo. E' evidente come questo dato dimensionale e quantitativo sia svincolato dal *nomen* della sanzione, tanto più che uno dei problemi della sanzione pecuniaria e dell'efficienza della stessa sta proprio nella sua determinazione edittale e nella sua concreta commisurazione affinché possa dirsi realmente afflittiva¹⁴⁴.

Inoltre, la questione si presenta ancora più evidente se ci si focalizza sulle sanzioni interdittive, ovvero le misure amministrative secondo il linguaggio del Regolamento. Che l'interdizione, temporanea o permanente, ovvero qualsiasi altra forma di limitazione dell'esercizio di una attività o della possibilità di ricoprire determinate funzioni, incarichi o ruoli non si risolva in una compressione della libertà personale, appare un'affermazione a dir poco azzardata. Comunque la si chiami, la sanzione influisce su uno dei momenti in cui si estrinseca la libertà della persona a meno di non ritenere che il diritto di libertà si sostanzia in quella fisica, intesa come assenza di barriere agli spostamenti nello spazio.

Alla luce di ciò, la denotazione formale della materia penale non sembra assicurare un criterio soddisfacente con riguardo al versante delle garanzie che debbono presiedere al momento della irrogazione di una sanzione dal contenuto afflittivo/intimidativo.

¹⁴⁴ La dottrina italiana denuncia, infatti, da tempo l'inefficacia ed inefficienza delle sanzioni pecuniarie auspicandone una riforma che operi in maniera incisiva e permetta l'adozione di modelli "a tassi giornalieri", secondo l'impostazione di altri ordinamenti e già applicata nel sistema punitivo degli enti di cui al dlgs. 231/01.

Al legislatore eurounitario, peraltro, non sembra essere sfuggito un profilo ulteriore che pure inerisce alla materia penale declinata nella funzione di garanzia del principio di legalità, colto nel profilo della precisione e della determinatezza della fattispecie. Tali requisiti vengono richiamati dal Considerando n. 6 della Direttiva 2014/57/UE quando sottolinea che “*introducendo sanzioni penali (...) si stabiliscono confini chiari per i tipi di comportamenti che sono ritenuti particolarmente inaccettabili*”.

Illuminante nel contesto appare la differente struttura del precetto contenuto nell’articolo 30 del Regolamento UE 596/2014 a proposito delle sanzioni e misure amministrative previste per le infrazioni al Regolamento stesso. Posto che si verte in materia di condotte sì illecite ma meno gravi e che il Regolamento è *self-executing*, da un lato il § 1 del citato articolo 30 descrive puntualmente le sanzioni pecuniarie per ciascuna specifica violazione, dettandone altresì la misura massima, nel paragrafo successivo, per le persone fisiche e giuridiche ma, dall’altro, tale accuratezza non si rinviene in ordine alle sanzioni interdittive la cui entità massima è demandata all’intervento del singolo Stato membro.

Sembra, quindi, che il legislatore eurounitario in questo caso abbia assunto un atteggiamento piuttosto prudente: riconosciuta la maggiore incidenza di tale tipo di sanzioni sulla libertà del cittadino, si è preferito affidare allo specifico ordinamento interno il compito di provvedere al completamento dell’assetto punitivo in un’accorta ottica di *self-restraint* al cospetto di una nozione di materia penale dal significato pericolosamente ambivalente.

A questo punto si tratta di calibrare le premesse teoriche sin qui concluse all’ambito applicativo del principio del *ne bis in idem* inteso nella sua dimensione interna e processuale, alla stregua dell’articolo 4 del Protocollo 7 CEDU¹⁴⁵, aperto alla firma il 22 novembre 1984 ancorchè non ratificato da tutti gli Stati contraenti.

¹⁴⁵ La norma così recita: “1. Nessuno può essere perseguito o condannato penalmente dalla giurisdizione dello stesso Stato per un reato per il quale è già stato assolto o condannato a seguito di una sentenza definitiva conformemente alla legge e alla procedura penale di tale Stato.
2. Le disposizioni del paragrafo precedente non impediscono la riapertura del processo, conformemente alla legge e alla procedura penale dello Stato interessato, se fatti sopravvenuti o nuove rivelazioni o un vizio fondamentale nella procedura antecedente sono in grado di inficiare la sentenza intervenuta.
3. Non è autorizzata alcuna deroga al presente articolo ai sensi dell’articolo 15 della Convenzione”.

In particolare, è necessario comprendere se tale disposizione che è, infatti, diretta a dare espressione al principio che nessuno deve essere giudicato, all'interno di uno Stato, in un procedimento penale per un delitto per il quale sia stato già condannato o assolto in precedenza con sentenza passata in giudicato debba essere intesa, stando alla giurisprudenza della Corte europea dei diritti dell'Uomo nel senso che essa vieta di perseguire o giudicare una persona per un secondo "illecito" nella misura in cui alla base di quest'ultimo vi sono fatti che sono sostanzialmente gli stessi.

Sottostante all'approccio giurisprudenziale della Corte è non solo l'individuazione del criterio cui rapportare l'identità del fatto, di cui si parlerà in seguito, ma, più in particolare l'enucleazione dei parametri idonei a circoscrivere il perimetro della materia penale, da cui far discendere la conclusione se un giudizio possa definirsi di natura penale anche qualora abbia ad oggetto l'accertamento di un illecito sancito da una disposizione amministrativa e se debbano essere ad esso applicate le regole sull'equo processo tra cui il *ne bis in idem*¹⁴⁶.

Con riferimento a quest'ultimo punto, in base ad un orientamento di tipo sostanzialistico, la Corte, onde evitare che si venga ingannati dalla cosiddetta "truffe delle etichette", ha enucleato tre criteri alla stregua dei quali si possa stabilire la sussistenza di una "accusa in materia penale". Il riferimento va alla nota pronuncia *Engel e altri c. Paesi Bassi* dell'8 giugno 1976, § 82, serie A n. 22 in cui questi indici sono costituiti da:

- la qualificazione giuridica della misura;
- la natura della misura;
- la natura e il grado di severità della sanzione.

Il primo criterio era stato ritenuto dalla sentenza *Engel* di valore soltanto formale e relativo, rispetto alla più rilevante pregnanza della "*nature même de l'infraction*" o del "*degré de sévérité de la sanction que risque de subir l'intéressé*"¹⁴⁷.

Tali indici sono stati, peraltro, ripresi successivamente dai provvedimenti in punto di rapporto tra procedimento amministrativo e processo penale. La sentenza

¹⁴⁶ Cfr. N. Galantini, *Divieto di ne bis in idem – Il principio del ne bis in idem tra doppio processo e doppia sanzione* in *Giurisprudenza italiana*, 2015, pg. 216.

¹⁴⁷ *Engel c. Paesi Bassi* cit. § 82.

*Zolotoukhine c. Russia*¹⁴⁸ ha affermato che il secondo e il terzo criterio sono alternativi e non necessariamente cumulativi comportando che, da un lato, non si possa adottare un approccio unitario se l'analisi separata di ciascuno di essi permetta di arrivare ad una conclusione chiara in merito alla sussistenza di una "accusa in materia penale"¹⁴⁹ e, dall'altro, che sia ammissibile il ricorso cumulativo "si l'analyse séparée de chaque critère ne permet pas d'aboutir à une conclusion claire quant à l'existence d'une accusation en matière pénale"¹⁵⁰.

Affinchè si possa parlare di "accusa in materia penale", dunque, è sufficiente che il fatto in causa sia di natura penale rispetto alla CEDU o abbia esposto l'interessato a una sanzione che, "per natura e livello di gravità", rientri in linea generale nell'ambito della materia penale¹⁵¹.

La riconducibilità di una figura normativa-sanzionatoria nell'alveo della materia penale è individuata, quindi, nel grado di severità dell'impianto sanzionatorio ovvero dell'afflittività della sanzione¹⁵².

Si può sostenere, in estrema sintesi, che "il tono di afflittività della sanzione determina la sua natura penale", dogma, questo, che costituisce le basi del percorso argomentativo ormai monolitico adottato dalla CorEDU con riferimento ai principi del giusto processo e del divieto di *bis in idem*.

4.1 I criteri riferibili alla giurisprudenza della Corte di giustizia europea: spunti problematici nel dialogo tra Corti

Recentemente, è intervenuta in merito anche la Grande Sezione della Corte di giustizia dell'Unione europea con la sentenza nel caso *Åklagaren contro Hans Åkerberg Fransson* del 26 febbraio 2013, C-617/10, esprimendosi sul divieto di *bis*

¹⁴⁸ Corte eur.dir.Uomo, 10 febbraio 2009, *Zolotoukhine c. Russia*, ricorso n. 14939/03.

¹⁴⁹ Cfr. Corte eur.dir.Uomo, 23 novembre 2006, n. 73053/01, *Jussila c. Finlandia*.

¹⁵⁰ *Zolotoukhine c. Russia* cit. § 53

¹⁵¹ Si veda al riguardo *Considerazioni sul principio del ne bis in idem nella recente giurisprudenza europea: la sentenza 4 marzo 2014, Grande Stevens e altri contro Italia, Relazione n. 35/2014 dell'Ufficio del Ruolo e del Massimario della Corte di Cassazione*, 8 maggio 2014, pg.4.

¹⁵² A titolo esemplificativo, alla stregua dei principi poc' anzi esposti, sicuramente potrà riconoscersi una particolare natura afflittiva alla cornice editale prevista dall'articolo 187 ter in materia di illecito amministrativo di manipolazione del mercato. La norma infatti prevede una sanzione amministrativa pecuniaria massima di venticinque milioni di euro a cui si accompagna per gli esponenti aziendali la perdita temporanea dei requisiti di onorabilità e, relativamente alle società quotate in borsa, la temporanea incapacità di assumere incarichi di direzione, amministrazione e controllo.

in idem e sul campo di applicabilità dell'articolo 50 della Carta dei diritti fondamentali dell'Unione europea, di cui si è già discusso.

Lungi da chi scrive l'intento di analizzare le interessanti problematiche relative all'operatività del principio del *ne bis in idem* nella materia tributaria, la sentenza è degna di nota giacchè, oltre a definire la portata applicativa dell'articolo 50 della Carta, offre l'occasione per mettere a fuoco il punto di vista della Corte di Giustizia sia sull'ambito di applicazione della Carta *ex* articolo 51 § 1 CDFUE sia sugli attuali assetti interordinamentali¹⁵³.

La pronuncia, articolata e complessa, trae origine da un rinvio pregiudiziale sollevato dall'autorità giudiziaria svedese nell'ambito di un procedimento penale per frode fiscale aggravata avviato contro un soggetto già condannato definitivamente al pagamento di una sovrattassa di natura fiscale per lo stesso fatto di inadempimento degli obblighi dichiarativi e contributivi in tema di IVA. In particolare, dinanzi al Tribunale di primo grado di *Haparanda*, in Svezia è sorta la questione se, alla luce degli articoli 4 del Protocollo 7 CEDU e 50 CDFUE, il procedimento penale nei confronti del signor *H. Åkerberg Fransson* dovesse essere considerato o meno inammissibile in ragione della sanzione fiscale già applicata. A fronte di tale problema di *bis in idem* interno, l'autorità giudiziaria svedese ha sospeso il procedimento penale interno ed ha sottoposto alla Corte cinque questioni pregiudiziali. Tuttavia, i giudici eurounitari si sono soffermati sul chiarire, innanzitutto, se il principio del *ne bis in idem* sancito nell'articolo 50 potesse essere interpretato nel senso che esso osta a che siano avviati nei confronti di un imputato procedimenti penali per frode fiscale, una volta che gli sia già stata inflitta una sovrattassa per gli stessi fatti di falsa dichiarazione ed, inoltre, se sia compatibile con il diritto dell'Unione una prassi giudiziaria nazionale che subordina l'obbligo, per il giudice nazionale, di disapplicare ogni disposizione che sia in contrasto con un diritto fondamentale garantito dalla CEDU e dalla Carta alla condizione che lo stesso risulti chiaramente dai testi interessati o dalla relativa giurisprudenza.

¹⁵³ Sull'argomento si veda D. Vozza, *I confini applicativi del principio del ne bis in idem interno in materia penale: un recente contributo della Corte di Giustizia dell'unione europea* in www.penalecontemporaneo.it, 15 aprile 2013.

Preliminarmente, la Corte ha dovuto sciogliere il nodo preliminare riguardante la sua competenza a pronunciarsi sul caso in commento¹⁵⁴: i giudici hanno affermato la propria competenza dal momento che hanno ritenuto sussistente la *condizione* stabilita nell'articolo 51 § 1 CDFUE, secondo cui la Carta si applica agli Stati membri "esclusivamente nell'attuazione del diritto dell'Unione".

In particolare, la Corte di Lussemburgo ha ritenuto che le fattispecie sostanziali di diritto interno, che hanno rappresentato le basi normative, da un canto, per l'applicazione delle sovrattasse e, d'altro canto, per l'instaurazione di un procedimento penale per frode fiscale, non ancora definito, nei confronti della stessa persona, siano entrambe attuative del diritto dell'Unione, pur non essendo il frutto di una trasposizione¹⁵⁵. Ne è conseguita una lettura tendenzialmente estensiva dell'articolo 51 § 1 CDFUE, destinata ad ampliare l'ambito di operatività dei diritti sanciti dalla Carta.

Duplici è stato il collegamento tra il diritto interno e il diritto dell'Unione rinvenuto dalla Corte di Giustizia. Innanzitutto, essa ha messo in relazione le sovrattasse e i procedimenti penali relativi alle violazioni degli obblighi dichiarativi in materia di IVA con talune disposizioni della direttiva 2006/112/CE del Consiglio, del 28 novembre 2006¹⁵⁶ nonché con l'articolo 4 § 3 del TUE, in base al quale "*ogni Stato membro ha l'obbligo di adottare tutte le misure legislative e amministrative al fine di garantire che l'IVA sia interamente riscossa nel suo territorio e a lottare contro la frode*". Inoltre la Corte ha collegato la violazione dei suddetti obblighi dichiarativi in tema di IVA alla lesione degli interessi finanziari dell'Unione, contemplati dall'articolo 325 del TFUE, precisando che da tali violazioni consegue la mancata messa a disposizione del bilancio dell'Unione delle corrispondenti risorse non oggetto di riscossione.

Compiendo un ulteriore passaggio rilevante sul piano dei rapporti tra Carta e ordinamenti interni, i giudici eurounitari hanno affermato che, in una situazione in

¹⁵⁴ Cfr. § 22 della sentenza in esame dove si afferma che laddove: "*una situazione giuridica non rientri nella sfera d'applicazione del diritto dell'Unione, la Corte non è competente al riguardo e le disposizioni della Carta eventualmente richiamate non possono giustificare, di per sé, tale competenza*".

¹⁵⁵ Cfr. § 28 della sentenza.

¹⁵⁶ "Direttiva 2006/112/CE del Consiglio del 28 novembre 2006 relativa al sistema comune d'imposta sul valore aggiunto"

cui “*l’operato degli Stati membri non è del tutto determinato dal diritto dell’Unione*”, il giudice nazionale, qualora sia chiamato a verificare la conformità ai diritti fondamentali della disciplina interna attuativa del diritto dell’Unione, può applicare gli “*standard nazionali di tutela dei diritti fondamentali, a patto che tale applicazione non comprometta il livello di tutela previsto dalla Carta, come interpretata dalla Corte, né il primato, l’unità e l’effettività del diritto dell’Unione*”. In sintesi, può dirsi che per i giudici eurounitari un legame attuativo “debole” tra diritto interno e diritto dell’Unione non esclude l’operatività della Carta e neppure sembra ridurre la forza, al punto che essa è destinata a prevalere, in caso di divergenza, anche sullo standard nazionale¹⁵⁷.

Dopo aver affermato la propria competenza, i giudici si sono quindi concentrati sul merito della questione relativa alla portata del principio del *ne bis in idem* sancito all’articolo 50 CDFUE, chiedendosi se esso osta a che un soggetto sia imputato in un procedimento penale per frode fiscale dopo che gli sia già stata inflitta una sovrattassa per gli stessi fatti di falsa dichiarazione.

Sul punto, la Corte di Giustizia ha affermato, in tre distinti paragrafi, che:

a) l’articolo 50 CDFUE non osta a che uno Stato membro imponga, per le medesime violazioni di obblighi dichiarativi in materia di IVA, 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;

b) cionondimeno, “*qualora la sovrattassa sia di natura penale, ai sensi dell’articolo 50 della Carta, e sia divenuta definitiva, tale disposizione osta a che procedimenti penali per gli stessi fatti siano avviati nei confronti di una stessa persona*”¹⁵⁸;

c) ai fini della valutazione della natura penale delle sanzioni tributarie, sono rilevanti tre criteri: la qualificazione giuridica dell’illecito nel diritto nazionale, la natura dell’illecito e, infine, la natura e il grado di severità della sanzione.

d) “*spetta al giudice del rinvio valutare, alla luce di tali criteri, se occorra procedere ad un esame del cumulo di sanzioni tributarie e penali previsto dalla*

¹⁵⁷ Particolarmente interessante è la lettura della sentenza operata da A. Ruggeri, *La Corte di giustizia, il primato incondizionato del diritto dell’Unione e il suo mancato bilanciamento col valore della salvaguardia dei principi di struttura degli ordinamenti nazionali nel loro fare “sistema”* in www.diritticomparati.it, 2 aprile 2013.

¹⁵⁸ Cfr. § 34 della pronuncia.

*legislazione nazionale sotto il profilo degli standard nazionali ai sensi del punto 29 della presente sentenza, circostanza che potrebbe eventualmente indurlo a considerare tale cumulo contrario a detti standard, a condizione che le rimanenti sanzioni siano effettive, proporzionate e dissuasive*¹⁵⁹.

Leggendo tali paragrafi, ci sembra, innanzitutto, che la Corte abbia accolto una interpretazione dell'articolo 50 CDFUE, nella parte in cui riconosce il *ne bis in idem* interno, diversa da quella effettuata dalla Corte europea dei diritti dell'uomo in relazione all'articolo 4 del Protocollo 7 CEDU, che pur si applica, senza alcuna riserva eccezionale alla materia penale, allo Stato svedese. D'altra parte, nessun riferimento è stato effettuato espressamente dalla Corte di Giustizia al summenzionato articolo 4, così come interpretato dalla giurisprudenza di Strasburgo, nonostante la previsione di cui all'articolo 52 § 3 CDFUE, letta alla luce delle Spiegazioni di corredo della Carta stessa.

In effetti, se da un lato i giudici eurounitari hanno richiamato i criteri *Engel*, elaborati dalla Corte di Strasburgo, dall'altro lato sembrano essersene in parte discostati con l'affermazione contenuta nel § 36, in cui vengono in gioco diverse esigenze (anche) attinenti ai rapporti tra diritto interno e diritto dell'Unione.

L'impostazione che rimette nelle mani del giudice interno il compito di sciogliere il nodo interpretativo si presenta problematico.

Se, infatti, è tendenzialmente chiaro, nonostante le dirompenti conseguenze, che il soggetto che opererà la valutazione, in questo caso, sarà il giudice comune, meno chiaro è il tipo di valutazione che egli dovrà compiere. In primo luogo, l'oggetto della valutazione sembra mutare rispetto a quanto affermato in principio dalla Corte di Giustizia e in genere dalla Corte EDU, in relazione all'articolo 4 del Protocollo 7 CEDU, non concernendo più la sola natura penale delle sanzioni fiscali, da cui scatterebbe, in caso di esito positivo, la preclusione processuale *ex* articolo 50 CDFUE come accade, di regola, per l'articolo 4 del Protocollo 7 CEDU, ma il cumulo tra sanzioni penali e tributarie (di natura penale) per lo stesso fatto.

Inoltre permane più di qualche dubbio interpretativo in ordine al tipo e alla misura dello *standard* di protezione, interno o eurounitario, di cui dovrà tener conto il giudice nazionale nella sua valutazione.

¹⁵⁹ Così dispone il paragrafo 36 della sentenza in oggetto.

Dunque, l'interpretazione dell'articolo 50 CDFUE pare scostarsi da quella abitualmente fornita dalla Corte EDU in ordine all'articolo 4 del Protocollo 7 CEDU, giacché si concretizza in una lettura tendenzialmente restrittiva del divieto di un secondo giudizio, non fosse altro per il fatto che tale diritto va bilanciato dal giudice con l'esigenza di adeguate sanzioni residuali. Ebbene, tale lettura sembra non assegnare, in virtù della condizione apposta, quel contenuto minimo all'articolo 50 CDFUE imposto dall'articolo 52 § 3 della Carta.

Nella pronuncia citata si afferma che il principio del *ne bis in idem* sancito dall'articolo 50 della Carta dei diritti fondamentali dell'Unione europea non osta a che uno Stato membro imponga, per le medesime violazioni di obblighi dichiarativi in materia di imposta sul valore aggiunto, una combinazione di sanzioni sia fiscali che penali, al fine di tutelare gli interessi finanziari dell'UE mediante il sistema di riscossione di entrate provenienti dall'IVA, sempre che tali sovrattasse non abbiano natura penale ai sensi dell'articolo 50 della Carta: in tal caso, infatti, la norma sarebbe di ostacolo ad ulteriori procedimenti penali.

Si evincono dunque le pregnanti difficoltà di dialogo che si vengono a creare tra la Corte di giustizia e la Corte EDU, derivanti dalle letture solo parzialmente coincidenti che esse danno in ordine alla ricostruzione, non sempre univoca del concetto di "materia penale".

Si pensi, nello specifico, alla materia degli abusi di mercato: alla luce della tendenza antinoministica della Corte EDU nel riconoscere, inevitabilmente, natura penale alle sanzioni amministrative particolarmente afflittive, si giungerebbe ad affermare la sostanziale inconciliabilità, in astratto, del sistema del doppio binario sanzionatorio previsto dal Testo unico finanziario per reprimere i fenomeni di *market abuse*, con il principio del *ne bis in idem*.

Tale impostazione, tuttavia, colliderebbe con i principi enucleati dalla sentenza *Fransson* che, invece, ammette in via generale la combinazione di sanzioni fiscali e penali, con obbligo di verifica in concreto da parte del giudice della natura di doppia sanzione penale delle stesse, alla luce dei criteri fissati dalla giurisprudenza europea, che integrerebbe in tal caso la violazione del principio tutelato dalla normativa convenzionale.

Il contrasto potrebbe, però, essere solo apparente in quanto, da un lato, la Corte di Strasburgo, quando afferma che la CEDU osti a misure di doppia sanzione, amministrativa e penale, non sembra estendere la sfera applicativa del *ne bis in idem* in via generale, ma solo per le ipotesi in cui la procedura amministrativa trasmodi in una procedura penale in ragione della particolare afflittività della sanzione; dall'altro, la Corte di giustizia, pur ammettendo in via generale la combinazione di sanzioni fiscali e penali, sembra imporre al giudice l'obbligo di verificare che, in concreto, esse non rivelino una doppia sanzione penale, alla luce di criteri analoghi ed in parte ulteriori rispetto a quelli fissati dalla CorEDU.

Sicchè, dalla rilevata sostanziale omogeneità dei criteri- guida *Engel* adottati dalle due Corti europee per individuare la natura penale o amministrativa di una sanzione, la questione relativa alla possibile divergenza tra le decisioni in merito al divieto di *bis in idem* potrebbe assumere minore importanza ed inserirsi in un contesto di differenze spesso derivanti dagli specifici motivi sollevati per il rinvio pregiudiziale o per il ricorso, ponendo le fondamenta per la ricostruzione di una "materia penale" che sembra essere definita allo stato secondo una "geometria variabile"¹⁶⁰, che varia a seconda del tipo di rinvio pregiudiziale sollevato, del parametro normativo oggetto di interpretazione, dal contesto normativo e fattuale di riferimento e ovviamente dell'interpretazione operata.

La Corte EDU, quindi, pare avviata verso un ampliamento dell'ambito applicativo di tale principio generale, a fronte delle distinzioni operate dalla giurisprudenza della Corte di giustizia europea che, probabilmente, mostra un atteggiamento più cauto rispetto ai singoli ordinamenti interni, soprattutto con riferimento non già alla sola natura penale o meno delle sanzioni in gioco, bensì alla necessità di valutare il cumulo tra sanzioni penali e tributarie, ove riconosciute di natura afflittiva, per lo stesso fatto e di bilanciare il divieto di uno stesso giudizio con l'esigenza di adeguate misure residuali.

Nel pronunciarsi sulla seconda questione posta dal giudice svedese, la Corte di Lussemburgo pone le basi di un'importante affermazione, in relazione alla negata "comunitarizzazione" della CEDU: la Convenzione europea dei diritti dell'Uomo

¹⁶⁰ In generale, sull'ambito di applicazione a geometria variabile dei principi in un *diritto senza Codice*, come quello eurounitario si veda C. Sotis, *Il diritto senza Codice. Uno studio sul sistema penale europeo vigente*, Milano, 2007, pp. 18 ss.

non costituisce, fino a quando l'Unione non vi abbia aderito, "un atto giuridico formalmente integrato nell'ordinamento giuridico dell'Unione". Di conseguenza, "il diritto eurounitario non disciplina i rapporti tra la CEDU e gli ordinamenti giuridici degli Stati membri e nemmeno determina le conseguenze che un giudice nazionale deve trarre nell'ipotesi di conflitto tra i diritti garantiti da tale Convenzione ed una norma di diritto nazionale"¹⁶¹.

L'esclusione della comunitarizzazione della CEDU comporta che la Corte di Lussemburgo abbia lasciato alla libera scelta di ciascuno degli Stati aderenti all'Unione la regolamentazione dei rapporti tra Convenzione e diritto interno, sino a quando non avrà luogo l'adesione dell'Unione europea alla CEDU.

Tale affermazione parrebbe combinarsi con l'orientamento assunto dalla Corte costituzionale italiana nella sentenza n. 80 del 11 marzo 2011, che esclude la riferibilità alla CEDU del parametro di cui all'articolo 11 della Costituzione¹⁶² e, dunque, del potere-dovere per il giudice di non applicare le norme interne contrastanti con la Convenzione; ciò anche se i diritti fondamentali oggetto di disposizioni della CEDU siano qualificati come principi generali del diritto comunitario sia dalla Corte di giustizia dell'Unione europea che dall'articolo 6 del Trattato sull'Unione europea visto che la prevista adesione dell'Unione europea alla CEDU non è ancora avvenuta.

La posizione della Cassazione sul tema, invece, risulta attualmente rappresentata dal principio espresso dalla I sezione con l'ordinanza n. 35555 del 2 luglio 2008 nel caso *Vangjelai*, secondo la quale le norme della CEDU assumono rilevanza, ai fini del giudizio di legittimità costituzionale, così come interpretate dalla Corte europea dei diritti dell'Uomo, perché dotate del rango di fonti interposte integratrici del precetto di cui all'articolo 117.1 della Costituzione¹⁶³, sempre che siano conformi alla Costituzione stessa e siano compatibili con la tutela degli

¹⁶¹ Cfr. § 44 della sentenza citata.

¹⁶² L'articolo 11 della Costituzione prevede che: "*L'Italia ripudia la guerra come strumento di offesa alla libertà degli altri popoli e come mezzo di risoluzione delle controversie internazionali; consente, in condizioni di parità con gli altri Stati, alle limitazioni di sovranità necessarie ad un ordinamento che assicuri la pace e la giustizia fra le Nazioni; promuove e favorisce le organizzazioni internazionali rivolte a tale scopo*".

¹⁶³ La norma, nella parte che qui rileva, così recita: "*La potestà legislativa è esercitata dallo Stato (70 e ss.) e dalle Regioni nel rispetto della Costituzione, nonchè dei vincoli derivanti dall'ordinamento comunitario e dagli obblighi internazionali*".

interessi costituzionalmente protetti. Resta, invece, esclusa per la Corte la disapplicazione da parte del giudice interno delle disposizioni di legge ordinaria non conformi alle previsioni CEDU.

In conclusione, nella sentenza *Fransson* citata si rileva un ulteriore passaggio fondamentale che potrebbe rilevarsi utile anche nella disciplina dei *market abuse*: posta la richiamata differenza di valenza tra CEDU e Carta dei diritti fondamentali dell'Unione europea, la quale costituisce una fonte formalmente ricompresa nel diritto europeo, si sostiene che il giudice nazionale abbia l'obbligo di garantire la piena efficacia della Carta e, quindi, in caso di contrasto tra una norma contenuta in questa ed una norma interna, debba disapplicare qualsiasi disposizione contrastante della legislazione domestica, anche se posteriore, senza dover chiedere o attendere la previa rimozione in via legislativa o mediante qualsiasi altro procedimento costituzionale¹⁶⁴; peraltro i giudici hanno il potere-dovere di ricorrere al rinvio pregiudiziale per chiarire il significato di una norma eurounitaria.

5. Il doppio binario sanzionatorio nel sistema italiano degli abusi di mercato: scelte di politica criminale e criticità

Concentrando l'attenzione sulla disciplina interna dei *market abuse* si deve riportare al centro del dibattito il tema dell'apparato repressivo approntato dal legislatore italiano.

Dopo un periodo di apparente equilibrio, nel quale le critiche dottrinali, anche se unanimi¹⁶⁵, al volto draconiano assunto dal diritto penale del mercato finanziario a valle della duplice riforma del 2005 sembravano ormai metabolizzate dal sistema, l'elaborazione giurisprudenziale della Corte EDU in materia penale ha scosso profondamente le fondamenta del sistema di *enforcement* attualmente vigente per le ipotesi di abuso di informazioni privilegiate e manipolazione del mercato.

¹⁶⁴ Cfr. § 45 della sentenza citata.

¹⁶⁵ Cfr. C. E. Paliero, *La riforma della tutela penale del risparmio: continuità e fratture nella politica criminale in materia economica* in *Il corriere del merito*, 2006, pp. 615 ss.; S. Seminara, *Disposizioni comuni agli illeciti di abuso di informazioni privilegiate e di manipolazione del mercato* in *Diritto penale e processo*, 2006, pg.11; A. Alessandri, *Attività d'impresa e responsabilità penali* in *Rivista italiana di diritto e procedura penale*, 2005, pp. 542 ss.

La scelta normativa di costruire un doppio binario sanzionatorio, nel quale le fattispecie penali *ex* articoli 184 e 185 del Testo unico finanziario sono affiancate e possono concorrere con omologhi illeciti amministrativi disciplinati dagli articoli 187 *bis* e 187 *ter* dello stesso TUF, pur mossa da condivisibili ragioni di politica criminale, volte a costruire una risposta normativa netta ed efficace ai comportamenti illeciti che hanno contraddistinto gli scandali finanziari di inizio secolo, non è apparsa, tuttavia, frutto di un'accurata riflessione da parte del legislatore.

Sorvolando, per un attimo, sull'evidente ipertrofia sanzionatoria che essa finisce col determinare, tanto più laddove si consideri che, accanto alle sanzioni penali e amministrative per la persona fisica, completate dalle previsioni in tema di confisca e pene accessorie, i fatti di *market abuse* fanno scattare anche la responsabilità dell'ente, ai sensi dell'articolo 25 *sexies* del decreto legislativo 231/2001, per le ipotesi aventi rilevanza penale, ovvero *ex* articolo 187 *quinquies* del TUF, per i casi aventi rilevanza, anche o solo, amministrativa, ciò che ha destato maggiori perplessità negli interpreti è stata la tecnica legislativa che ha portato alla formulazione delle diverse fattispecie e alla predisposizione delle relative sanzioni¹⁶⁶.

Come noto, infatti, il sistema normativo di contrasto alle condotte abusive sui mercati finanziari non è stato elaborato in chiave originale dal legislatore italiano ma è stato ricavato, in via mediata e indiretta, dalla Direttiva 2003/6/CE che imponeva agli Stati membri l'adozione di misure di carattere amministrativo, lasciando loro la facoltà di prevedere sanzioni penali.

Se, quindi, la scelta del doppio binario in sè non sembra destare particolari perplessità, come dimostra il fatto che anche altri Stati dell'Unione europea abbiano imboccato lo stesso percorso, mossi dalle convinzioni che gli abusi di mercato meritassero anche un presidio di natura penale, ciò che ha suscitato le maggiori riserve è stata la sciatta tecnica legislativa con cui è stata recepita la MAD I: una debole trasposizione, nel nostro ordinamento, della traduzione in lingua italiana della Direttiva che ha causato, tanto per l'*insider trading* quanto per la *market*

¹⁶⁶ Così F. D'alessandro, *Tutela dei mercati finanziari e rispetto dei diritti umani fondamentali in Diritto penale e processo*, 2014, pg. 615.

manipulation, non pochi disorientamenti circa la corretta linea di demarcazione tra gli illeciti amministrativi e quelli penali.

Di fronte ad una siffatta situazione è necessario approfondire l'approccio utilizzato dalla Corte EDU in una fondamentale pronuncia, *Grande Stevens e altri c. Italia*, nel quale i giudici di Strasburgo, in un'ottica tutta concentrata sul caso concreto, hanno colpito alla base le fragilissime fondamenta dogmatiche dell'impianto repressivo in materia di abusi di mercato, obbligando l'interprete a riflettere, *de iure condito* e *de iure condendo*, sull'intero sistema sanzionatorio.

6. La sentenza *Grande Stevens e altri c. Italia*: pronuncia europea e riflessioni nazionali

Alla luce delle considerazioni preliminari fatte, si deve passare all'analisi della già citata vicenda *Ifil-Exor* nell'ambito della quale la Corte EDU si è pronunciata con la sentenza *Grande Stevens e altri c. Italia*, ricorsi nn. 18640/10, 18647/10 e 18698/10, depositata il 4 marzo 2014¹⁶⁷. Questa affronta sostanzialmente due temi: da un lato, la violazione dell'articolo 6 della CEDU con riferimento al diritto ad un equo processo in un termine ragionevole, riscontrata dalla Corte con riferimento al procedimento penale-amministrativo svoltosi davanti alla Consob e dall'altro l'equiparazione, ai fini del *ne bis in idem*, del giudicato amministrativo al giudicato penale.

Occorre innanzitutto ricostruire il contesto fattuale in cui si inserisce tale sentenza.

La vicenda ha avuto origine il 26 luglio 2002, data in cui Fiat S.p.A sottoscrisse un prestito "convertendo"¹⁶⁸ con otto diverse banche: il contratto di finanziamento, in scadenza il 20 settembre 2005, prevedeva che, se Fiat S.p.A non fosse riuscita a rimborsare il prestito, le banche avrebbero potuto soddisfare il proprio credito sottoscrivendo un aumento di capitale. Così le banche sarebbero divenute titolari del 28% del capitale sociale della Fiat S.p.A, mentre la quota di

¹⁶⁷ Il testo della sentenza può essere consultato in www.giustizia.it.

¹⁶⁸ Con tale termine si intende un particolare tipo di prestito obbligazionario a conversione obbligatoria, tramite cui un prestito obbligazionario è rimborsato con l'emissione obbligatoria di nuove azioni.

partecipazione della Ifil Investments S.p.A¹⁶⁹, divenuta, poi, nel febbraio 2009, a seguito della fusione per incorporazione con Ifi S.p.A, Exor S.p.A, sarebbe corrispondentemente scesa dal 30,06% a circa il 22%.

Una delle possibilità per permettere alla Ifil di rimanere azionista di controllo della Fiat fu allora individuata, dal consulente legale del gruppo e dal rappresentante legale di Ifil S.p.A e della Giovanni Agnelli & C. S.a.p.a, nella rinegoziazione di un contratto di *equity swap*, riguardante circa 90 milioni di azioni Fiat S.p.A, che la Ifil S.p.A, attraverso la *holding* lussemburghese del gruppo, Exor Group S.A, aveva concluso il 26 aprile 2005 con la banca Merrill Lynch International Ltd. e la cui scadenza era fissata al 26 dicembre 2006. A questo punto, il consulente legale del gruppo, Franzo Grande Stevens interrogò la Consob domandando “se, nell’ipotesi da lui prospettata, si sarebbe potuta evitare un’OPA¹⁷⁰” e, dal canto suo, la Consob “chiese alle società Exor e a Giovanni Agnelli di diffondere un comunicato stampa che indicasse le iniziative assunte in vista della scadenza del prestito convertendo con le banche, i fatti riguardanti la società Fiat e i fatti utili a spiegare le fluttuazioni delle sue azioni sul mercato”¹⁷¹. A seguito di tale richiesta, formulata ai sensi dell’articolo 114.5 del TUF¹⁷², la Ifil rispose con un comunicato diffuso il 24 agosto 2005, precisato successivamente da un secondo, sostenendo di “non aver intrapreso né studiato”, a quella data, “alcuna iniziativa in relazione alla scadenza del prestito convertendo” e ribadendo, allo stesso tempo, “l’intenzione della società medesima di rimanere nell’attuale posizione nella compagine azionaria”. A parere della Consob tali affermazioni non sarebbero state veritiere, in quanto positivamente smentite dagli eventi che si sarebbero verificati nelle settimane successive: il 15 settembre 2005, infatti, Ifil e Merrill Lynch conclusero, in esecuzione delle deliberazioni dei rispettivi consigli di amministrazione, l’accordo che modificava i

¹⁶⁹ Controllata, a sua volta, dalla Giovanni Agnelli & C. S.a.p.a tramite la Ifi S.p.A.

¹⁷⁰ La risposta della Commissione, giunta il 17 settembre 2005, confermò che in tale ipotesi non vi era l’obbligo di lanciare un’offerta pubblica di acquisto.

¹⁷¹ Vedi § 6-7 della sentenza citata.

¹⁷² Il comma 5 dell’articolo 114 del TUF, recante la disciplina delle comunicazioni al pubblico, così recita: “La Consob può, anche in via generale, richiedere ai soggetti indicati nel comma 1, agli emittenti quotati aventi l’Italia come Stato membro d’origine, ai componenti degli organi di amministrazione e controllo e ai dirigenti, nonché ai soggetti che detengono una partecipazione rilevante ai sensi dell’articolo 120 o che partecipano a un patto previsto dall’articolo 122 che siano resi pubblici, con le modalità da essa stabilite, notizie e documenti necessari per l’informazione del pubblico. In caso di inottemperanza, la Consob provvede direttamente a spese del soggetto inadempiente”.

termini del contratto di *equity swap* cosicchè il 20 settembre 2005, data in cui Fiat S.p.A aumentò il suo capitale sociale e le azioni di nuova emissione furono, a seguito della scadenza del prestito convertendo, sottoscritte dalle otto banche finanziatrici a compensazione dei propri crediti, cosicchè esso potesse entrare in vigore e, di conseguenza, assicurare a Ifil la possibilità di mantenere la propria partecipazione di controllo, pari al 30.06% del capitale di Fiat S.p.A, senza peraltro incorrere nell'obbligo di lanciare un'offerta pubblica di acquisto sulla totalità delle azioni.

Proprio in ragione della mancata menzione, nel doppio comunicato stampa dell'agosto 2005, dell'imminente rinegoziazione dell'*equity swap* che avrebbe consentito di mantenere un ruolo di controllo in Fiat S.p.A, presero avvio, su impulso della Consob, i procedimenti per la violazione degli articoli 185 e 187 *ter* del TUF, ravvisando un'ipotesi di manipolazione informativa del mercato, a carico non solo delle persone fisiche che rivestivano una posizione apicale all'interno delle società citate bensì anche delle due persone giuridiche coinvolte, ovvero la Ifil S.p.A e la Giovanni Agnelli & C. S.a.p.a.

Procedendo con ordine, si devono prendere in considerazione separatamente le diverse tappe dei due procedimenti, penale e amministrativo.

In quest'ultimo filone, la Consob ritenne integrata la violazione dell'articolo 187 *ter*, comma 1, del TUF in quanto, accertato che “al 24 agosto 2005 (...) era stato studiato ed era già in corso di attuazione il progetto finalizzato a conservare al 30% la partecipazione di Ifil in Fiat” e che tale progetto “era fondato sull'esistenza del contratto di *equity swap* stipulato in data 26 aprile 2005 tra Merrill Lynch International Ltd. ed Exor Group S.A”, i comunicati diffusi dalla Ifil S.p.A e dalla Giovanni Agnelli S.a.p.a “contenevano una rappresentazione falsa della situazione all'epoca esistente, nella parte in cui si dichiarava che non era stata *intrapresa né studiata alcuna iniziativa in relazione del prestito convertendo*, idonea a fornire al pubblico degli investitori indicazioni fuorvianti”¹⁷³. La sussistenza dell'illecito

¹⁷³ Delibera Consob, 9 febbraio 2007 n. 15760. In particolare, la Commissione irrogò le seguenti sanzioni amministrative pecuniarie: alle persone fisiche furono comminate sanzioni dai 500.000 mila ai 5.000.000 euro mentre gli enti furono condannati al pagamento, rispettivamente, di 4.500.000 euro per la Exor S.p.A e 3.000.000 euro per la Giovanni Agnelli & C. S.a.p.a. Il tutto fu ulteriormente aggravato dalla disposizione, per le persone fisiche, dell'ulteriore sanzione amministrativa accessoria *ex* articolo 187 *quater* del TUF consistente nel divieto di assumere incarichi di

amministrativo venne poi ribadita, nel gennaio 2008 dalla I sezione della Corte d'Appello di Torino e confermata, infine, dalla Cassazione nel giugno 2009¹⁷⁴.

6.1 Il procedimento penale nel caso Ifil- Exor

Decisamente più complessa e articolata si presenta la vicenda processuale svoltasi sul versante penalistico.

Gli imputati, infatti, furono assolti dalla contestazione del reato di manipolazione del mercato dal Tribunale di Torino nel dicembre 2010 sulla base di un particolare percorso argomentativo del giudice di prime cure, il quale si soffermò sul metodo di accertamento del pericolo concreto, tipico della fattispecie *de qua*¹⁷⁵.

A seguito del ricorso *per saltum* proposto dalla Procura, la Cassazione, nel giugno 2012¹⁷⁶, annullò parzialmente la sentenza di primo grado, dichiarando la decisione dei giudici torinesi “non giuridicamente corretta” e trasmettendo gli atti, di conseguenza, alla Corte territoriale per la celebrazione del giudizio di rinvio.

Nello specifico, la Suprema Corte ha ricordato che il delitto di manipolazione del mercato non è un reato di evento bensì un illecito di mera condotta e che la verifica dell' idoneità della falsa notizia a produrre gli effetti distorsivi sul mercato finanziario deve essere riportata al momento in cui la stessa viene diffusa presso il pubblico degli operatori, con la conseguenza che “l'unico criterio utilmente applicabile è quello della prognosi postuma”. Ciò comporta, a parere della Corte, che l'individuazione del contenuto della notizia vera si presenti come un presupposto indispensabile per formulare, in prima battuta, il giudizio sulla falsità stessa della notizia¹⁷⁷ e verificare, in un secondo momento, mediante un giudizio *ex*

amministrazione, direzione e controllo di società quotate in borsa, rispettivamente per sei, quattro e due mesi.

¹⁷⁴ Cass., S.U. civ., 30 settembre 2009, n. 20935, 20936 e 20939.

¹⁷⁵ Scrive, sul punto, il Tribunale di Torino che: “*per la sussistenza del reato contestato (...) non è richiesto che si accerti l'avvenuta alterazione di strumenti finanziari, ma non è neppure sufficiente ipotizzare che il comunicato in parola avesse solo l'intrinseca capacità di provocare l'alterazione, perché occorre invece verificare se, in concreto, a seguito di tale comunicato, il pericolo per l'alterazione di strumenti finanziari si sia effettivamente prodotto*” e che, di conseguenza, “*non sembra esservi altro modo per effettuare tale verifica, se non attraverso l'attenta analisi della reazione del mercato al comunicato in questione*”.

¹⁷⁶ Cass. Sez. V, 15 ottobre 2012, n. 40393.

¹⁷⁷ Secondo la Corte, infatti, “*non è dato parlare di falsità se non in esito ad un confronto col dato veridico e alla constatazione della relativa difformità*”: tale dato costituisce, dunque, il presupposto

ante, “quali conseguenze avrebbe prodotto sul mercato finanziario la diffusione della notizia vera”.

La Corte d’appello di Torino, in funzione del giudice del rinvio, concluse che, adottando il metodo della prognosi postuma indicato dalla Cassazione “si può affermare che la diffusione, il 24 agosto 2005, di un comunicato falso sia stata idonea ad impedire quella sensibile flessione del prezzo del titolo, che si sarebbe invece immediatamente prodotta laddove fosse stato invece diffuso un comunicato veridico”¹⁷⁸, con il quale sarebbero state rese note al mercato le precedenti operazioni finanziarie che di fatto garantivano a Ifil, anche per il futuro, il mantenimento del controllo su Fiat. Accertata, quindi, la pericolosità della condotta di manipolazione informativa, condannò gli imputati alla stregua dell’articolo 185 TUF, a un anno e quattro mesi di reclusione, oltre che a una multa di 400.000 euro.

Tali sanzioni, tuttavia, non ottennero alcuna applicazione nella vicenda concreta, in quanto la Corte di Cassazione, nuovamente investita del compito di valutare la correttezza della decisione di rinvio, non poté far altro che prosciogliere gli imputati, nel dicembre 2013, in ragione dell’intervenuta estinzione del reato, essendo ormai decorso il relativo termine prescrizione¹⁷⁹.

Questa ulteriore fase del procedimento, tra l’altro, non si era nemmeno perfezionata quando la questione fu sottoposta all’attenzione della Corte EDU: questa, infatti, fu investita del caso già al termine dell’*iter* processuale riguardante il “filone amministrativo”¹⁸⁰, in virtù dell’articolo 35 § 1 della CEDU, che obbliga gli appellanti ad esaurire tutte le vie di ricorso interne, prima di adire i giudici di Strasburgo.

6.2 Le pronunce di merito e i loro “errori”: il necessario intervento della Corte EDU

logico-giuridico indefettibile del giudizio di pericolosità concreta della condotta di diffusione della notizia.

¹⁷⁸ Corte d’appello di Torino, sez. I, 28 febbraio 2013, n. 702.

¹⁷⁹ Il termine prescrizione, nel caso di specie, risultava pari a sette anni e sei mesi.

¹⁸⁰ F. D’alessandro, *Tutela dei mercati finanziari* cit., pg. 620.

Onde comprendere al meglio i principi affermati dalla Corte EDU, appare opportuno soffermarsi, in via preliminare, su alcuni passaggi delle sentenze di merito e di legittimità precedentemente citate, che assumono particolare significato.

In particolare, si deve segnalare come già la Corte d'appello civile, chiamata a pronunciarsi in sede di giudizio di opposizione alla condanna inflitta dalla Consob per l'illecito amministrativo di cui all'articolo 187 *ter* del TUF, fosse stata sollecitata a pronunciarsi sulla complessiva illegittimità del processo sanzionatorio svolto davanti alla Commissione, in quanto non rispettoso sia del principio del giusto processo, fissato dall'articolo 111 della Costituzione, sia del principio del contraddittorio, previsto, per ciò che qui rileva, anche dall'articolo 187 *septies* del TUF. Tuttavia, il collegio giudicante, seguito sul punto anche dalla Corte di Cassazione, ritenne che il principio del contraddittorio fosse stato rispettato, rilevando che la Consob avesse informato gli interessati della condotta loro contestata e tenuto conto delle loro rispettive difese. Inoltre, secondo la S.C., nemmeno la mancata audizione dei ricorrenti e la mancata trasmissione agli stessi delle conclusioni dell'Ufficio sanzioni avevano violato i principi in questione, in quanto le disposizioni costituzionali in materia di processo equo e di diritto alla difesa si applicano soltanto ai procedimenti giudiziari e non a quello previsto per l'applicazione di sanzioni amministrative.

Quanto al divieto di celebrare un secondo giudizio per il medesimo fatto, la questione era stata già sottoposta al giudice di primo grado torinese, attraverso la sollecitazione a sollevare la questione di legittimità costituzionale dell'articolo 649 c.p.p. per contrasto, attraverso il parametro interposto di cui all'articolo 117.1 della Costituzione, con l'articolo 4 del Protocollo 7 CEDU, nella parte in cui la norma processuale interna limita l'applicazione del principio del *ne bis in idem* al solo caso di una precedente condanna penale, senza riconoscere analogo valore preclusivo ad una pregressa affermazione di responsabilità a titolo amministrativo per il medesimo fatto.

Il segnalato contrasto, che colliderebbe altresì con la costante interpretazione del principio offerta dalla giurisprudenza di Strasburgo, è stato tuttavia ritenuto insussistente dal Tribunale e la connessa questione di legittimità costituzionale dichiarata manifestamente infondata sulla base dell'osservazione che gli articoli

185 e 187 *ter* del TUF, per l'interpretazione della Cassazione, non disciplinano il medesimo fatto, in quanto diverse sono le conseguenze delle rispettive condotte poiché solo nell'illecito penale si presuppone la concreta idoneità del fatto a provocare una sensibile alterazione del prezzo degli strumenti finanziari e diverso è il criterio di imputazione soggettiva, che nella fattispecie penale è esclusivamente il dolo¹⁸¹.

E' possibile sostenere, che entrambe le questioni siano state liquidate con eccessiva superficialità dai giudici nazionali: infatti, è toccato alla Corte EDU riconoscere l'illegittimità della disciplina italiana in tema di *market abuse* ritenendo che essa, nel caso di specie, abbia determinato una violazione tanto del diritto ad un equo processo di cui all'articolo 6 § 1 della CEDU, quanto del principio del *ne bis in idem* fissato dall'articolo 4 del Protocollo 7 CEDU.

6.3 Il binario amministrativo della manipolazione del mercato come “materia penale”

Delineato in questo modo il contesto entro il quale si inserisce la sentenza della Corte EDU, si deve esaminare la possibilità di ritenere integrato nella disciplina delle fattispecie di *market abuse* il presupposto logico-giuridico indefettibile per far scattare l'estensione delle garanzie sancite dall'articolo 6 della CEDU e rilevare, conseguentemente, l'avvenuta violazione del *ne bis in idem*: ci si riferisce alla riconducibilità dell'illecito amministrativo di manipolazione del mercato nell'alveo della nozione di “accusa avente natura penale”.

Nel caso di specie, a nulla è servito il tentativo del Governo italiano di escludere tale eventualità, sulla base del fatto che la Direttiva 2003/6/CE riconoscesse agli Stati membri il diritto di dotarsi, in materia di *market abuse* di un sistema repressivo basato sul doppio binario sanzionatorio e, quindi, di prevedere illeciti di manipolazione del mercato qualificati come “amministrativi” e “penali” all'interno dell'ordinamento. Altrettanto debole si presentava l'argomentazione volta a sottolineare, in relazione alla natura dell'infrazione, la differenza strutturale

¹⁸¹ Secondo i giudici di legittimità, infatti, “*il reato di manipolazione del mercato si caratterizza, differenziandosi dall'omologo illecito amministrativo, per la presenza di condotte qualificabili lato sensu come truffaldine o artificiose, idonee a concretizzare una sensibile alterazione del prezzo di strumenti finanziari*”.

tra l'illecito amministrativo *ex* articolo 187 *ter* del TUF, che si presentava costruito sulla pericolosità astratta della condotta e quello penale di cui all'articolo 185, basato sul concetto di pericolo concreto. Del tutto vano, infine, è stato anche il richiamo alla proporzionalità della sanzione che, insieme all'efficacia e al carattere dissuasivo, era uno degli attributi richiesti dal legislatore europeo agli Stati membri in ordine alle misure da adottare per combattere gli abusi di mercato.

La lettura della Corte EDU si è, invece, basata su aspetti molto più sostanziali.

In primo luogo, partendo dal presupposto che la Consob abbia come interesse primario la tutela del risparmio *lato sensu* considerato, declinato tanto in relazione alla tutela immediata e diretta degli investitori, quanto attraverso la salvaguardia, in via mediata e indiretta, dell'efficacia e della trasparenza del mercato, la Corte di Strasburgo ha potuto concludere in maniera agevole che tali obiettivi generali siano, indipendentemente dalla specifica qualificazione normativa interna, assicurati dal presidio del diritto penale.

In seconda battuta, la Corte EDU, concentrandosi maggiormente sul caso concreto, ha sottolineato il carattere eminentemente punitivo delle sanzioni amministrative inflitte nel caso di specie, le quali non hanno avuto lo scopo di compensare le perdite finanziarie subite dagli investitori, come era stato sostenuto dalla difesa del Governo italiano, essendo state comminate dalla Consob tenendo conto della gravità del comportamento illecito e non del pregiudizio causato al pubblico dei risparmiatori.

Infine, a completamento delle osservazioni svolte sulla dinamica sanzionatoria del caso concreto, anche la valutazione operata dalla Corte circa l'apparato repressivo potenziale e astratto connesso all'illecito amministrativo di manipolazione del mercato ha confermato la natura strutturalmente penale dell'accusa in questione. I giudici, infatti, hanno rilevato che, accanto alle ingentissime sanzioni pecuniarie¹⁸², la normativa italiana prevede la possibile

¹⁸² L'articolo 187 *ter* del TUF, infatti, per i fatti integranti l'illecito amministrativo di manipolazione del mercato, prevede una sanzione pecuniaria da 100.000 a 25.000.000 euro, che può essere aumentata sino al triplo o fino al maggiore importo di 10 volte il prodotto o il profitto conseguito dall'illecito quando, per le qualità personali del colpevole, per l'entità del prodotto o del profitto conseguito dall'illecito ovvero per gli effetti prodotti sul mercato, essa appare inadeguata anche se applicata nel massimo.

coesistenza di misure interdittive¹⁸³, di autonome sanzioni in capo alla persona giuridica¹⁸⁴, già tenuta all'obbligazione solidale per la sanzione amministrativa applicata alla persona fisica *ex* articolo 6.3 della l. n. 689/81, nonché la confisca del prodotto o del profitto dell'illecito.

Alla luce di ciò, a fronte di quello che in dottrina è stato apostrofato come un “*abnorme cumulo di sanzioni*”¹⁸⁵, la Corte EDU ha agevolmente concluso nel senso dell'irrelevanza del fatto che le sanzioni pecuniarie *ex* articolo 187 *ter* del TUF non possano essere convertite, qualora non corrisposte, in giorni di reclusione, così come ha valutato inconsistente la circostanza che, in concreto, la Consob non abbia irrogato sanzioni pari al massimo edittale.

Se il binario amministrativo, quindi, finisce col sovrapporsi contenutisticamente a quello penale, non può che derivarne, quale logico corollario, la necessità di assicurare le medesime garanzie ai due procedimenti e, conseguentemente, predisporre tutti i mezzi idonei a raggiungere tale obiettivo.

6.4 La violazione del diritto a un equo processo *ex* articolo 6 § 1 della CEDU

¹⁸³ Ai sensi dell'articolo 187 *septies* del TUF, l'applicazione delle sanzioni amministrative pecuniarie ad opera della Consob importa la sanzione amministrativa accessoria della perdita temporanea (non inferiore a due mesi e non superiore a tre anni) dei requisiti di onorabilità per gli esponenti aziendali e 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 di assumere incarichi di amministrazione, direzione e controllo nell'ambito di società quotate e di società appartenenti al medesimo gruppo di società quotate. Il carico afflittivo è, poi, ulteriormente aggravato dalla possibilità che la Consob, *ex* articolo 187 *quater* del TUF, tenuto conto della gravità della violazione e del grado della colpa, intimi ai soggetti abilitati, alle società di gestione del mercato, agli emittenti quotati e alle società di revisione di non avvalersi, nell'esercizio della propria attività e per un periodo non superiore a tre anni, dell'autore della violazione, e richieda ai competenti ordini professionali la temporanea sospensione del soggetto iscritto all'ordine dall'esercizio dell'attività professionale.

¹⁸⁴ L'articolo 187 *quinquies* del TUF prevede, infatti, a carico dell'ente il pagamento di una somma pari all'importo della sanzione amministrativa irrogata alla persona fisica per l'illecito *de quo*, commesso nel suo interesse o a suo vantaggio da persone che rivestono funzioni di rappresentanza, amministrazione o direzione dell'ente stesso 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, ovvero da persone sottoposte alla direzione o vigilanza di uno dei soggetti indicati. Anche in questo caso è prevista la possibilità di aumentare la sanzione fino a dieci volte il prodotto o il profitto conseguito dall'ente, se questo appare di “rilevante entità”, mentre all'ente stesso è riconosciuta l'opportunità di andare esente da sanzione, ove dimostri che le persone fisiche responsabili dell'illecito amministrativo abbiano agito esclusivamente nell'interesse proprio o di terzi.

¹⁸⁵ V. Napoleoni, *L'insider trading in C. Santoriello* (a cura di), *La disciplina penale dell'economia*, Torino, 2008, pg. 753.

Il caso *Grande Stevens e altri c. Italia* va segnalato, innanzitutto, per l'accertata violazione dei principi del cosiddetto *fair trial*.

Da una parte, la Corte ha accertato che la sanzione comminata dalla Consob abbia natura penale e pertanto che l'articolo 6 della Convenzione sia stato applicato sotto il suo "*volet pénal*"¹⁸⁶. Conseguentemente, la Corte ha concentrato la propria analisi sulla procedura svoltasi davanti alla Consob e alla Corte d'appello di Torino ma, con riferimento alla violazione del diritto ad un equo processo, si è limitata ad accertare la violazione del trattato convenzionale solamente per la mancata pubblicità delle udienze tenutesi davanti ai giudici torinesi¹⁸⁷, accogliendo solo in parte le doglianze dei ricorrenti, i quali avevano denunciato anche la violazione del diritto a essere informato dell'accusa nel più breve tempo possibile *ex* articolo 6 § 3, e dell'articolo 1 del Protocollo 1 CEDU, vale a dire del diritto al rispetto della proprietà dei beni¹⁸⁸. Tale punto è meritevole, quindi, di essere approfondito.

L'articolo 6 della CEDU, costituisce sicuramente il principale riferimento per l'individuazione di uno *standard*, minimo ma adeguato, di garanzie della persona in rapporto all'esercizio della giurisdizione¹⁸⁹. Innalzato a rango di vero e proprio diritto soggettivo, il diritto ad un equo processo si sostanzia in tutta una serie di garanzie che vanno al di là di quelle enunciate dall'articolo medesimo che rappresenta un elenco con funzione meramente esemplificativa e specificatrice di quelli che devono essere i requisiti imprescindibili di un processo.

Nel caso di specie, la Corte EDU è stata chiamata a valutare tre specifici profili della disciplina italiana che avrebbero determinato una violazione del principio del giusto processo: in particolare, la "non equità" del procedimento sanzionatorio della Consob, l'assenza in quest'ultimo delle prescritte condizioni di imparzialità e indipendenza dell'organo giudicante, la mancata opportunità, infine,

¹⁸⁶ Così A. Mascia, *Osservatorio della Corte europea dei diritti dell'uomo, manipolazione del mercato, imparzialità e indipendenza del giudice e principio del ne bis in idem* in *Corriere giuridico*, 2014, pg. 707.

¹⁸⁷ Si veda il § 161 della sentenza in esame.

¹⁸⁸ Sul punto si veda A. F. Tripodi, *Uno più uno (a Strasburgo) fa due. L'Italia condannata per violazione del ne bis in idem in tema di manipolazione del mercato* in www.penalecontemporaneo.it, 9 marzo 2014.

¹⁸⁹ Così M. Chiavario, *Commento all'art. 6* in S. Bartole- B. Conforti- G. Raimondi (a cura di), *Commentario alla Convenzione europea per la tutela dei diritti dell'uomo e delle libertà fondamentali*, Padova, 2001, pg. 154.

di adire un tribunale di piena giurisdizione per la valutazione dell'operato della Commissione.

I giudici di Strasburgo hanno offerto, sul punto, una lettura che desta non poche perplessità nell'interprete, in quanto potrebbe paradossalmente contribuire a perpetuare i profili meno rispettosi delle garanzie difensive del cittadino accusato, invece che comportarne l'eliminazione.

Partendo dal profilo della complessiva equità del procedimento sanzionatorio davanti alla Consob, la Corte doveva pronunciarsi, in primo luogo, sulla doglianza relativa al fatto che, svolgendosi tale procedimento essenzialmente in forma scritta e senza un'udienza pubblica, esso si fosse posto in contrasto con il diritto di difesa riconosciuto alle parti dall'articolo 6 della CEDU. Il dissidio, poi, risulterebbe aggravato dalle delibere Consob n. 12697 del 2 agosto 2000 e n. 15086 del 21 giugno 2005¹⁹⁰ che avrebbero l'effetto di impedire, di fatto, ogni possibilità di contestare nel merito la relazione dell'Ufficio sanzioni amministrative, una volta che la stessa venga inviata alla Commissione, per l'adozione della decisione finale: tale situazione determinerebbe anche un contrasto con il diritto al contraddittorio, che la Convenzione impone come elemento necessario ed effettivo del procedimento e che, invece, nel caso di cui si discute, sarebbe riconosciuto esclusivamente sulla carta, ai sensi dell'articolo 187 *septies* del TUF, restando però lettera morta nella prassi.

Quanto, poi, al profilo relativo alla imparzialità ed indipendenza dell'organo giudicante, sia l'assenza di una netta separazione tra gli organi inquirenti e quelli giudicanti sia, soprattutto, la possibilità riconosciuta al Presidente della Consob di intervenire tanto nella supervisione della fase investigativa, quanto nell'attuazione di quella decisoria, rappresenterebbero una violazione delle più elementari garanzie processuali, *in primis*, quella di parità delle armi.

Nonostante ciò, a fronte di criticità così evidenti e rilevanti, i giudici di Strasburgo non hanno ritenuto, almeno nella relazione di maggioranza, di stigmatizzare e condannare la struttura stessa del procedimento, ma hanno preferito limitarsi a formulare delle deboli censure, basando la condanna all'Italia su un

¹⁹⁰ Entrambe sostituite dalla delibera Consob n. 18750 del 19 dicembre 2013.

aspetto, invero, meno problematico, quale quello della possibilità di accedere ad un'udienza pubblica davanti a un tribunale di piena giurisdizione.

Proprio sul punto, escluso sin da subito dal perimetro della valutazione il giudizio dinanzi alla Corte di Cassazione, in quanto giudice dei soli profili di legittimità, estraneo ad ogni apprezzamento del merito della controversia, la Corte EDU ha finito col far dipendere l'intera decisione dal solo giudizio di secondo grado, quello svoltosi al cospetto della Corte d'appello di Torino, giungendo ad una conclusione che lascia dubbiosi. Infatti, i giudici europei si sono soffermati ad analizzare le questioni riguardanti la possibile escussione di testimoni e la celebrazione pubblica delle udienze in grado di appello.

Quanto al primo aspetto, l'analisi svolta dalla Corte appare senz'altro condivisibile, giacchè tanto il fatto che nessuna norma processuale impedisca l'escussione di testimoni in sede d'appello, quanto la circostanza che gli accusati non avessero indicato i testimoni da sentire o ne avessero richiesto l'audizione "solo se necessario", contribuiscono ad avvalorare la conclusione che il diritto riconosciuto dall'articolo 6 § 3 lettera d¹⁹¹ non sia stato violato nel caso di specie. Escluso anche questo profilo di censura, dunque, l'avvenuta violazione del diritto ad un equo processo è rimasta appesa all'esile filo della questione relativa alla pubblicità delle udienze. Sul punto la Corte, discostandosi dal contrasto esistente tra le versioni addotte dai ricorrenti e dal Governo italiano¹⁹², ha rilevato che il secondo grado di giudizio si era celebrato in camera di consiglio dichiarando tale circostanza decisiva per accertare la violazione al diritto all'equo processo. Siffatta conclusione si presenta assai poco soddisfacente in quanto, ragionando *a contrariis*, si potrebbe sostenere che la Corte di Strasburgo avrebbe facilmente assolto l'Italia, qualora il grado di appello fosse stato celebrato in udienza pubblica.

¹⁹¹ La norma, in questa parte, prevede il diritto di: "esaminare o far esaminare i testimoni a carico e ottenere la convocazione e l'esame dei testimoni a scarico nelle stesse condizioni dei testimoni a carico".

¹⁹² Secondo la ricostruzione delle parti ricorrenti, comprovata dal direttore della Cancelleria del Tribunale, infatti, il secondo grado di giudizio si sarebbe svolto in camera di consiglio e senza udienze pubbliche; secondo il Governo italiano, invece, soltanto le udienze relative all'adozione di misure cautelari sarebbero avvenute in privato, mentre tutto il resto sarebbe stato celebrato pubblicamente.

6.4.1 Il procedimento sanzionatorio della Consob in materia di *market abuse* e i principi del diritto di difesa e del giusto processo ex articolo 6 della CEDU

La questione relativa all'applicabilità dei principi sull'equo processo ai procedimenti sanzionatori delle cosiddette autorità indipendenti, tra cui la Consob, è un tema di indubbio interesse tanto per la dottrina quanto per la giurisprudenza interna e sovranazionale¹⁹³.

La Corte europea dei diritti dell'Uomo, nell'elaborare la definizione ampia ed elastica di materia penale, di cui si è già parlato, ai fini dell'estensione delle garanzie di cui all'articolo 6 della CEDU, ha incluso altresì i procedimenti giurisdizionali di impugnazione di atti delle autorità amministrative indipendenti, qualora implicino l'esercizio di poteri di carattere repressivo-sanzionatorio. L'estensione del campo di applicazione della norma ha comportato anche l'inclusione di particolari procedimenti amministrativi caratterizzati in termini simili al processo penale qualora il contenuto sanzionatorio del provvedimento finale di un procedimento amministrativo sia particolarmente afflittivo. La rilevanza di un siffatto concetto non è, peraltro, ignota allo stesso legislatore italiano che, mediante l'articolo 24 della legge 28 dicembre 2005 n. 262, sulla tutela del risparmio e sulla disciplina dei mercati finanziari, da un lato, ha inteso rafforzare le garanzie procedurali, quali la facoltà di denuncia di parte, la piena conoscenza degli atti istruttori ecc. e, dall'altro, ha cercato di introdurre la separazione tra funzioni istruttorie e decisorie nell'irrogazione della sanzione.

Una sentenza delle Sezioni Unite civili della Cassazione, nell'ambito dello stesso *affaire Grande Stevens*, in sede di opposizione al procedimento sanzionatorio della Consob, ha precisato la portata dei principi sull'equo processo e, in particolare, del principio *audiatur et altera pars*¹⁹⁴.

¹⁹³ Sull'argomento si veda A. Ali, *Il procedimento sanzionatorio della Consob in materia di market abuse e i principi del diritto di difesa e del giusto processo ex art. 6 CEDU in una recente pronuncia delle Sezioni Unite della Cassazione* in M. Frigessi di Rattalma- P. De Cesari (a cura di), *Nuove sfide in tema di concorrenza e aiuti di Stato nell'Unione europea: problemi sostanziali e equo processo: convegno interinale SIDI*, Napoli, 2013, pp. 159-168.

¹⁹⁴ Cass. S.U. civili, 30 settembre 2009 n. 20935.

La pronuncia 20935/2009 si segnala, innanzitutto, per alcuni aspetti che attengono al diritto processuale civile¹⁹⁵ e che non è possibile approfondire in questa sede ma, e soprattutto, per alcune questioni relative al procedimento amministrativo sanzionatorio.

Il ricorrente si doleva, infatti, dell'esclusione del contraddittorio nella parte istruttoria della decisione in quanto era stata negata la trasmissione agli interessati delle conclusioni dell'Ufficio sanzioni amministrative ed era stato vietato il deposito di memorie scritte e documenti; a ciò si aggiungeva un'ulteriore doglianza relativa alla mancata audizione del ricorrente nella fase decisoria.

Le S.U., nell'affrontare talune problematiche relative al procedimento sanzionatorio davanti alla Consob, affermano che, nel campo dell'intermediazione finanziaria, il procedimento di irrogazione di sanzioni amministrative, previsto dall'articolo 187 *septies* del TUF, comporta solo che “prima dell'adozione della sanzione, sia effettuata la contestazione dell'addebito e siano valutate le eventuali controdeduzioni dell'interessato; pertanto, non violano il principio del contraddittorio l'omessa trasmissione all'interessato delle conclusioni dell'Ufficio sanzioni amministrative della Consob e la sua mancata personale audizione innanzi alla Commissione, non trovando d'altronde applicazione, in tale fase, i principi del diritto di difesa e del giusto processo, riferibili solo al procedimento giurisdizionale”¹⁹⁶.

Siffatta conclusione sembrerebbe del tutto distonica rispetto all'interpretazione dell'articolo 6 della CEDU data dalla Corte di Strasburgo ai procedimenti sanzionatori: tuttavia, è necessario segnalare, per completezza espositiva, che una parte della dottrina non condivide questa impostazione. Si sostiene, infatti, che se la massima appare criticabile nella sua categoricità, suscitando l'impressione che la Corte escluda in modo netto l'applicazione nella

¹⁹⁵ Un solo riferimento, a titolo esemplificativo, va al fenomeno della cosiddetta “sentenza della terza via”, come ricordato dalla sentenza in questione. Con tale locuzione si fa riferimento a tutte quelle ipotesi in cui il giudice ponga a fondamento della sua decisione una questione rilevabile d'ufficio sulla quale, però, non ci sia stato contraddittorio tra le parti. Le S.U. sul punto, ponendo fine ad un dibattito risalente sorto in giurisprudenza e in dottrina, hanno statuito il fondamentale principio di non dover considerare nulla, ma valida, la sentenza nella quale sia stata affrontata una questione rilevabile d'ufficio sulla quale non fosse stato provocato il contraddittorio tra le parti, semprechè, questa non sia determinante ai fini della decisione.

¹⁹⁶ Così la massima della sentenza citata.

fase del procedimento amministrativo dei principi del diritto di difesa e del giusto processo, in quanto riferibili solo al procedimento giurisdizionale, d'altra parte, le argomentazioni delle S.U. potrebbero essere condivise se si pensa che nel caso di specie al principio del contraddittorio era stata data ampia attuazione durante la fase istruttoria senza che venisse dimostrata una concreta ed effettiva lesione del diritto di difesa. Concludendo, la Corte ribadisce, pertanto, l'orientamento secondo cui il contraddittorio e il diritto di difesa, nella fase amministrativa prodromica all'emanazione dell'ordinanza-ingiunzione resta incentrata sul fatto, individuato in tutte le circostanze concrete che valgano a caratterizzarlo e siano rilevanti ai fini della pronuncia del provvedimento finale. In questa ipotesi, l'esercizio del potere di irrogare una sanzione da parte di un'autorità amministrativa non è connotato da alcuna discrezionalità, dal momento che nell'attività istruttoria, in quanto vincolata, è esclusa la necessità di una valutazione di interessi. Ciò che rileva è che l'attività istruttoria sia idonea ad accertare i presupposti di applicabilità delle norme sul *market abuse*.

6.5 La violazione del diritto a non essere giudicati o puniti due volte ex articolo 4 del Protocollo 7 CEDU

La natura “convenzionalmente” penale dell'illecito amministrativo di manipolazione del mercato vale a rendere operante un'altra garanzia: quella del *ne bis in idem* processuale sancita dall'articolo 4 del Protocollo 7 CEDU, ratificato dall'Italia con l. 9 aprile 1990 n. 98, in forza del quale un soggetto già assolto o condannato in via definitiva non può essere nuovamente processato o condannato per il medesimo fatto¹⁹⁷.

Nella sentenza *Grande Stevens* la Corte EDU è stata chiamata a pronunciarsi proprio sulla compatibilità e coerenza del sistema del doppio binario sanzionatorio rispetto al principio suindicato, accertando il *vulnus* del divieto di *bis in idem*. Questo, quindi, il secondo motivo di ricorso accolto dai giudici di Strasburgo che, affiancandosi alla violazione del diritto ad un equo processo, ha comportato la

¹⁹⁷ Così G. M. Flick, *Cumulo tra sanzioni penali e amministrative: doppio binario o binario morto? (“Materia penale”, giusto processo e ne bis in idem nella sentenza della Corte EDU, 4 marzo 2014, sul market abuse)* in *Rivista delle società*, 2014, pg. 955.

condanna dell'Italia a disporre l'immediata caducazione del procedimento penale in corso nei confronti dei ricorrenti anche se in soccorso del nostro paese era già intervenuta la prescrizione del reato che ha permesso, seppur in via indiretta, di ottemperare al *dictum* di Strasburgo.

L'argomentazione della Corte si basa essenzialmente sul fatto che anche se il procedimento innanzi alla Consob è amministrativo, le sanzioni inflitte possono essere considerate a tutti gli effetti come penali.

Più in dettaglio, la Corte ha affermato che la piena sovrapponibilità sul piano della tipicità, del bene giuridico protetto, ovvero la trasparenza del mercato e dell'obiettivo perseguito, la repressione degli abusi di mercato, tra la disciplina di carattere amministrativo e quella dell'illecito penale viola il principio del *ne bis in idem*¹⁹⁸.

Inoltre, la possibile coesistenza di un doppio procedimento, amministrativo e penale, *ex* articolo 187 *duodecies*¹⁹⁹ del TUF integra, anch'essa, una violazione dell'articolo 4 del Protocollo 7 in quanto si tratta di una *double poursuite* per gli stessi fatti.

La Corte EDU ha ritenuto non sufficiente, nel caso di specie, la garanzia costituita dal cosiddetto principio di specialità²⁰⁰ previsto dalla legge 689/1981 al fine di evitare che un medesimo fatto sia punito due volte, ritenendo, dunque che la CEDU osti a misure di doppia sanzione, amministrativa e penale.

Richiamandosi, infatti, all'interpretazione già accolta, da ultimo, nel caso *Zolotoukhine c. Russia*, i giudici hanno negato ogni pregio alle argomentazioni spese dal Governo italiano, volte a valorizzare le ben note differenze strutturali tra l'illecito penale disciplinato dall'articolo 185 del TUF e quello amministrativo descritto dall'articolo 187 *ter* osservando che l'esame della Corte, quando si discute della violazione del principio *de quo* debba prendere in considerazione l'*idem factum* e non l'*idem legale*.

¹⁹⁸ Cfr. M. Fidelbo, *Il principio del ne bis in idem e la sentenza "Grande Stevens": pronuncia europea e riflessi nazionali in dirittopenaleeuropeo.it*, 9 aprile 2014.

¹⁹⁹ Tale norma prevede l'impossibilità di sospendere il procedimento amministrativo in pendenza del procedimento penale avente ad oggetto i medesimi fatti o fatti dal cui accertamento dipende la relativa definizione.

²⁰⁰ Il criterio di specialità risolve l'antinomia che si crea tra due disposizioni normative. Questo criterio stabilisce la preferenza della legge speciale su quella avente carattere generale, anche se successiva.

Di conseguenza, appurata la natura di *res iudicata* delle statuizioni adottate nell'ambito del "filone amministrativo", a seguito della pronuncia della Suprema Corte del 23 giugno 2009, i giudici di Strasburgo hanno valutato se il "filone penale" avesse preso avvio per il medesimo fatto. Ebbene, visto che tanto davanti alla Consob quanto davanti al Tribunale di Torino, i ricorrenti sono stati chiamati a rispondere della falsità del comunicato, emesso dalla Ifil S.p.A e dalla Giovanni Agnelli & C. S.a.p.a, che ometteva di menzionare il progetto di rinegoziazione dell'*equity swap*, agli occhi della Corte costituivano chiaramente la medesima condotta posta in essere dalle stesse persone nello stesso momento.

Ciò che non convince appieno l'interprete, tuttavia, è l'atteggiamento sostanzialmente pilatesco assunto dalla Corte EDU, che non si è spinta, come invece sarebbe stato auspicabile, a indicare le misure di carattere generale che lo Stato italiano dovrebbe mettere in campo per assicurare il rispetto dei principi fissati nella sentenza ma, come detto in precedenza, si è limitata a imporre che i procedimenti penali ancora pendenti fossero chiusi "nel più breve tempo possibile"²⁰¹.

Si deve segnalare, infine, per la sua significatività, il fatto che vi sia stata una *dissenting opinion* di due componenti della Corte EDU, espressione di una opzione ancora più *tranchant* rispetto alla incompatibilità tra le norme convenzionali europee che sanciscono il principio fondamentale del divieto di *bis in idem* ed il sistema normativo italiano a "doppio binario".

In particolare, si afferma che tale modulo parallelo di sanzioni penali e amministrative violerebbe il principio del *ne bis in idem*, sia nella sua concezione dogmatica, sia nella sua attuale applicazione. Alla base del palese contrasto viene chiamata in causa anche l'interpretazione della Corte di Cassazione che legge l'articolo 185 del TUF come un illecito di mera condotta, accertato mediante una valutazione *ex ante* delle conseguenze che la diffusione di informazioni veritiere avrebbe potuto avere sul mercato, e non come un illecito di evento, accertato mediante una valutazione *ex post* della reale situazione del mercato dopo la diffusione dei comunicati stampa.

²⁰¹ Cfr. § 237 della sentenza citata.

Si cita il principio di specialità che sarebbe stato ignorato come criterio interpretativo nella lettura costante che la giurisprudenza italiana formula degli illeciti penale ed amministrativo in materia. Si afferma, invece, la necessità di applicare tale principio ermeneutico alla luce della considerazione che entrambe le norme tutelano lo stesso bene giuridico, ossia la trasparenza del mercato, sottolineando come il primo sia un reato di pericolo concreto ed il secondo un illecito di pericolo astratto, sicchè andrebbe applicato il criterio di specialità. La sovrapposizione materiale di sanzioni, si afferma, non soltanto sovraccarica lo Stato, che deve farsi carico di due inchieste autonome, con il rischio di giungere a conclusioni differenti sui medesimi fatti, ma viola altresì il principio di specialità.

7. Il “fatto” nella prospettiva del divieto di secondo giudizio

Una volta delineato il percorso motivazionale adottato dalla Corte EDU si può passare all'analisi di un altro concetto di cruciale importanza ai fini della disanima del principio del *ne bis in idem*: la nozione di medesimo fatto.

I giudici di Strasburgo, richiamando i propri precedenti arresti in materia, in particolare i criteri ermeneutici enunciati nella pronuncia della Grande Camera nella causa *Sergueï Zolotoukhine c. Russia*, hanno chiarito che la verifica di compatibilità della disciplina di diritto interno sottoposta al loro vaglio con il principio convenzionale citato passa per l'accertamento volto a determinare se il nuovo procedimento sia basato su fatti sostanzialmente identici rispetto a quelli che sono stati oggetto della condanna definitiva.

Ebbene, la sentenza *Grande Stevens* mette in risalto come la questione da definire non sia quella di stabilire se gli elementi costitutivi degli illeciti previsti dagli articoli 187 *ter* e 185.1 del TUF siano, o meno, identici, ma se i fatti ascritti ai ricorrenti dinanzi alla Consob e dinanzi ai giudici penali siano riconducibili alla stessa condotta²⁰². Tale approdo giurisprudenziale potrebbe essere letto nel senso

²⁰² Cfr. § 224 della sentenza.

che, al di là della qualificazione giuridica utilizzata nei procedimenti dei quali uno chiuso con il passaggio in giudicato e l'altro pendente, ciò che conta è confrontare le condotte specificamente poste in essere dai medesimi soggetti per verificarne la sovrapponibilità. La verifica positiva porterebbe alla dichiarazione della sussistenza del *ne bis in idem*. Tale conclusione potrebbe, altresì, essere riconducibile agli orientamenti della giurisprudenza di legittimità in relazione all'articolo 649 c.p.p: tema, quest'ultimo, che merita di essere approfondito.

7.1 Il diverso approccio di giurisprudenza e dottrina all'identità del fatto e i dubbi sulla costituzionalità dell'articolo 649 c.p.p.

Le nuove dimensioni del *ne bis in idem* sul piano, in particolare, dei rapporti tra giudizio amministrativo in senso lato e processo penale, sembrano profilarsi come fattispecie autonome, quasi si trattasse di una sorta di espressione estranea e indipendente da una più ampia fattispecie perimetrata sul piano eterogiurisdizionale o interstatale. L'attenzione suscitata dalle fattispecie emergenti sembra ridurre il divieto fondato sull'articolo 649 c.p.p. a manifestazione accessoria ma autosufficiente che, come tale, tende a non interiorizzare le categorie interpretative europee o eurounitarie fondate sulla individuazione della identità del fatto attraverso le sue componenti storiche e materiali e attente alla concatenazione delle circostanze fattuali nella loro inscindibilità temporale e spaziale, prescindendo dalla qualificazione giuridica o dal bene giuridico tutelato.

La ricezione di questi criteri in ambito giurisprudenziale interno sembra invece maggiormente percepibile nei casi speciali di divieto relativi, ad esempio, al mandato d'arresto europeo o all'extradizione. Tra le pronunce relative al *ne bis in idem* internazionale, pure se in modo discontinuo, alcune non si sottraggono all'effetto trainante delle sentenze della Corte di giustizia europea in ordine all'articolo 54 della CAAS già citato sulla base del principio per cui l'opzione verso un sistema strettamente normativo che individui l'*idem* nella qualificazione giuridica o nel bene protetto condurrebbe ad ostacolare la libera circolazione delle

persone in assenza di una piena ed effettiva armonizzazione delle legislazioni nazionali²⁰³.

Il *ne bis in idem* multilivello messo a punto dalla sentenza *Grande Stevens*, anticipato dalle sentenze *Engel* e *Zoloutoukhine*, ha, del resto, indirizzato parte della giurisprudenza interna verso i parametri europei. L'impostazione della Corte EDU ha come fondamento il prevalere del criterio identificativo dell'*idem*, oltre che nella materialità e inscindibilità dei fatti, nella sussistenza della materia penale, cosicché il parametro della qualificazione giuridica impercettibilmente sfuma in favore del riscontro circa l'afflittività della pena e del potenziale preclusivo di quest'ultima ad una eventuale duplicazione. Tanto da creare dubbi se ancora si verta nell'ambito del *ne bis in idem* processuale o se al contrario prevalgano i profili sostanziali del divieto.

Si deve notare, ad ogni modo, come l'omologazione dei criteri nella interpretazione delle fonti europee sul divieto di doppio processo non abbia influenzato l'orientamento giurisprudenziale interno in punto di individuazione della identità del fatto. Infatti, se è vero che dalle più incisive sentenze europee in poi il termine reato non può comportare un approccio restrittivo che renderebbe non effettivo il divieto e affievolita la garanzia, non è altrettanto vero che la qualificazione giuridica del fatto abbia perduto il ruolo rilevante nella determinazione dell'*idem* secondo i giudici nazionali. La realtà è che nonostante l'articolo 649 c.p.p. sancisca l'indifferenza verso il titolo del reato, oltre che il grado e le circostanze, ai fini di valutare l'identità del fatto ed escludere il secondo processo, la giurisprudenza si è dimostrata spesso refrattaria a coglierne le implicazioni, restando ancorata ai profili delle fattispecie astratte. Il che con l'effetto paradossale per cui le fonti europee, nelle quali non vi è traccia di riferimenti alla non incidenza del titolo del reato, sono applicate dalle Corti sovranazionali come se il rinvio ci fosse, mentre la fonte codicistica, specificamente incentrata sulla inconsistenza del criterio della qualificazione giuridica, è interpretata a contrario dagli organi giurisdizionali interni. I profili critici nell'applicazione dell'articolo 649 c.p.p. si annidano, infatti, nell'irrilevanza delle

²⁰³ In questo senso N. Galantini, *Il "fatto" nella prospettiva del divieto di secondo giudizio* in *Rivista italiana di diritto e procedura penale*, 2015, pp. 1205 ss.

variazioni del titolo del reato e anche del grado, mentre per quanto riguarda il variare delle circostanze è abbastanza pacifico che la configurazione di ulteriori circostanze aggravanti non incida sull'identità fattuale.

La vastissima casistica fa emergere un quadro intricato nel quale comunque si individuano delle direttrici funzionali ad assicurare l'adempimento di esigenze di giustizia sostanziale. Questa tendenza si manifesta, ad esempio, in relazione al reato progressivo, al reato permanente, al reato abituale e al reato continuato, così da segnare il distacco nell'approccio di dottrina e giurisprudenza ai criteri di individuazione dell'identità del fatto. Mentre la prima tendenzialmente fa capo alla condotta, talvolta collegandola all'oggetto materiale, ritenendo irrilevante la diversità di titolo o di evento del reato, la giurisprudenza ritiene identico il fatto *“quando via sia corrispondenza storico-naturalistica nella configurazione del reato, considerato in tutti i suoi elementi costitutivi”*²⁰⁴ e quindi *“con riferimento alla condotta, all'evento e al nesso causale, nonché alle circostanze di tempo e di luogo”*²⁰⁵ considerati non solo nella loro dimensione storico-naturalistica, ma anche in quella giuridica²⁰⁶. Sull'indirizzo giurisprudenziale sedimentatosi rispetto all'articolo 649 c.p.p. è recentemente caduta la censura del Gup del Tribunale di Torino che, in un'articolata analisi dei precedenti, ha sollevato la questione di legittimità dell'articolo di cui si sta discutendo, nell'ambito dell'udienza preliminare del processo cosiddetto *Eternit bis* nel quale si è contestato all'ex amministratore della società il reato di omicidio dopo la sentenza irrevocabile dichiarativa della prescrizione resa nel processo per disastro ambientale²⁰⁷.

Nonostante non sia questa la materia di cui si sta trattando, il provvedimento deve essere segnalato poiché, da un lato, evidenzia la continuità dell'interpretazione restrittiva *“ancorata a valutazioni che non apprezzano affatto, in via prioritaria,*

²⁰⁴ Cass. Sez. V, 7 marzo 2014 n. 32352, Tanzi.

²⁰⁵ Cass. Sez. II, 4 dicembre 2013 n. 292, Coccorullo.

²⁰⁶ Cass. Sez. II, 21 marzo 2013 n. 18376, Cuffaro. In tale sentenza si afferma che per “medesimo fatto”, ai fini dell'applicazione del principio del *ne bis in idem* di cui all'articolo 649 c.p.p., deve intendersi identità degli elementi costitutivi del reato, con riferimento alla condotta, all'evento e al nesso causale, nonché alle circostanze di tempo e di luogo, considerati non solo nella loro dimensione storico-naturalistica ma anche in quella giuridica, potendo una medesima condotta violare contemporaneamente più disposizioni di legge. Le Sezioni Unite della Corte di Cassazione nel 2005, d'altra parte, hanno fissato il principio che l'identità del fatto sussiste quando vi sia corrispondenza storico-naturalistica nella configurazione del reato, considerato in tutti i suoi elementi costitutivi e con riguardo alle circostanze di tempo, di luogo e di persona.

²⁰⁷ Ordinanza del Gup di Torino, 24 luglio 2015.

l'accadimento storico” e che convergono verso l'accoglimento del concetto di fatto nella sua qualificazione giuridica ovvero come comprensivo di tutti gli elementi strutturali del reato e, dall'altro, dubita della costituzionalità dell'articolo 649 c.p.p. *“nella parte in cui limita l'applicazione del principio del ne bis in idem all'esistenza del medesimo fatto giuridico nei suoi elementi costitutivi, sebbene diversamente qualificato, invece che all'esistenza del medesimo fatto storico così come delineato dalla Corte europea dei diritti dell'Uomo, per violazione dell'articolo 117 della Costituzione in relazione all'articolo 4 del Protocollo 7 CEDU”*.

Ponendo a confronto, da un lato, la disposizione interna, così come interpretata dalla giurisprudenza nazionale e, dall'altro, la norma convenzionale e la sua esegesi, viene messa quindi a fuoco la divergenza ermeneutica tra un diritto vivente interno, fondato su un costante approccio giurisprudenziale di legittimità che ha fornito un “significato obiettivo” all'articolo 649 c.p.p. con l'orientamento consolidato della Corte di Strasburgo.

Su questo fronte di indagine l'ordinanza, attraverso un analitico richiamo alla casistica esaminata dalle pronunce della Corte EDU, rileva infatti che l'approccio all'identità del fatto è inquadrato nei criteri della medesimezza fattuale e storica, con la necessità non tanto di verificare la coincidenza tra gli elementi costitutivi del reato, quanto di accertare la sovrapponibilità tra i fatti oggetto della prima e della seconda contestazione al fine di ravvisare la loro riconducibilità alla stessa condotta, così come emerge dalle pronunce frutto del corso segnato dalla sentenza *Zoloutoukhine*, decisiva nel proiettare verso il futuro il *ne bis in idem* convenzionale.

L'orientamento consolidato da tale pronuncia, fluido nell'approcciarsi alle tradizionali categorie giuridiche, rivela tuttavia la difficoltà di un percorso non sempre lineare, anche per via di una casistica a dir poco variegata che ha portato la Corte europea a mostrarsi non sempre incline ad un pieno riconoscimento dell'*idem* ai casi di concorso formale di reati. A titolo esemplificativo, si fa riferimento ai casi *Gradinger* e *Fischer* nei quali le fattispecie trattate, riconducibili al *concurso idéal d'infractions*, sono sottoposte al divieto o per via del *même comportement*²⁰⁸ oppure

²⁰⁸ Corte eu.dir.uomo, 23 ottobre 1995, *Gradinger c. Austria*, ric. n. 15963/90.

per *les même éléments essentiels*²⁰⁹, mentre nel caso *Oliveira*²¹⁰ una fattispecie corrispondente di concorso formale viene sottratta all'operatività della garanzia del *ne bis in idem*, tanto da rendere difficile comprendere le ragioni per cui si nega o si ammette la operatività del divieto.

La necessità di un intervento chiarificatore è stato percepito, poi, dalla Grande Camera che, chiamata ad armonizzare l'interpretazione *de la notion de "même infraction"*, ha messo a confronto le varie pronunce e posto le basi per il consolidamento dell'esegesi dell'*idem factum*, seguita, successivamente, dalla giurisprudenza posteriore, tra cui la sentenza *Grande Stevens*.

In conclusione si può rilevare come tale approccio, focalizzato sul criterio della medesimezza dei fatti che devono essere "in sostanza gli stessi", se da un lato può apparire non eclatante laddove l'identità del fatto è fondata sulla concatenazione delle circostanze sul piano locale e temporale, dall'altro presenta un connotato di innovatività che sta nel superare la diversità dell'oggetto e, nel contempo, nell'astrarsi dal vincolo della triade condotta-nesso causale-evento.

7.2 Fattispecie astratta e fatto concreto

Così ricostruito il profilo della medesimezza dei fatti necessario per l'operatività del principio del *ne bis in idem*, si deve evidenziare un ulteriore snodo problematico che sembra consistere essenzialmente nel ruolo da assegnare, rispettivamente, alle nozioni di fattispecie astratta e di fatto concreto o storico da sottoporre a sanzione, nel contesto del canone del *ne bis in idem*²¹¹.

Come già detto, infatti, l'operatività di tale principio è legata all'identità del fatto inteso nella sua dimensione storico-concreta, indipendentemente dalla qualificazione giuridica; identico fatto per il quale vengono irrogate distinte pene di analoga natura come conseguenza della sussunzione di quell'unico e identico fatto sotto differenti norme sanzionatorie.

²⁰⁹ Corte eu.dir.uomo, 29 maggio 2001, *Fischer c. Austria*, ric. n. 37950/97.

²¹⁰ Corte eu.dir.uomo, 30 luglio 1998, *Oliveira c. Svizzera*, ric. n. 84/1997/868/1080.

²¹¹ Si veda F. Mucciarelli *La nuova disciplina* cit., pp. 18-21.

In tale prospettiva viene così ad avere centrale rilievo una nozione legata in modo indissolubile al riferimento alla realtà fenomenica, al dato storico colto nella sua materialità, ovvero il comportamento *hic et nunc* realizzato dal reo.

Per altro riguardo, invece, si deve prendere atto del fatto che l'attività del legislatore sia indirizzata alla definizione tassativa della fattispecie astratta, intesa propriamente come descrizione della condotta proibita e degli altri elementi costitutivi del fatto tipico, che rimane ancora e necessariamente un fatto astratto.

Tale in quanto consiste in una rappresentazione, attraverso un codice linguistico, di uno schema/modello di comportamento meramente postulato, rispetto al quale viene poi compiuto l'accertamento giudiziale per verificare la sussumibilità del fatto concreto sotto lo schema tipizzato.

Accanto alla descrizione del fatto, tocca al legislatore l'indicazione degli ulteriori estremi che complessivamente compongono il reato, fra i quali assume particolare rilievo quello concernente l'elemento soggettivo²¹².

Posto che un simile procedimento presiede anche alla determinazione dell'illecito amministrativo, sebbene con vincoli meno stringenti in ordine al rispetto del principio di legalità, è ben agevole notare come la fattispecie astratta si collochi su un piano affatto diverso da quello proprio del fatto concreto, cui ha riguardo il principio del *ne bis in idem* nella ormai consolidata interpretazione delle Corti europee.

Si considerino i modi attraverso i quali può essere rispettivamente compiuta la comparazione tra fattispecie astratte, da un lato, e fatti concreti dall'altro. All'interno della prima categoria l'operazione ha natura eminentemente logica e viene svolta attraverso il rapporto fra enunciati, comparando direttamente gli elementi descrittivi astratti contenuti in ciascuno degli stessi enunciati che costituiscono le fattispecie fra le quali sia necessario istituire un raffronto.

Con riguardo alla categoria dei fatti concreti, invece, l'unicità di ciascuno di essi, non foss'altro che per la singolarità spazio-temporale che li caratterizza, preclude in maniera insuperabile l'idea stessa di una comparazione condotta in modo diretto. Alla ricordata unicità del fatto storico accede dunque la diversa possibilità di parlare di simiglianza (*rectius* analogia) tra due o più fatti

²¹² Per tale intendendosi l'atteggiamento psicologico che deve sostenere la condotta dell'agente.

concreti/storici: anche per poter formulare un giudizio di tal genere è però necessario un processo di “formalizzazione”, in altri termini, un processo di “traduzione” del dato storico in enunciati descrittivi dello stesso, come tali necessariamente astratti.

Per tal modo è poi possibile, estrapolando dalla completa e formalizzata descrizione del fatto concreto gli elementi d’interesse, costruire una sorta di schema/modello da comparare con quello tratto, con analoga metodologia, da altri fatti concreti che si abbia interesse a confrontare per deciderne il grado di simiglianza. Agevole, dunque, constatare che, per parlare di identità tra fatti concreti, occorra riferirsi pur sempre a una descrizione del fatto medesimo, condotta attraverso il paradigma di enunciati astratti rappresentativi dei suoi tratti essenziali.

Si osservi ora il procedimento sottostante il giudizio in ordine alla eventuale sussistenza di un caso di *bis in idem*: tale procedimento muove necessariamente dall’individuazione del fatto concreto d’interesse, il comportamento posto in essere dall’agente, a partire dall’esistenza di almeno due fattispecie astratte che descrivono la condotta proibita e oggetto di distinte incolpazioni, cui consegue l’irrogazione di plurime sanzioni. Diversamente, in assenza di una qualsiasi indicazione di carattere normativo, il fatto concreto giacerebbe nell’indifferenziata oggettività dei fatti storici. In altri termini: è la fattispecie astratta a illuminare il fatto storico, appartenente alla realtà fenomenica, di per sé altrimenti indifferente alle categorie del diritto.

Di conseguenza, perché sia possibile fondare un giudizio di identità del fatto concreto/storico rispetto al superiore principio che ne vieta la duplice punizione, occorre inevitabilmente comparare il fatto concreto, unico e singolare, con le fattispecie astratte, le norme che contemplanò gli illeciti punibili.

Il nesso che lega fatti concreti e fattispecie astratte suggerisce una notazione in ordine alle opzioni che il legislatore potrebbe seguire per scongiurare o ridurre al minimo il rischio di violazioni del divieto del *ne bis in idem*. A ben vedere il paventato pericolo sarebbe destinato a non presentarsi se le singole fattispecie astratte designassero condotte punibili fra loro differenziate in modo tale che il fatto concreto all’una riconducibile non fosse ad un tempo riportabile anche all’altra fattispecie, fermo restando che quel fatto concreto non potrà che essere colto se non

attraverso i suoi tratti essenziali tradotti in enunciati descrittivi da comparare con quelli costitutivi delle fattispecie astratte.

In mancanza di una siffatta diversificazione sul piano delle fattispecie astratte, la probabilità che si violi il principio del *ne bis in idem* è segnatamente alta.

8. Le ripercussioni della sentenza *Grande Stevens e altri c. Italia* sull'ordinamento italiano

Il problema della compatibilità tra *ne bis in idem* e *market abuse* non concerne soltanto la particolare situazione dei ricorrenti nell'affare *Grande Stevens* che, al di là dell'oggetto, non ha nulla, o ha ben poco, di realmente innovativo²¹³: è lo stesso assetto normativo italiano in materia di repressione degli abusi di mercato a creare fisiologicamente situazioni di contrasto con il Protocollo 7 CEDU. I problemi del nostro ordinamento sono dunque "sistemici", utilizzando una terminologia familiare ai giudici di Strasburgo, e richiedono, per la loro soluzione, una presa di posizione matura e consapevole da parte del legislatore.

E' necessario, in prima battuta, analizzare la disciplina positiva con la quale i giudici italiani devono fare i conti. L'eventualità di un doppio procedimento sanzionatorio per i medesimi fatti storici è insita in un sistema nel quale i delitti e i corrispondenti illeciti amministrativi hanno un raggio di applicazione sovrapponibile: cosicchè una vasta area di fatti concreti risulta qualificabile contemporaneamente come delitto e come illecito amministrativo. Nessuna norma impone, d'altra parte, alla Consob e al giudice penale, le due autorità competenti all'irrogazione delle sanzioni, di rinunciare al proprio procedimento e alla relativa sanzione in favore del binario sanzionatorio alternativo, in materia di processo penale vigendo addirittura un principio costituzionale di obbligatorietà dell'esercizio dell'azione penale, che parrebbe ostare a qualsiasi volontaria rinuncia al suo esercizio da parte del pubblico ministero.

Né l'articolo 649 c.p.p., di cui si è già parlato, che prevede a livello di legislazione ordinaria il divieto di un secondo giudizio, sembra qui venire in aiuto: la norma stabilisce, infatti, che non possa essere di nuovo sottoposto a procedimento

²¹³ Così G. M. Flick, *Cumulo tra sanzioni* cit., pg. 656.

penale per il medesimo fatto l'imputato prosciolto o condannato con sentenza o decreto penali divenuti irrevocabili; laddove l'insistenza sull'aggettivo penale evoca, per unanime opinione della dottrina e della giurisprudenza, un criterio di qualificazione formale del provvedimento e del procedimento, che non si presta a letture sostanzialistiche come quelle adottate dalla giurisprudenza europea.

Prima di concentrare l'attenzione sulle possibili soluzioni praticabili dal legislatore interno per comporre l'antinomia tra il diritto legislativo italiano e gli obblighi sovranazionali, meritano di essere presi in considerazione ulteriori spunti di riflessione offerti dalla sentenza *Grande Stevens* che, seppur di minore importanza, si presentano utili per l'interprete.

Si pensi all'ipotesi di litispendenza dei due procedimenti, penale-amministrativo da un lato e penale-criminale dall'altro, e alla possibilità di ricorrere ai giudici di Strasburgo onde rilevare l'incompatibilità convenzionale del congegno della disciplina dei *market abuse*. In questo caso, infatti, la possibilità di adire la Corte EDU sembra per definizione impercorribile, non essendo previamente esaurite le vie di ricorso interno, come pure quella tracciata dal rimedio di cui all'articolo 649 c.p.p., che testualmente presuppone il passaggio in giudicato di uno dei due procedimenti. Si potrebbe allora sollevare la questione di illegittimità costituzionale, con riferimento al parametro di cui all'articolo 117.1 della Costituzione, della normativa, a partire dall'articolo 187 *duodecies* del TUF²¹⁴.

Un'altra situazione particolare si potrebbe poi verificare nel caso di avvenuto passaggio in giudicato di entrambi i procedimenti, questione che rimanda alla complessa e affascinante problematica dell'intangibilità del giudicato, verso la quale si rivela sempre più sensibile la giurisprudenza, anche quella costituzionale. Qui la strada interpretativa, segnata dall'articolo 673 c.p.p.²¹⁵ da parte del giudice dell'esecuzione, sarebbe decisamente più avventurosa, stante il carattere

²¹⁴ La norma prevede che: "Il procedimento amministrativo di accertamento e il procedimento di opposizione di cui all'articolo 187-septies non possono essere sospesi per la pendenza del procedimento penale avente ad oggetto i medesimi fatti o fatti dal cui accertamento dipende la relativa definizione".

²¹⁵ Tale articolo così recita: "1. Nel caso di abrogazione o di dichiarazione di illegittimità costituzionale della norma incriminatrice, il giudice dell'esecuzione revoca la sentenza di condanna o il decreto penale dichiarando che il fatto non è previsto dalla legge come reato e adotta i provvedimenti conseguenti.
2. Allo stesso modo provvede quando è stata emessa sentenza di proscioglimento o di non luogo a procedere per estinzione del reato o per mancanza di imputabilità".

eccezionale e quindi tassativo attraverso cui vengono stabilite le ipotesi di revoca del giudicato, la cui intangibilità costituisce principio generale²¹⁶.

8.1 Le questioni di legittimità costituzionale e la via dell'articolo 117 della Costituzione

Dati gli spinosi profili di criticità evidenziati dalla Corte EDU sorge, a questo punto, l'obbligo per i giudici nazionali di conformarsi alle norme della Convenzione nel significato loro attribuito dai giudici di Strasburgo: ciò comportando l'ardua scelta in ordine alla modalità di risoluzione del conflitto tra principi convenzionali e normativa interna. In passato si è giunti, quindi, a profilare varie soluzioni per rimuovere la duplicità dei processi, che meritano di essere analizzate ma che, tuttavia, si rivelano un *vulnus* dei principi contenuti nella nostra Costituzione²¹⁷.

In particolare, si suggeriva la possibilità di ricorrere ad una estesa applicazione del principio di specialità di cui all'articolo 9 della legge n. 689/1981 sulla scia seguita dalla Cassazione in una precedente decisione in materia di manipolazione del mercato²¹⁸. Leggendo, cioè, la clausola di salvezza con cui si apre l'articolo 187 *ter* del TUF²¹⁹ nel senso di escludere in concreto il cumulo sanzionatorio per lo stesso fatto manipolativo e, facendo leva sugli elementi che in concreto possono differenziare l'illecito penale dall'illecito amministrativo, nel caso di specie la previsione nella fattispecie penale di condotte truffaldine o artificiose, si perveniva alla conclusione di applicare in via esclusiva la norma penale, in quanto norma speciale più grave, rispetto a quella amministrativa. Tuttavia, si obiettava che l'articolo 9 della legge n. 689/1981, col riferimento testuale allo stesso fatto, per giurisprudenza costante, avallata anche dalla Corte

²¹⁶ Sulla questione si veda, tra gli altri, L. Bin, *La fermezza del giudicato tra dogma, pragma e principi costituzionali* in *Cassazione penale*, 2015, pp. 2944-2968; A. Corbo, *I complessi rapporti tra legge penale e giudicato* in *Cassazione penale*, 2015, pp. 18-32; F. Cordopatri, *La "crisi" del giudicato?* in *Rivista di diritto processuale*, 2015, pp. 894-915.

²¹⁷ Si veda M. T. Sturla, *Il ne bis in idem tra Corte EDU e Corte costituzionale* in *Giurisprudenza italiana*, 2015, pp. 2006 ss.

²¹⁸ Cass. Sez. VI, 16 marzo 2006, n. 15199, Labella.

²¹⁹ L'incipit della norma così recita: "*Salve le sanzioni penali quando il fatto costituisce reato(...)*".

costituzionale²²⁰, trova applicazione sulla base del confronto tra elementi costitutivi di fattispecie in astratto considerate e non tra fattispecie concrete. Inoltre, tale interpretazione difficilmente sarebbe praticabile con riferimento all'altra fattispecie di abusi di mercato, vale a dire l'*insider trading* dove il legislatore ha riprodotto specularmente nella sfera amministrativa la medesima formulazione adottata nella fattispecie penale di cui all'articolo 184 del TUF. Da considerare, poi, che la clausola di riserva contenuta nell'articolo 187 *ter*, come nell'articolo 187 *bis*, collegata agli articoli 187 *duodecies* e 187 *terdecies*, che prevedono rispettivamente l'autonomia dei procedimenti penale e amministrativo e la detraibilità della sanzione amministrativa pecuniaria da quella penale inflitta per lo stesso fatto, conferma il *favor* del legislatore per il cumulo delle sanzioni, penale e amministrativa.

In alternativa, si indicava una interpretazione convenzionalmente conforme dell'articolo 649 c.p.p. nel senso di far rientrare nel concetto di "sentenza o decreto penale divenuti irrevocabili" anche i provvedimenti di condanna definiti penali dalla Corte di Strasburgo. In tal modo sarebbero riconducibili all'elemento normativo "sentenza penale" di cui all'articolo 649 c.p.p. tutte le ipotesi in cui per lo stesso fatto, oggetto di un'azione penale e di una parallela procedura amministrativa, sia stata applicata una sanzione sostanzialmente penale. Tale orientamento se da una parte ha trovato in alcune ipotesi il favore della giurisprudenza²²¹, dall'altra, comportando una dilatazione del contenuto della norma processuale, si pone in contrasto con più di un principio costituzionale: con il principio di stretta legalità in materia penale *ex* articolo 25 comma 2 della Costituzione, visto che è consentito solo al legislatore di stabilire quali siano gli

²²⁰ Corte cost., 3 aprile 1987, n. 97.

²²¹ Si fa riferimento alla decisione del Tribunale di Brindisi del 17 ottobre 2014. Tale provvedimento costituisce uno dei primi casi giurisprudenziali in cui incide concretamente la giurisprudenza delle Corti europee in tema di *ne bis in idem* tra procedimento per illecito amministrativo e processo penale. Il procedimento aveva ad oggetto il reato di danneggiamento a carico di un detenuto che, per aver distrutto alcune suppellettili in dotazione alla cella, aveva subito un giudizio disciplinare secondo la normativa di ordinamento penitenziario, in seguito al quale gli erano state inflitte le sanzioni disciplinari dell'esclusione per un certo tempo dalla attività in comune e dell'isolamento continuo, oltre che il prelievo dal peculio di una somma a titolo di risarcimento del danno. Il Tribunale, recependo l'approccio della Corte EDU attraverso un'interpretazione convenzionalmente orientata dell'articolo 649 c.p.p., ha emesso sentenza di non luogo a procedere in quanto la stessa condotta, integrante il reato di danneggiamento, era già stata oggetto di giudizio disciplinare concluso con l'applicazione di sanzioni di pari gravità a quelle penali.

illeciti penali e le sanzioni penali; con il principio di obbligatorietà dell'azione penale di cui all'articolo 112 della Costituzione perché a fronte di un illecito legislativamente qualificato come penale, il pubblico ministero non può cedere il passo all'organo amministrativo venendo meno all'obbligo di iniziare il processo penale; con il principio di soggezione del giudice alla legge, previsto all'articolo 101 comma 2 della stessa fonte normativa perché, a seguito della decisione definitiva su un illecito amministrativo ma sostanzialmente penale il giudice dovrebbe disapplicare la norma penale.

A fronte degli ostacoli che si frappongono all'adozione delle soluzioni esposte si prospettava, infine, la possibilità per il giudice penale di pronunciare sentenza di proscioglimento o di non luogo a procedere direttamente sulla base dell'articolo 50 della Carta di Nizza, di cui si è già parlato. Questa è una norma di diritto primario dell'Unione e pertanto idonea a produrre effetto diretto negli ordinamenti degli Stati membri. Premesso che la materia degli abusi di mercato rientra nell'ambito di applicazione del diritto dell'Unione, come dimostrato dalla Direttiva 2003/6/CE, si è fatto perno sull'articolo 52 § 3 della Carta secondo il quale *"laddove la presente Carta contenga diritti corrispondenti a quelli garantiti dalla Convenzione europea per la salvaguardia dei diritti dell'uomo e delle libertà fondamentali, il significato e la portata degli stessi sono uguali a quelli conferiti dalla suddetta Convenzione"* fermo restando che tale disposizione *"non preclude che il diritto dell'Unione conceda una protezione più estesa"*. Dato, poi, che il riferimento alla CEDU riguarda anche i relativi Protocolli nonché la giurisprudenza della Corte EDU e della Corte di giustizia dell'Unione europea, se ne è dedotto che l'articolo 50 della Carta dovrà essere letto *"come incorporante l'insieme delle garanzie enucleate dalla Corte di Strasburgo in sede di interpretazione dell'articolo 4 del Protocollo 7 CEDU e come tale dovrà essere direttamente applicato dal giudice ordinario italiano"*. Anche in relazione a tale tesi, però, non sono mancate obiezioni che hanno trovato il loro punto di forza nella sentenza *Fransson*, già analizzata, che, di fatto, ha indebolito la tesi della diretta applicabilità nel nostro ordinamento del *ne bis in idem* convenzionale. Senza considerare, poi, che il ricorso all'articolo 50 della Carta non potrebbe in via generale risolvere la questione del doppio processo, penale e amministrativo, non trovando applicazione

in tutti quei casi in cui l'oggetto del giudizio sia materia non ricompresa nel diritto dell'Unione.

La problematicità delle soluzioni prospettate evidenziava la difficoltà di operare ricostruzioni interpretative del diritto interno tali da consentire, al presentarsi di casi identici a quello oggetto della sentenza *Grande Stevens*, un adeguamento del giudice nazionale ai principi affermati dalla Corte EDU senza incorrere nel rischio di possibili collisioni con l'intero quadro costituzionale.

Si apre, quindi, un altro scenario: sarebbe praticabile la via che passa per il coinvolgimento della Corte costituzionale attraverso il congegno dell'articolo 117.1 della Costituzione, secondo il meccanismo inaugurato dalle notissime sentenze gemelle, numero 348 e 349 del 2007²²².

Tali pronunce della Consulta sono considerate *leading cases*, poiché offrono una lettura sistematica dei rapporti tra la legislazione italiana e la CEDU, individuando nell'articolo 117.1 della Costituzione il parametro rispetto al quale valutare la compatibilità delle norme interne di recepimento con la CEDU. Ne risulta che la norma nazionale incompatibile con l'interpretazione della Convenzione fatta dai giudici di Strasburgo e, dunque, con gli obblighi internazionali di cui alla norma costituzionale è, per ciò stesso, incostituzionale. Si realizza così un rinvio mobile alla norma convenzionale che assume il valore di norma interposta, parametro di costituzionalità dell'articolo 117.1 della Costituzione²²³.

Questo il percorso seguito dai giudici della V sezione penale della Corte di Cassazione che, con ordinanza n. 1782 del 10 novembre 2014 (dep. 15 gennaio 2015), hanno sollevato questione di legittimità costituzionale delle disposizioni normative che prevedono la duplicazione punitiva, penale e amministrativa, in materia di *market abuse*. A seguito della definitività della sentenza *Grande Stevens*

²²² Il testo delle sentenze è consultabile al sito <http://www.cortecostituzionale.it>.

²²³ Le conseguenze che derivano da quanto appena affermato sono, utilizzando le parole della Consulta, che: "*al giudice comune spetta interpretare la norma interna in modo conforme alla disposizione internazionale, entro i limiti nei quali ciò sia permesso dai testi delle norme. Qualora ciò non sia possibile, ovvero dubiti della compatibilità della norma interna con la disposizione convenzionale interposta, egli deve investire questa Corte della relativa questione di legittimità costituzionale rispetto al parametro dell'articolo 117 primo comma*".

e sul presupposto di questa, si trattava di un esito largamente prevedibile nella prospettiva del necessario adeguamento ordinamentale ai vincoli convenzionali.

Individuando i termini della questione, in primo luogo, occorre evidenziare come il giudizio penale *a quo* abbia ad oggetto non già, come nell'*affaire Grande Stevens*, fatti di manipolazione del mercato, bensì un'ipotesi di abuso di informazioni privilegiate *ex* articolo 184 del TUF, che parimenti trova un raddoppio sanzionatorio, sul piano amministrativo, nella disposizione dell'articolo 187 *bis* del TUF. Questa differenza rispetto all'ipotesi sulla quale si è specificamente pronunciata la Corte EDU non dovrebbe tuttavia avere ricadute problematiche quanto al pacifico riconoscimento della violazione del principio di *ne bis in idem* ivi enunciato: anche in questo caso, infatti, si tratta di una duplicazione punitiva di fatti tipici strutturalmente del tutto sovrapponibili, rispetto ai quali non appare revocabile in dubbio il requisito dell'identità del fatto²²⁴.

Infatti, esaminata la sentenza irrevocabile che aveva rigettato l'opposizione dell'imputato proposta avverso la delibera della Consob, risultava che la condotta integrante la violazione dell'articolo 187 *bis* comma 1 del TUF e quella oggetto del processo penale in corso fosse la stessa, posta in essere dalla stessa persona e nelle stesse condizioni spazio-temporali. A fronte, poi, della formulazione delle due norme, che fanno registrare la pressoché totale sovrapposizione tra la fattispecie penale e quella amministrativa, l'accertamento del profilo della medesimezza dei fatti risultava ancor più agevole. Infine, il trattamento sanzionatorio previsto per l'illecito amministrativo, unitamente alle sanzioni accessorie di cui all'articolo 187 *quater*, manifestava quel carattere di severità e afflittività che, secondo la giurisprudenza europea, sono rivelatrici della connotazione penale della sanzione. I giudici della Cassazione, verificata l'impraticabilità di interpretazioni che consentissero di definire la vicenda processuale conformemente al *decisum* dei giudici di Strasburgo, sollevavano due questioni di legittimità costituzionale, una in via principale, l'altra in via subordinata, entrambe per violazione dell'articolo 117. 1 della Costituzione, in riferimento all'articolo 4 del Protocollo 7 CEDU.

²²⁴ Cfr. M. Scoletta, *Il doppio binario sanzionatorio del market abuse al cospetto della Corte costituzionale per violazione del diritto fondamentale al ne bis in idem* in www.penalecontemporaneo.it, 17 novembre 2014.

La questione principale riguardava, dunque, l'articolo 187 *bis* comma 1 del TUF nella parte in cui prevede “*salve le sanzioni penali quando il fatto costituisce reato*”, chiaro indice di cumulo sanzionatorio, anziché “*salvo che il fatto costituisca reato*”, mentre in via secondaria, veniva censurato l'articolo 649 c.p.p., nella parte in cui non prevede l'applicabilità della disciplina del divieto di un secondo giudizio nel caso in cui l'imputato sia stato giudicato, con provvedimento irrevocabile, per il medesimo fatto nell'ambito di un procedimento amministrativo per l'applicazione di una sanzione alla quale debba riconoscersi natura penale ai sensi della CEDU e dei relativi Protocolli.

Il collegio rimettente, quindi, chiedeva alla Corte costituzionale, con riferimento all'illecito amministrativo, una pronuncia manipolativa-sostitutiva, vale a dire un intervento volto a demolire una porzione della norma oggetto di sindacato e ad aggiungere, poi, un nuovo frammento normativo.

Il giudice *a quo* riteneva che “*la pronuncia manipolativa invocata assicurerebbe l'immediato adeguamento della disciplina interna alla Direttiva 2014/57/UE*” e, nel contempo, attraverso la previsione in via esclusiva, per le principali figure di abusi di mercato, della sanzione penale, escluderebbe in radice la possibilità di interferenze con il principio del *ne bis in idem*. La rilevanza nel processo penale per *insider trading* della questione di costituzionalità dell'articolo 187 *bis* del TUF veniva valutata dalla Corte rimettente attraverso il richiamo all'articolo 187 *terdecies*, già citato, ove si stabilisce il principio della computabilità, prevedendo che sia eseguita la sanzione pecuniaria penale solo nella parte residua a quella già riscossa dall'Autorità amministrativa²²⁵. Tale disposizione, introdotta al fine di limitare gli effetti del cumulo, secondo le argomentazioni svolte nell'ordinanza di rimessione, “*fa sì che, nella specifica materia in esame, l'effetto proprio dell'irrogazione della pena pecuniaria o della sanzione amministrativa continui a dispiegarsi, pur dopo il passaggio in giudicato della relativa pronuncia applicativa, in relazione alla seconda sanzione, determinando, di quest'ultima, il concreto ammontare*”. In ultima analisi, attraverso il meccanismo della computabilità disciplinato dall'articolo 187 *terdecies*, la fattispecie amministrativa non esaurirebbe la sua efficacia nella sede

²²⁵ Così A. Alessandri, *Attività d'impresa* cit., pg. 555.

che le è propria ma continuerebbe a produrre effetti anche con riferimento all'omologa fattispecie di reato, così da dover essere applicata anche dal giudice penale.

Tale ricostruzione desta qualche perplessità poiché l'articolo 187 *terdecies* fa riferimento alla esecuzione della pena pecuniaria e non alla sua commisurazione. Del resto, in base all'autonomia dei procedimenti, il giudice penale della cognizione dovrà procedere alla determinazione del *quantum* della pena pecuniaria secondo i normali parametri di cui all'articolo 133 c.p. e, solo, in fase esecutiva troverà spazio il meccanismo di coordinamento tra le due sanzioni. Per tutte queste ragioni, la questione di legittimità in esame sembra porre seri problemi di ammissibilità sotto il profilo della rilevanza.

Più convincente, viceversa, la questione sollevata in via subordinata, relativa all'articolo 649 c.p.p. Dall'accoglimento della questione, con una pronuncia additiva del testo dell'articolo 649 c.p.p., dovrebbe risultare una situazione normativa pienamente conforme alla garanzia del *ne bis in idem* di matrice convenzionale, i cui effetti avrebbero ricadute immediate anche nel giudizio *a quo*. Ai sensi del comma 2 dell'articolo 649 c.p.p., infatti, se a seguito del passaggio in giudicato di una sentenza, di condanna o di proscioglimento, è ancora pendente un procedimento per il medesimo fatto illecito "*il giudice in ogni stato e grado del processo pronuncia sentenza di proscioglimento o di non luogo a procedere, enunciandone la causa nel dispositivo*". Ebbene, un'eventuale pronuncia di accoglimento della Corte costituzionale attribuirebbe evidentemente rilevanza, ai sensi della norma in esame, anche alla pronuncia irrevocabile che conclude un procedimento sanzionatorio amministrativo; con la conseguenza, nel giudizio *a quo*, che la decisione che ha concluso in via definitiva il procedimento sanzionatorio amministrativo per abuso di informazioni privilegiate *ex* articolo 187 *bis* del TUF determinerebbe un obbligo di proscioglimento nel processo penale *ex* articolo 649. 2 c.p.p.

Gli effetti pratici di questa soluzione sarebbero diametralmente opposti rispetto a quelli derivanti dall'accoglimento della questione sollevata in via principale: nel primo caso, la fattispecie penale assorbirebbe completamente, in relazione ai fatti di *insider trading* primario, la fattispecie amministrativa ed è

comprensibile che questa rappresenti la prima scelta della giurisprudenza penale che, altrimenti, si troverebbe sostanzialmente esautorata dalla funzione repressiva degli abusi di mercato; nel secondo caso, viceversa, sarebbero le sanzioni penali ad essere messe all'angolo, in ragione della tendenziale maggiore rapidità di svolgimento dei procedimenti sanzionatori amministrativi, la cui conclusione produrrebbe inevitabilmente l'effetto di neutralizzare i giudizi penali in corso per i medesimi fatti.

A prescindere da queste considerazioni, la Corte costituzionale, in questa sede, dovrebbe verosimilmente porsi una serie di problemi di "incongruenza sistemica" del "nuovo" articolo 649 c.p.p. rispetto alle norme del Testo unico finanziario²²⁶ relative, parimenti, ai rapporti tra procedimento penale e procedimento amministrativo che presuppongono, proprio, il doppio binario processuale e punitivo.

Questo contesto, già di per sé problematico, è stato ulteriormente complicato da un'ulteriore questione di legittimità costituzionale, sollevata dalla Sezione tributaria della Corte di Cassazione con l'ordinanza interlocutoria n. 950 del 21 gennaio 2015, relativa, questa volta, all'articolo 187 *ter* recante la disciplina dell'illecito amministrativo di manipolazione del mercato²²⁷ per contrasto, anche questa volta, con l'articolo 117.1 della Costituzione, in relazione agli articoli 2²²⁸ e 4 del Protocollo CEDU. Il provvedimento in esame rammenta come la S.C. sia stata chiamata a pronunciarsi sull'impugnazione della sentenza con cui la Corte di appello di Roma, in parziale accoglimento delle opposizioni proposte avverso il provvedimento sanzionatorio adottato dalla Consob, rideterminava la sanzione a carico dell'imputato, persona fisica, S.R. e, quali obbligate in solido, di due società per l'illecito amministrativo *ex* articolo 187 *ter* del TUF, confermando, nel resto, la delibera impugnata, con riferimento alle sanzioni amministrative pecuniarie irrogate nei confronti delle predette società. Esperito ricorso per Cassazione da queste ultime e da S.R., le parti ricorrenti, nell'imminenza dell'udienza pubblica di discussione, depositavano sia la sentenza con cui la Cassazione, in sede penale,

²²⁶ Il riferimento va agli articolo 187 *decies* e ss.

²²⁷ Sull'argomento si veda S. G. Guizzi, *Hic rodus, hic salta: l'incidenza del principio del ne bis in idem sulla disciplina del market abuse all'esame del giudice delle leggi* in *Il corriere giuridico*, 2015, pp. 597 ss.

²²⁸ Tale norma sancisce il diritto ad un doppio grado di giurisdizione in materia penale.

aveva dichiarato inammissibile il ricorso esperito avverso la sentenza resa dal Tribunale di Roma nei confronti di S.R., ai sensi dell'articolo 444 c.p.p., in relazione al reato di cui all'articolo 185 del TUF, sia la stessa sentenza di applicazione della pena su richiesta, pronunciata dal Tribunale.

Ciò premesso, l'ordinanza di rimessione rileva ulteriormente come la descritta produzione documentale avrebbe dovuto ritenersi ammissibile, ai sensi del combinato disposto degli articoli 369 e 372 c.p.c., essendo possibile derogare alla regola secondo cui i documenti devono essere depositati, unitamente al ricorso per Cassazione, nel termine di venti giorni dall'ultima notificazione alle parti contro le quali il ricorso è proposto, soltanto quando gli stessi riguardino l'ammissibilità del ricorso stesso. Detta evenienza, tuttavia, non sarebbe accorsa nel caso di specie, giacchè, precisa il provvedimento in esame, la produzione documentale effettuata dalle parti ricorrenti atteneva, piuttosto, "*alla allegata fondatezza della domanda*". Quella produzione, infatti, mirava a dimostrare "*l'esistenza di un giudicato esterno*", divenuto "*rilevante ai fini della decisione*" in virtù proprio dei *dicta* della sentenza *Grande Stevens* della Corte EDU e dell'operatività del principio del *ne bis in idem*. Nondimeno, se, in linea generale, una produzione documentale siffatta deve ritenersi ammissibile solo quando il giudicato si formi "*per effetto di una pronuncia della Corte di Cassazione successiva alla proposizione del ricorso relativo al procedimento nel quale il giudicato (...) s'intende far valere*²²⁹", a tale evenienza dovrebbe equipararsi quella verificatasi nel caso di specie, sebbene l'irretrattabilità della sentenza di patteggiamento risultava essersi determinata già prima della scadenza del termine *ex* articolo 369 c.p.c. Decisiva, infatti, sarebbe stata la circostanza che solo successivamente a tale momento fosse insorta la possibilità di eccepire il giudicato penale, e ciò in forza di "*un nuovo orientamento giurisprudenziale*", frutto proprio dell'arresto adottato dalla Corte di Strasburgo nell'*affaire Grande Stevens*. In altre parole, nel presente caso, l'indirizzo che la Corte EDU avrebbe inaugurato, secondo l'ordinanza di rimessione, oltre a venire in rilievo ai fini della dimostrazione della non manifesta infondatezza del dubbio di costituzionalità, assumerebbe anche carattere di *prospective overruling*.

²²⁹ Sul punto il giudice *a quo* richiama Cass. Sez. III civ., 27 gennaio 2011, n. 1883.

Proprio il richiamo a quest'ultimo concetto cela alcuni dei profili di criticità dell'iniziativa assunta dalla Corte di Cassazione. Ciò, innanzitutto, perché, laddove la Corte rimettente riconoscesse che con tale locuzione ci si riferisce al mutamento della giurisprudenza su di una regola del processo, tale istituto è destinato ad operare come strumento di tutela della parte che, confidando nella stabilità di una certa interpretazione della norma processuale data dal giudice della nomofilachia, si trovi esposto al rischio di subire una decadenza o una preclusione, prima escluse, in ragione del repentino ed imprevedibile mutamento degli indirizzi ermeneutici dallo stesso in precedenza osservati. Per contro, l'ordinanza in esame, sembra dilatare eccessivamente lo spettro di operatività della *prospective overruling*: conferendo rilievo ai mutamenti di giurisprudenza non del solo giudice di legittimità ma anche delle Corti sovranazionali, teorizzandone l'efficacia fuori della materia processuale civile, e, soprattutto, attribuendole una finalità del tutto distonica rispetto a quella sua propria di evitare preclusioni o decadenze inaspettate. In relazione, infatti, a quest'ultimo profilo è evidente come, a voler seguire il ragionamento della Suprema Corte, riconoscendo nella sentenza *Grande Stevens* un supposto caso di *prospective overruling*, l'effetto che ne deriverebbe, rispetto al processo pendente davanti al giudice di legittimità, sarebbe quello non già di preservare una facoltà processuale della parte, messa in dubbio da un mutamento di giurisprudenza, bensì di attribuirgliene una prima non prevista, ovvero quella di produrre documenti, senza il rispetto del termine *ex* articoli 369 e 372 c.p.c., ancorchè essi riguardino non il tema dell'ammissibilità del ricorso, bensì della sua fondatezza.

Ma l'aspetto che più di ogni altro induce a dubitare della pertinenza del riferimento è la constatazione che, nel caso di specie, sembra difettare il presupposto stesso per l'operatività della *prospective overruling*: l'esistenza di un repentino e imprevedibile mutamento di giurisprudenza.

Infatti, come è stato già notato in precedenza, la sentenza *Grande Stevens*, al di là dell'oggetto, non ha veramente introdotto elementi di novità tali da porre le basi per un effettivo cambiamento nell'orientamento giurisprudenziale.

Ad ogni modo, quelli indicati non sono i soli aspetti problematici del provvedimento di cui si sta discutendo.

Invero, qualche dubbio si può muovere circa il *petitum* dell'ordinanza di rimessione che sembra oscillare tra la caducazione secca della norma sospettata di illegittimità costituzionale, stando, almeno al dispositivo del provvedimento adottato dalla Corte rimettente, e la richiesta di una, peraltro non meglio precisata, manipolazione del suo testo, affermando di voler “*rimettere gli atti alla Corte costituzionale per un rinnovato esame della norma, anche alla luce della giurisprudenza della Corte europea dei diritti dell'uomo*”²³⁰. In particolare, essa non esclude come possibile esito della propria iniziativa neppure l'introduzione del “*principio del doppio binario attenuato*”, allorchè “*la Consulta dovesse propendere per una pronuncia additiva*”²³¹. Questa incertezza potrebbe indurre la Consulta a ravvisare il riflesso delle obiettive difficoltà di costruire, nella materia di cui si sta discutendo, una questione di legittimità costituzionale idonea ad attingere lo scopo di rendere la disciplina del *market abuse* conforme ai principi ricavabili dalla sentenza *Grande Stevens*.

Per superare le stesse, pertanto, il percorso più lineare sembrerebbe quello finalizzato all'eliminazione *tout court*, dall'ordinamento, della norma censurata nell'ordinanza in questione. Nondimeno, siffatta soluzione, che equivarrebbe a configurare la manipolazione del mercato come illecito sanzionabile ai sensi del solo articolo 185 del TUF, sebbene certamente risolutiva nel caso oggetto del giudizio *a quo*, solleverebbe nuovi interrogativi. E ciò, in particolare, con riferimento a tutti quei casi in cui risultino già definiti, in relazione ad un medesimo fatto storico, ambedue i procedimenti incardinati, rispettivamente, per la repressione tanto del reato previsto e punito dalla norma da ultimo richiamata, quanto dell'illecito amministrativo contemplato dall'articolo 187 *ter* del Testo unico finanziario. Con riferimento a tali casi, infatti, si porrebbe il problema di stabilire se gli effetti, non già solo di una doppia incriminazione ma di una doppia sanzione, possano essere rimossi ed eventualmente in che modo. Si tratterebbe, in altri termini, di stabilire se, ricorrendo la descritta evenienza, sia destinato ad operare il limite dei rapporti esauriti, ovvero se non possa ammettersi la possibilità di ripetizione, ed eventualmente con quali modalità, da parte di soggetti già

²³⁰ Cfr. § 22 dell'ordinanza in esame.

²³¹ Cfr. § 20 dell'ordinanza.

sanzionati, sul piano pecuniario, per l'illecito amministrativo di cui alla norma eventualmente dichiarata costituzionalmente illegittima.

Scenari del tutto diversi si aprirebbero, invece, nell'ipotesi in cui dovesse ritenersi che lo scopo avuto di mira dalla Corte di Cassazione sia più circoscritto. Ovvero che essa si sia riproposta, non già di eliminare l'articolo 187 *ter* del TUF, bensì di assicurare la coesistenza dell'illecito da esso previsto con la corrispondente fattispecie penale, sebbene in un rapporto di alternatività, configurando il cosiddetto doppio binario attenuato a cui si riferisce l'ordinanza. E ciò, evidentemente, sul presupposto degli elementi differenziali tra i due illeciti, giacché quello sanzionato penalmente richiede l'idoneità concreta ad alterare il prezzo degli strumenti finanziari e il dolo, essendo invece sufficiente, per l'illecito amministrativo, l'idoneità astratta e la colpa.

Tuttavia, se l'obiettivo del rimettente fosse identificato, in definitiva, nella volontà di introdurre, con riferimento agli abusi di mercato, il principio di specialità di cui all'articolo 9 della legge n. 689/1981, il *petitum* del provvedimento di rimessione sarebbe dovuto essere diverso, nel senso di sollecitare il Giudice delle leggi a pronunciarsi con una sentenza non additiva, bensì sostitutiva, con tale locuzione intendendosi, sulla scorta di autorevole dottrina, quella pronuncia che dichiara *“l'incostituzionalità della legge nella parte in cui prevede qualcosa anziché un'altra cosa”*²³². Nella specie, in particolare, la richiesta di sostituzione avrebbe dovuto riguardare la locuzione, presente nell'*incipit* dell'articolo 187 *ter* del TUF *“salve le sanzioni penali quando il fatto costituisce reato”* con quella *“salvo che il fatto costituisca reato”*, scelta già adottata dalla V sezione della Corte di Cassazione nell'ordinanza n. 1782 già citata.

Un secondo punto di criticità che si può rilevare attiene ad una riflessione di ampio respiro che, pertanto, sarebbe meritevole di essere trattata più esaustivamente.

Limitandosi ad inquadrare i termini della questione, ci si deve interrogare sullo stato delle relazioni intercorrenti tra la Corte costituzionale e la Corte europea dei diritti dell'Uomo. Sembra, infatti, che recentemente vi sia stato un arresto della

²³² G. Zagrebelsky, *La giustizia costituzionale*, Bologna, 1988, pg. 676.

giurisprudenza costituzionale²³³ che mostra una certa prudenza della Consulta nell'approcciarsi al parametro di cui all'articolo 117.1 della Costituzione. Ne costituisce riprova, in particolare, l'utilizzazione di tecniche decisorie volte all'osservanza della giurisprudenza europea circoscritta alla sola sostanza del diritto convenzionale vivente, tutte sintomatiche del tentativo di circoscrivere l'impatto, sul sistema, delle norme della CEDU, nell'interpretazione ad esse offerta dalla Corte di Strasburgo.

8.1.1 Tutte le strade percorribili dalla Consulta... portano all'inammissibilità della questione di legittimità costituzionale

La circostanza che innanzi al Giudice delle leggi risultino radicate addirittura due questioni di legittimità costituzionale relative alla disciplina dei *market abuse*, renderebbe verosimile che la Corte costituzionale non possa esimersi dall'esaminare il merito del dubbio di costituzionalità sottoposto al suo esame.

Tra l'altro, è pacifico che l'esito di tale scrutinio non possa ritenersi scontato, giacchè quello che risulta essere il precedente più rilevante in materia, ovvero la sentenza della Corte costituzionale n. 196 del 4 giugno 2010, in tema di confisca del veicolo guidato in stato di ebbrezza secondo la disciplina del codice della strada, deve essere attentamente vagliato in relazione alla sua specifica *ratio decidendi*.

Da una parte è sicuramente vero che con tale decisione la giurisprudenza costituzionale, per la prima volta, ha mostrato di recepire la nozione sostanzialista della sanzione penale enunciata dalla Corte EDU sin dalla sentenza *Engel c. Paesi Bassi*. Ma ciò ha fatto in una logica propria del sistema penale, ovvero evitare che attraverso la qualificazione formale come misura di sicurezza, di ciò che, nella sostanza, e secondo gli *Engel criteria*, costituiva una sanzione penale, si potesse finire con l'eludere la garanzia costituzionale, sancita per le sole pene in senso stretto dell'articolo 25 comma 2 della Costituzione, del divieto di applicazione

²³³ Il caso più eclatante è sicuramente costituito dalla sentenza della Corte costituzionale n. 162 del 2014. Ivi la Consulta, nel dichiarare l'illegittimità costituzionale dell'articolo 4 comma 3 della legge recante la disciplina della fecondazione medicalmente assistita laddove prevedeva il divieto di fecondazione di tipo eterologo in termini assoluti, ha ommesso qualsiasi riferimento al parametro di cui all'articolo 117.1 della Costituzione, in relazione agli articoli 8 e 14 della CEDU, che pure era stato evocato dai giudici *a quibus* nelle proprie ordinanze di rimessione.

retroattiva. La sentenza n. 196 del 2010, in altri termini, ha inteso solo scongiurare il pericolo di una “truffa delle etichette”, pericolo nascente dal fatto che “*non essendo il legislatore vincolato dalla Costituzione nell’attribuire la qualifica di pena o di misura di sicurezza alle sanzioni che egli stesso crea, si potrebbe arrivare, attraverso un semplice mutamento di etichette, ad una sistematica violazione del divieto di pene retroattive*²³⁴”.

Nulla avrebbe escluso, quindi, che la Corte costituzionale, nel solco tracciato dalla sentenza n. 196 del 2010 decidesse la questione di costituzionalità dell’articolo 187 *ter* nel senso del suo accoglimento.

Tuttavia, con la sentenza del 12 maggio 2016, n. 102²³⁵, la Consulta, com’è stato osservato da alcuni autori, “*ha deciso di non decidere*”: chi si attendeva, infatti, anche in considerazione dell’inusuale indicazione di due giudici relatori, una presa di posizione sul merito della questione è rimasto deluso: la sentenza si limita, infatti, a dichiarare inammissibili tutte le questioni sottoposte al suo esame, senza sbilanciarsi, nemmeno *obiter*, sulla questione di fondo della compatibilità dell’attuale meccanismo di doppio binario con il diritto fondamentale al *ne bis in idem*, così come declinato dalla giurisprudenza di Strasburgo in sede di interpretazione dell’articolo 4 del Protocollo 7 CEDU²³⁶.

Procedendo con ordine, quanto alla prima questione, essa viene dichiarata costituzionalmente inammissibile poiché “*non solo non consentirebbe di evitare la lamentata violazione del ne bis in idem, ma semmai contribuirebbe al suo verificarsi, dato che l’autorità giudiziaria procedente dovrebbe comunque proseguire il giudizio penale ai sensi del precedente articolo 184 del TUF, benchè l’imputato sia già stato assoggettato, per gli stessi fatti, a un giudizio amministrativo divenuto definitivo e benchè, in considerazione della gravità delle sanzioni amministrative applicate, a tale giudizio debba essere attribuita natura “sostanzialmente” penale, secondo l’interpretazione della Corte europea dei diritti dell’uomo*”.

²³⁴ Così I. Caraccioli, *I problemi generali delle misure di sicurezza*, Milano, 1970, pg. 101.

²³⁵ Presidente Grossi, Redattori Cartabia e Lattanzi, consultabile al link <http://www.giurcost.org/decisioni/2016/0102s-16.html>

²³⁶ F. Viganò, *Ne bis in idem e doppio binario sanzionatorio* cit.

Secondo la Consulta, quindi, tale abnorme effetto tradirebbe l'esigenza che non si produca nel processo principale la violazione della Costituzione, cui è sotteso il carattere pregiudiziale della questione di legittimità, e con esso il requisito della rilevanza. Il divieto di *bis in idem*, come prescritto dall'articolo 4 del Protocollo 7 CEDU, verrebbe infatti irrimediabilmente infranto, anziché, osservato, arrestando, come si dovrebbe, il corso del secondo giudizio²³⁷. La Corte costituzionale sottolinea, peraltro, che la questione posta in via principale dalla Corte di Cassazione, se da un lato non vale a prevenire il *vulnus* all'articolo 4 del Protocollo 7 CEDU nel processo principale, dall'altro sul piano sistematico, eccede lo scopo al quale dovrebbe essere invece ricondotta sulla base della norma interposta appena richiamata. E' infatti pacifico, in base alla consolidata giurisprudenza europea, che il divieto di *bis in idem* possieda carattere processuale e non sostanziale, poiché permette agli Stati aderenti di punire il medesimo fatto a più titoli e con diverse sanzioni, ma richiede che ciò avvenga in un unico procedimento o attraverso procedimenti fra loro coordinati, nel rispetto della condizione che non si proceda per uno di essi quando è divenuta definitiva la pronuncia relativa all'altro. A parere della Consulta *“non può negarsi che un siffatto divieto possa di fatto risolversi in una frustrazione del sistema del doppio binario, nel quale alla diversa natura, penale o amministrativa, della sanzione si collegano normalmente procedimenti anch'essi di natura diversa, ma è chiaro che spetta anzitutto al legislatore stabilire quali soluzioni debbano adottarsi per porre rimedio alle frizioni che tale sistema genera tra l'ordinamento nazionale e la CEDU. E' significativo il fatto che in tale prospettiva si muove il recente articolo 11, comma 1, lettera m), della legge delega 9 luglio 2015 n. 114 (Delega al Governo per il recepimento delle direttive europee e l'attuazione di altri atti dell'Unione europea. Legge di delegazione europea 2014), per l'attuazione alla Direttiva 2014/57/UE, che impone agli Stati membri di adottare sanzioni penali per i casi più gravi di abuso di mercato, commessi con dolo e permette loro di aggiungere una sanzione amministrativa nella linea dell'articolo 30 del Regolamento 16 aprile n. 596/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio relativo agli abusi di mercato e che abroga la Direttiva 2003/6/CE*

²³⁷ Cfr. S. Scapin, *Market abuse: inammissibilità delle questioni di costituzionalità e conseguente salvezza del doppio binario sanzionatorio* in www.giurisprudenzapenale.com, 2016, pp. 1-13.

del Parlamento europeo e del Consiglio e le Direttive 2003/124/CE, 2003/125/CE e 2004/72/CE”.

Conseguentemente, la Consulta dichiara inammissibile anche la questione sollevata in via subordinata, avente ad oggetto la censura all'articolo 649 c.p.p., in considerazione del “*carattere perplesso della motivazione sulla sua non manifesta infondatezza*”.

Secondo la Corte, l'accoglimento di una simile richiesta comporterebbe una grave incertezza in relazione alla misura sanzionatoria, amministrativa o penale, che l'ordinamento ricollega al verificarsi di determinati comportamenti, in base alla circostanza, peraltro aleatoria, del procedimento definito più celermente. Infatti, l'intervento additivo richiesto non determinerebbe un ordine di priorità, né altra forma di coordinamento, tra i due procedimenti, penale e amministrativo, cosicché la preclusione del secondo procedimento scatterebbe in base al provvedimento divenuto per primo irrevocabile, ponendo così rimedio, come osserva la Corte rimettente, ai singoli casi concreti, ma non in generale alla violazione strutturale da parte dell'ordinamento italiano del *ne bis in idem*.

Quanto detto potrebbe poi portare alla violazione di altri principi costituzionali: anzitutto, perché si determinerebbe una violazione dei principi di determinatezza e di legalità della sanzione penale, prescritti dall'articolo 25 della Costituzione; in secondo luogo, perché potrebbe risultare vulnerato il principio di ragionevolezza e di parità di trattamento di cui all'articolo 3 della Costituzione; infine, perché potrebbero essere pregiudicati i principi di effettività, proporzionalità e dissuasività delle sanzioni, imposti dal diritto dell'Unione europea.

Infine, la Consulta dichiara inammissibile anche l'ulteriore questione di costituzionalità sollevata dalla sezione tributaria della Corte di Cassazione, in ordine all'articolo 187 *ter* comma 1 del TUF: il *petitum* della questione, infatti, era rimasto del tutto oscuro, il che non poteva che condurre la Corte a una dichiarazione di inammissibilità della questione, supportata dalla sottolineatura, anche in questo caso, del carattere dubitativo e perplesso della motivazione dell'ordinanza che non scioglie in particolare i dubbi se la soluzione apparentemente imposta dalla Corte EDU risulti compatibile con gli obblighi di repressione degli abusi di mercato imposti dal diritto eurounitario.

Volendo muovere, conclusivamente, delle considerazioni generali, si può rilevare come l'atteggiamento della Corte costituzionale si presenti connotato da una certa prudenza, verosimilmente in attesa di ulteriori sviluppi sul fronte della legislazione nazionale visto che ormai è imminente l'esercizio della delega suddetta, nonché sul fronte della giurisprudenza della Corte di giustizia, la quale dovrà presto esprimersi sul problema della compatibilità con il diritto al *ne bis in idem* dell'attuale sistema di doppio binario in materia di illeciti tributari, e segnatamente in materia di evasioni dell'IVA. Se, infatti, le ragioni di inammissibilità della questione principale sollevata dalla V sezione penale nonché di quella sollevata dalla sezione tributaria erano effettivamente difficili da superare, la questione subordinata sottoposta dalla V sezione relativa all'articolo 649 c.p.p. era invece certamente rilevante nel giudizio *a quo*, oltre che assolutamente precisa nel *petitum*, sicché avrebbe probabilmente meritato di essere decisa nel merito, anche perché i problemi ivi sollevati erano tutt'altro che futili, alla luce della consolidata giurisprudenza della Corte EDU.

Ciò che probabilmente è sfuggito alla Corte costituzionale, tuttavia, è che, in attesa di un intervento legislativo, e comunque con riferimento ai fatti pregressi, chi sia stato già sanzionato in via definitiva dalla Consob o dal giudice penale ha, già, oggi, un diritto fondamentale a non essere sottoposto a un nuovo procedimento sanzionatorio o comunque a essere immediatamente prosciolto da un procedimento che sia ancora pendente nei suoi confronti; diritto fondamentale che deve trovare, oggi, tutela da parte dei giudici italiani, con gli strumenti esistenti nell'ordinamento, eventualmente integrati da pronunce additive della Corte costituzionale.

Ad ogni modo, ciò che è certo è che il *non liquet* della Consulta pone ora i giudici comuni, compresa la stessa sezione rimettente della Cassazione nel caso di specie, di fronte all'ineludibile responsabilità di evitare l'ulteriore prodursi di violazioni convenzionali da parte dello Stato italiano, che non mancherebbero di essere sanzionate a Strasburgo. Nel fare ciò, il giudice penale non dovrà temere di violare gli obblighi di fonte UE di tutela effettiva, proporzionata e dissuasiva degli interessi di volta in volta protetti dalla norma italiana, la cui applicazione nel caso concreto venga preclusa dalla necessità di rispetto del diritto al *ne bis in idem*, dal momento che tale diritto, in quanto principio fondamentale dello stesso diritto

eurounitario, si pone esso stesso quale limite invalicabile all'adempimento di quegli obblighi. Tanto che la stessa Direttiva 2014/57/UE impone oggi agli Stati medesimi, nel Considerando n. 23, di vigilare affinché non venga violato il principio del *ne bis in idem* in seguito alla contestuale irrogazione di sanzioni penali e amministrative in esito ai rispettivi procedimenti.

9. Considerazioni conclusive

Tutte le riflessioni fin qui maturate confermano l'impressione di un certo disorientamento, in parte imputabile alla stessa giurisprudenza europea e convenzionale²³⁸ e in altra parte ravvisabile in capo ai giudici nazionali, nell'uso degli strumenti e degli istituti e, nel contempo di una non ancora piena adesione alla prospettiva che invece muove, in particolare, la Corte EDU: quella della massima tutela dei diritti fondamentali dell'imputato.

Si tratta di conciliare l'effetto certamente positivo che la valorizzazione dei diritti fondamentali da parte della Corte di Strasburgo, e più in generale dei giudici europei, può produrre non soltanto rispetto all'esigenza di omogeneizzazione delle norme interne degli Stati membri, ma anche a quella di una loro maggiore sensibilizzazione ai diritti dell'imputato, con l'interesse, parimenti rilevante, a preservare le fondamenta del nostro diritto penale.

In tale prospettiva, di particolare interesse è la soluzione prospettata dal *Conseil Constitutionnel* francese, chiamato a pronunciarsi su una questione di legittimità costituzionale sollevata dai giudici d'oltralpe in relazione sia alle norme previste dal *Code monétaire et financier* in materia di abusi di mercato che prevedono, in termini sostanzialmente analoghi a quanto stabilito nel nostro TUF, il cumulo tra sanzioni penali e amministrative, sia dell'articolo 6 del codice di procedura penale in tema di *bis in idem*. Il *Conseil* non ha toccato la norma processuale e ha ricondotto la questione in una dimensione comunque "domestica",

²³⁸ O. Di Giovine, *Come la legalità europea sta riscrivendo quella nazionale. Dal primato delle leggi a quello dell'interpretazione* in *Rivista trimestrale di diritto penale contemporaneo*, 2013, pp. 184 ss. rileva in particolare come la Corte di Strasburgo, smarrita la sua iniziale funzione di guida rispetto a casi particolarmente delicati e controversi, mostri oggi, peraltro a fronte di un contenzioso in continua espansione, un certo disorientamento interpretativo che rischia di far perdere autorevolezza, e dunque legittimazione, alla funzione (anche) normativa che pure le è riconosciuta.

ritenendo illegittime le norme che consentono il citato cumulo rispetto all'articolo 8 della Dichiarazione dei diritti dell'uomo e del cittadino del 1789 che impone al legislatore di prevedere soltanto le pene strettamente ed evidentemente necessarie, laddove, per converso, le sanzioni previste in materia di *market abuse* sarebbero sproporzionate e ridondanti.

Ebbene, il *Conseil*, nel decretare l'illegittimità del regime del doppio binario previsto rispetto alle condotte di *insider trading* in ragione della ritenuta ridondanza e sproporzione delle sanzioni minacciate, assume un atteggiamento cauto, circoscrivendo gli effetti, potenzialmente dirompenti, della sua decisione alla sola disciplina dei *market abuse* salvando, invece, la norma generale dell'articolo 6 del codice di procedura penale, puntualizzando come la nozione di "*chose jugée*"²³⁹, inclusa tra le cause estintive del reato, non comprenda anche il giudicato amministrativo. Ma soprattutto, anche nel rilevare l'incostituzionalità della disciplina degli abusi di mercato quanto al cumulo sanzionatorio ivi previsto, la Corte costituzionale francese compie un significativo passo indietro di fronte al legislatore nazionale: "*considerando che, da una parte, il Conseil Constitutionnel non dispone di un potere generale discrezionale della stessa natura rispetto a quello del Parlamento: che non gli spetta indicare le modifiche che devono essere prese in considerazione affinché sia posto rimedio all'incostituzionalità contestata (...)*"²⁴⁰ ma che, nel contempo, non si può consentire il perpetuarsi della lesione del diritto al *ne bis in idem*.

Tale decisione deve essere presa a riferimento e non soltanto nella prospettiva di una, pure auspicabile, omogeneizzazione degli approcci dei Paesi membri. La rilevanza costituzionale del principio del *ne bis in idem* deve oggi certamente essere riconosciuta ai sensi dell'articolo 117 della Costituzione in relazione all'articolo 4 del Protocollo 7 CEDU.

Il virtuoso collegamento tra l'ordinamento interno e quello convenzionale è, però, minacciato da quel senso di smarrimento avvertito dai giudici nazionali, a cui si accennava in precedenza.

²³⁹ Più nel dettaglio, l'articolo 6 del codice di procedura penale francese, modificato nel 1999, nella parte che rileva in questa sede, prevede che l'azione penale si estingua per morte dell'imputato, prescrizione, amnistia, abrogazione della legge penale e cosa giudicata.

²⁴⁰ Cfr. § 35 della sentenza in esame.

Gettando lo sguardo all'ordinamento italiano, infatti, si può scorgere un atteggiamento piuttosto attento della giurisprudenza nel "maneggiare" il diritto al *ne bis in idem* e, più in generale, a modulare i vari rapporti tra fonti normative interne ed eurounitarie.

Basta tenere a mente, una recente pronuncia della Corte di Cassazione²⁴¹ nella quale si è ribadito un consolidato orientamento: non è possibile dedurre, per la prima volta in sede di legittimità, la preclusione derivante dal principio del *ne bis in idem* in quanto l'accertamento delle condizioni di operatività di questo divieto, identità del fatto e di soggetto, non può prescindere da elementi fattuali che possono essere valutati, esclusivamente, dal giudice di merito²⁴².

Tale soluzione ermeneutica ha conosciuto un temperamento nel caso in cui il primo procedimento instaurato per un certo fatto di reato abbia avuto una sentenza che sia passata in giudicato in un momento successivo rispetto alla instaurazione del giudizio di appello del secondo procedimento, instaurato per il medesimo fatto nei confronti del medesimo soggetto. Nella situazione così prospettata, la violazione del *ne bis in idem* non poteva essere dedotta dinanzi al giudice di merito *ratione temporis*, poiché la prima sentenza non era passata in giudicato quando era stato adito il giudice di appello nel secondo giudizio e, pertanto, la questione della violazione dell'articolo 649 c.p.p. poteva essere vagliata, in via eccezionale, per la prima volta, in Cassazione²⁴³.

Questo primo spiraglio che ammetteva, seppure in ipotesi eccezionali, la deducibilità del vizio in Cassazione, è stato poco dopo nuovamente chiuso a seguito delle novità interpretative introdotte dalla pronuncia della Cassazione a Sezioni Unite, 28 settembre 2005, 34655.

Le sezioni Unite Donati hanno infatti esteso l'applicabilità del divieto di cui all'articolo 649 c.p.p. anche alle ipotesi di mera litispendenza senza che fosse necessario il passaggio in giudicato di uno dei due procedimenti per far valere la preclusione processuale.

²⁴¹ Cass. Sez. IV pen., 27 giugno 2013, n. 35831.

²⁴² Sull'argomento si veda R. Cipriani, *Ne bis in idem: una quaestio facti che non può essere rilevata per la prima volta in sede di legittimità* in *Diritto penale e processo*, 2015, pp. 342 ss.

²⁴³ Cass. Sez. I pen., 14 maggio 2004 n. 31123, Cascella.

Conseguentemente l'ipotesi poc'anzi considerata rimane priva di ragion d'essere; infatti con questa ricostruzione dogmatica del divieto di *ne bis in idem*, che assurge a principio generale, la sua violazione può essere agevolmente ed immediatamente dedotta avanti il giudice di merito. Non è infatti più indispensabile che una delle pronunce costituisca giudicato penale, risultando meramente necessaria e sufficiente la sussistenza di una pronuncia, di qualunque grado, *de eadem re* nei confronti del medesimo soggetto²⁴⁴.

La preclusione processuale del *ne bis in idem* rimane così definitivamente racchiusa all'interno del giudizio di merito, non potendo trovare ingresso in sede di legittimità in nessun caso, secondo il consolidato orientamento che trova suggello nella sentenza in esame.

Nell'analisi empirica delle vicende giudiziarie che tra l'altro involgono i rapporti tra il Giudice delle leggi e la Corte EDU, merita, infine, di essere presa in considerazione la recentissima sentenza della Corte costituzionale n. 49 del 2015 in materia di confisca urbanistica a seguito del reato di lottizzazione abusiva, disciplinata dal D.P.R. 380 del 2001.

Lungi da chi scrive l'intento di dare una lettura esaustiva di tale decisione, di complessa e impegnativa lettura che, comunque, va segnalata, quantomeno, per due ordini di ragioni²⁴⁵.

In primis, la sentenza segna un nuovo passaggio della *querelle* che da alcuni anni coinvolge l'Italia e la Corte europea dei diritti dell'uomo circa la natura e il regime della confisca c.d. urbanistica; *in secundis*, essa prospetta un'inedita o, quanto meno, una più definita fisionomia dei rapporti tra sistema EDU e ordinamento nazionale.

Il dubbio sulla legittimità del suddetto articolo è stato sollevato con differenti argomentazioni da due distinti giudici *a quibus*: il Tribunale di Teramo e la III Sezione della Corte di Cassazione penale. In sintesi, entrambi i rimettenti sono stati mossi dalla convinzione che, a seguito della sentenza Varvara c. Italia, vigesse per i giudici comuni italiani l'obbligo derivante dall'ordinamento CEDU di disporre la

²⁴⁴ Cass. Sez. V pen., 29 gennaio 2007, n. 9180 Aloisio.

²⁴⁵ Sul tema A. Ruggeri, *Fissati nuovi paletti dalla Consulta a riguardo del rilievo della Cedu in ambito interno* in *Rivista trimestrale di diritto penale contemporaneo*, 2015, pp. 332-338; G. Ragone, *Nota a Corte cost. 49/2015. Giurisprudenza Cedu e ordinamento interno: nuove istruzioni per l'uso da parte della Corte costituzionale italiana* in <http://www.dpce.it/>, 2015, pp. 1-7.

confisca urbanistica solo unitamente a sentenza di condanna; ed entrambi hanno reputato che tale significato si prestasse a rilievi di costituzionalità. Ma, mentre per il Tribunale di Teramo la questione era rivolta a ottenere un adeguamento del diritto nazionale al giudicato europeo, la Cassazione ha chiesto alla Corte costituzionale di intervenire per impedire che una lettura incostituzionale, seppur convenzionale dell'articolo 44.2 del d.P.R. del 2001 trovasse applicazione nel nostro ordinamento. In sostanza, entrambi i giudici *a quibus* riscontravano una incompatibilità tra l'articolo 7 CEDU e il diritto interno; ma proponevano di risolverla in modi diametralmente opposti. Secondo la Corte costituzionale, le due questioni sono allo stesso modo inammissibili, in quanto erroneo è il loro comune assunto di partenza. A parere della Consulta, non sarebbe infatti corretto affidare alle sentenze di Strasburgo il compito di fornire la corretta interpretazione del contenuto della disposizione legislativa nazionale. Inoltre, nel caso dell'ordinanza di rimessione della Cassazione, oggetto della questione di legittimità sarebbe dovuta al più essere la legge italiana di ratifica della Convenzione, nella parte in cui con essa si è conferita esecuzione ad una norma sospettata di incostituzionalità. La Corte costituzionale ha pertanto scelto la via della pronuncia d'inammissibilità, reputando che le questioni fossero mal poste.

Sulla base di questi assunti, la Corte delinea un doppio binario lungo il quale il giudice sarebbe tenuto a muoversi a seconda del tipo di conflitto che abbia in concreto a determinarsi tra diritto convenzionale "vivente" e diritto interno. E lo fa, evocando l'approccio sostanzialistico della Corte EDU.

Ove si sospetti un'antinomia con norma convenzionale espressiva della sostanza in parola, siccome consolidata nella giurisprudenza europea, tanto più se avvalorata da una decisione della Grande Camera o concretatasi in una sentenza-pilota, ebbene in tal caso, coinvolgendo l'antinomia stessa la Costituzione, sarebbe obbligato chiamare la Consulta a pronunciarsi sulla legge di esecuzione della Convenzione nella parte relativa alla norma tacciata di incostituzionalità.

Qualora invece la norma convenzionale non rispecchi la sostanza dell'indirizzo giurisprudenziale ebbene il giudice che si avveda che interpretando la legge alla luce della norma stessa perverrebbe ad un esito non compatibile con la Costituzione, sarebbe tenuto ad abbandonare il riferimento alla giurisprudenza

EDU, rileggendo il disposto legislativo si da renderlo compatibile con la Costituzione, quanto meno fin dove ciò si dimostri possibile.

In sintesi i giudici nazionali dovranno essere ammoniti laddove seguano indiscriminatamente gli *input* interpretativi provenienti da Strasburgo senza operare i dovuti, ancorchè spesso non agevoli, *distinguo* tra interpretazioni fondate su un adeguato consolidamento e pronunce destinate a risolvere casi del tutto peculiari.

Alla luce di quanto detto, quindi, si possono trarre ulteriori conclusioni di carattere generale.

L'obbligo di conformazione al diritto CEDU si presenta sempre più ingombrante ed è suscettibile di creare evidenti problemi rispetto ai principi generali su cui si basa il sistema penale italiano, primo fra tutti il principio di riserva di legge.

Il principio di legalità, che pure nella CEDU ha rango di *inviolable core right*, non suscettibile di compressione, nemmeno in caso di guerra o altro grave pericolo pubblico, viene inteso dalla Corte di Strasburgo nella sua accezione “minima” di conoscibilità e, soprattutto, prevedibilità delle decisioni, essendo invece la riserva di legge estranea alla tradizione giuridica convenzionale.

D'altra parte, già da tempo, anche nel nostro paese, il legislatore è assente e non viene più visto come autorevole e saggio arbitro dei conflitti e, correlativamente, si ritiene superata la concezione del giudice quale mera bocca della legge.

A questo si aggiunge, peraltro, il significativo mutamento della percezione comune rispetto al peso e al ruolo della Corte EDU: si guarda ad essa non più, semplicemente, come ad una sorta di quarto grado di giurisdizione, ma come un vero e proprio giudice sommo, legittimato a valutare la violazione sostanziale dei diritti fondamentali in modo più autorevole, affidabile e “terzo” rispetto ai giudici nazionali²⁴⁶.

Concludendo, si potrebbe ammettere, però, che a fronte di tale articolata situazione l'erosione della riserva di legge appare dunque tutto sommato accettabile, nella prospettiva della massima garanzia dei diritti fondamentali, se

²⁴⁶ Così E. Scaroina, *Costi e benefici del dialogo tra Corti in materia penale in Cassazione penale*, 2015, pg. 2938.

controbilanciata dalla ragionevole prevedibilità della decisione finale cui si guarda come all'ultimo baluardo della legalità.

CAPITOLO III
LE PROSPETTIVE DI RIFORMA IN MATERIA DI *MARKET ABUSE*
ALLA LUCE DELL'ESIGENZA DI RAZIONALIZZAZIONE DEL
SISTEMA SANZIONATORIO

1. Premessa: l'insuperabile contaminazione penalistica della disciplina sugli abusi di mercato

La nozione autonoma di materia penale, elaborata dalla giurisprudenza di Strasburgo, ha mostrato nell'ultimo decennio una straordinaria forza espansiva e pervasiva, in grado di proiettarsi ben oltre gli originari confini tracciati dal sistema CEDU.

Dal dinamismo dell'europeizzazione, ancor più evidente a fronte di un perdurante immobilismo legislativo, può scaturire la necessità di una complessiva razionalizzazione del sistema sanzionatorio, la cui tappa fondamentale è rappresentata dall'individuazione dello strumento punitivo idoneo ad assicurare il pieno compimento di siffatto procedimento. Quest'ultimo è verificabile, anzitutto, sul piano di un potenziale superamento del duplice livello di tutela, penale e amministrativo nell'ambito della materia di cui stiamo trattando ma che, d'altra parte, si lascia apprezzare altresì sul versante della possibile messa in discussione di alcuni dei tratti più caratteristici del doppio binario nel nostro ordinamento²⁴⁷.

Sebbene i criteri sostanziali scontinuo a volte i limiti della loro sfuggente consistenza, l'impressione è quella della progressiva edificazione di un diritto punitivo che, nell'ambito della disciplina repressiva dei *market abuse*, si presenta come un sistema "integrato" di sanzioni amministrative, imposte dal Regolamento UE 596/2014, il cosiddetto MAR, e di sanzioni penali imposte dalla già citata MAD II, acronimo che si riferisce alla Direttiva 2014/57/UE.

All'indomani dallo spirare del termine di recepimento della Direttiva e della contestuale entrata in vigore del Regolamento, ovvero il 3 luglio 2016, data che

²⁴⁷ Il riferimento va al binomio "pene-misure di sicurezza" estremamente discusso dalla dottrina sin da tempi risalenti. Si veda al riguardo A. Massaro, *Europeizzazione del diritto penale e razionalizzazione del sistema sanzionatorio: il superamento dei doppi binari nazionali nel segno sostanzialistico-funzionale della materia penale* in www.penalecontemporaneo.it, 15 luglio 2015.

coincide con l'abrogazione della precedente fonte di riferimento in tema di abusi di mercato, la cosiddetta MAD I del 2003, il sistema sanzionatorio eurounitario sembra riaffermare, chiaramente, la politica del doppio binario punitivo, penale e amministrativo, già previsto nel previgente quadro normativo.

Tuttavia, rispetto al passato, il legislatore europeo sembra escludere la possibilità per gli Stati membri di adottare un doppio binario cumulativo, in cui cioè la stessa condotta illecita possa essere sottoposta sia alla sanzione penale sia a quella amministrativa, optando invece per un doppio binario alternativo, che distingue e separa la tipologia della risposta punitiva in base al diverso livello di gravità dell'illecito, seguendo una logica analoga a quella della progressione criminosa, per cui quando lo stesso fatto è suscettibile in due fattispecie incriminatrici, la pena più elevata comminata per la forma di offesa più grave non si somma ma si sostituisce alla pena comminata per l'offesa meno grave.

In realtà, già la Direttiva 2003/6/CE non imponeva alcun cumulo sanzionatorio, se si considera, peraltro, che all'epoca l'Unione era priva di competenze, anche solo indirette, nella materia *stricto sensu* penale, ma si limitava, mediante il riferimento all'articolo 14.2, a "fare salvo" il diritto degli Stati membri di imporre sanzioni penali, vincolando esclusivamente a garantire, quanto meno, l'adozione di opportune sanzioni amministrative²⁴⁸ e ad assicurare che tali misure fossero "efficaci, proporzionate e dissuasive". Ciò significava che le violazioni in materia di abusi di mercato, teoricamente, avrebbero potuto essere sanzionate negli ordinamenti giuridici nazionali in via esclusivamente penale, prescindendo del tutto dal binario amministrativo, restando, però, percorribile anche l'opzione per il doppio binario cumulativo che, benchè non imposta, non trovava alcuno sbarramento nella direttiva europea²⁴⁹. Il cumulo punitivo che attualmente si registra in alcuni ordinamenti interni, primo fra tutti quello italiano, ma ad esempio anche in quello francese, è dunque il risultato di una scelta discrezionale o, piuttosto, di una inesatta interpretazione dei vincoli sovranazionali operata dai legislatori nazionali in sede di recepimento della MAD I. Anche il nuovo

²⁴⁸ In verità, all'articolo 14.2 della MAD I si faceva addirittura riferimento all'adozione in via alternativa di misure amministrative "o" di sanzioni amministrative.

²⁴⁹ Così M. Scoletta, *Doppio binario sanzionatorio e ne bis in idem nella nuova disciplina eurounitaria degli abusi di mercato* in *Le società*, 2016, pp. 218-219.

Regolamento sembra sostanzialmente ribadire la teorica legittimità di tale paradigma punitivo, affermando, al Considerando n. 72 che *“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”*; e ancora, all’articolo 30, comma 1, § 2, che *“Gli Stati membri possono decidere di non stabilire norme relative alle sanzioni amministrative di cui al primo comma se le violazioni di cui alle lettere a) o b) di tale comma sono già soggette a sanzioni penali nel rispettivo diritto nazionale entro il 3 luglio 2016”*.

Anche la Direttiva, al Considerando n. 22, non sembra discostarsi da tale approccio: *“Gli obblighi previsti nella presente direttiva di prevedere negli ordinamenti nazionali pene per le persone fisiche e sanzioni per le persone giuridiche non esonerano gli Stati membri dall’obbligo di contemplare in tali ordinamenti nazionali sanzioni amministrative e altre misure per le violazioni previste nel Regolamento UE 596/2014, salvo che gli Stati membri non abbiano deciso, conformemente al MAR di prevedere per tali violazioni unicamente sanzioni penali nel loro ordinamento nazionale”*. La possibilità di prevedere il cumulo punitivo, piuttosto che il ricorso esclusivo alle sanzioni penali, sembrerebbe allora rientrare nello spettro delle scelte che restano riservate alla discrezionalità del legislatore interno.

Senonché, al successivo Considerando n. 23 della Direttiva, si legge che *“Nell’applicare la normativa nazionale di recepimento della presente direttiva, gli Stati membri dovrebbero garantire che l’irrogazione di sanzioni penali per i reati ai sensi della presente direttiva e di sanzioni amministrative ai sensi del Regolamento UE 596/2014 non violi il principio del ne bis in idem”*; e ancora, al Considerando n. 25, si afferma a chiare lettere che *“La presente direttiva rispetta i diritti fondamentali e osserva i principi sanciti nella Carta dei diritti fondamentali dell’Unione (la Carta)”*, tra i quali viene espressamente richiamato l’articolo 50,

che positivizza proprio il principio di *ne bis in idem*, con la fondamentale precisazione che a tale diritto dovrebbe essere attribuito, alla luce del chiaro disposto dell'articolo 52 § 3 della stessa Carta, lo stesso significato e la stessa portata dell'omonima garanzia prevista dalla Convenzione Europea dei Diritti dell'Uomo²⁵⁰.

Ebbene, come noto, la duplicazione punitiva tra sanzioni pecuniarie amministrative e sanzioni, pecuniarie o detentive penali è stata giudicata illegittima dalla Corte EDU che, come già noto, è stata chiamata a pronunciarsi esattamente sulla compatibilità con il principio di *ne bis in idem* del doppio binario cumulativo vigente nell'ordinamento italiano in materia di abusi di mercato.

Vero che il dettato normativo del Regolamento dimostra come il diritto eurounitario non abbia ancora completamente metabolizzato il meccanismo ricettivo del diritto CEDU e come la prospettiva del legislatore dell'Unione continui ad essere, principalmente, quella "funzionalista" rispetto al pieno soddisfacimento dei propri obiettivi di tutela e di armonizzazione, rispetto ai quali anche i principi fondamentali risultano in qualche misura "comprimibili"; ma la chiara previsione dell'articolo 52 § 2 della Carta, quanto alla definizione di significato dei diritti fondamentali riconosciuti dall'Unione, non dovrebbe consentire alcuna deroga limitativa della loro portata di garanzia.

La prospettiva funzionalista sembra peraltro emergere anche dal seguito del sopra menzionato Considerando n. 72 del Regolamento, dove si legge che "*il mantenimento delle sanzioni penali in luogo delle sanzioni amministrative per le violazioni del presente regolamento o della direttiva 2014/57/UE non dovrebbe ridurre o incidere altrimenti sulla capacità delle autorità competenti di cooperare, di avere accesso a informazioni o di scambiare informazioni tempestivamente con le autorità competenti di altri Stati membri ai fini del presente regolamento, anche dopo che le autorità giudiziarie competenti per l'azione penale siano state adite per le violazioni in causa*": in sostanza, l'opzione (esclusiva) a favore della sanzione penale non deve compromettere l'efficacia della cooperazione tra le autorità (amministrative) competenti in materia di abusi di mercato, che dunque non

²⁵⁰ Insiste, in particolare, sulla "clausola di corrispondenza" contenuta nell'articolo 52 § 3, F. Viganò, *Doppio binario sanzionatorio e ne bis in idem: verso una diretta applicazione dell'art. 50 della Carta?* in www.penalecontemporaneo.it, 30 giugno 2014.

dovrebbero essere depotenziate o estromesse dalle attività di indagine a seguito dell'instaurazione del procedimento penale dinanzi all'autorità giudiziaria.

Tenendo fermo questo “vincolo di efficienza” dell'apparato amministrativo, che i legislatori nazionali sono chiamati a garantire nel disciplinare i rapporti tra i procedimenti sanzionatori e tra le rispettive autorità, il superiore principio di *ne bis in idem*, nella sua dimensione convenzionale, dovrebbe quindi costituire un chiaro limite alla duplicazione punitiva, idoneo a vincolare rigidamente i margini di discrezionalità che pure le fonti europee sembrano contraddittoriamente concedere agli Stati membri.

Poste queste premesse, e tenendo a mente l'insuperabile afflato efficientistico che presidia la disciplina degli abusi di mercato, ancor prima di ragionare sull'incidenza degli obblighi internazionali ed europei sulla politica criminale nazionale, è necessario riflettere sulla questione della penalizzazione degli abusi di mercato che è stata da tempo approfondita nell'ambito del più ampio rapporto tra diritto penale ed economia.

Sebbene in passato, proprio in questo settore normativo, sia stato affermato che *“la prospettiva di repressione penale appare l'unica percorribile, di fronte alle carenze ed agli ostacoli che si sono verificati nelle alternative di un ricorso alle vie della tutela civile ed amministrativa, o di un ricorso all'autoregolamentazione”*²⁵¹, l'aggancio all'articolo 47 della Costituzione²⁵², facendo riferimento al concetto di risparmio, consente di individuare quel valore per la cui salvaguardia *“non è affatto esclusa, in partenza, l'utilizzabilità della sanzione criminale”*²⁵³. Queste considerazioni sul bene giuridico trovano riscontro nella MAD II secondo la quale *“un mercato finanziario integrato ed efficiente e una maggiore fiducia degli investitori richiedono un mercato integro. Il regolare funzionamento dei mercati mobiliari e la fiducia del pubblico nei mercati costituiscono fattori essenziali di*

²⁵¹ G. M. Flick, *Insider trading: una tappa significativa, anche se controversa, della lunga marcia verso la trasparenza* in *Rivista delle società*, 1991, pg. 993.

²⁵² Il testo della norma così recita: “1. *La Repubblica incoraggia e tutela il risparmio in tutte le sue forme; disciplina, coordina e controlla l'esercizio del credito.*
2. *Favorisce l'accesso del risparmio popolare alla proprietà dell'abitazione, alla proprietà diretta coltivatrice e al diretto e indiretto investimento azionario nei grandi complessi produttivi del Paese*”.

²⁵³ Così M. Romano, *Introduzione allo studio del diritto penale bancario* in Id. (a cura di), *La responsabilità penale degli operatori bancari*, Bologna, 1980, pg. 17.

*crescita e di benessere economico. Gli abusi di mercato ledono l'integrità dei mercati finanziari e compromettono la fiducia del pubblico (...)*²⁵⁴.

Se è qui pacifica la meritevolezza del bene giuridico da tutelare, il rispetto del principio di sussidiarietà impone sempre di ricorrere alla pena con oculatezza e di verificare se, anche a seguito dello sviluppo del sistema sanzionatorio amministrativo, introdotto dalla legge n. 62/2005, possa ancora condividersi quel giudizio di inadeguatezza delle misure extrapenali formulato agli inizi degli anni novanta e da ultimo ribadito dalla Direttiva del 2014²⁵⁵ che, nell'imporre la criminalizzazione agli Stati membri, appare maggiormente interessata alla disapprovazione sociale piuttosto che all'efficienza della sanzione. Si tratta di una scelta che meriterebbe forse una più ampia considerazione, soprattutto a fronte dell'affermarsi della locuzione "diritto sanzionatorio"²⁵⁶ dall'inequivoca forza unificatrice dei vari apparati repressivi.

L'accento al concetto di efficienza coinvolge valutazioni di analisi economica del diritto che poggiano, da una parte, dal punto di vista del potenziale autore della violazione della norma, sul confronto tra il guadagno atteso e la probabilità di essere scoperto e sanzionato; dall'altra, nella prospettiva dell'ordinamento e dei modelli di tutela, sulla necessaria rivalutazione dei vantaggi, in questo settore, della sanzione amministrativa senza il preconetto che questa abbia una minore efficacia generalpreventiva²⁵⁷.

Ragionando in via generale, il ricorso alla sanzione amministrativa costituisce un rimedio all'ipertrofia del diritto penale e garantisce un equilibrio nel rapporto tra diritto penale "antico", conformato ai principi di determinatezza e sussidiarietà nonché al reato d'evento di danno, e diritto penale moderno segnato, invece, da una sempre maggiore anticipazione della tutela penale, spesso in chiave sanzionatoria,

²⁵⁴ Cfr. Considerando n. 1 della Direttiva 2014/57/UE.

²⁵⁵ Cfr. Considerando n. 5 della Direttiva secondo cui: "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".

²⁵⁶ Nella relazione governativa allo schema del decreto legislativo 8 giugno 2001 n. 231 vi è cenna ad una "tendenza più generale, forse irreversibile, verso la progressiva assimilazione dei due modelli" di responsabilità amministrativa e penale, "che tendono a confluire in una sorta di diritto sanzionatorio unitario, soprattutto in materia economica".

²⁵⁷ In tal senso P. Sorbello, *Il bis in idem nell'ordinamento penale italiano. Dal market abuse al diritto sanzionatorio tributario* in *Rivista trimestrale di diritto penale contemporaneo*, 2015, pp. 83 ss.

dal modello del pericolo astratto e dalla proliferazione di beni giuridici, in particolare sovraindividuali, che rendono difficoltoso il rispetto dei principi di necessaria offensività e sufficiente determinatezza²⁵⁸.

Una volta prescelta la tutela penale, infatti, il legislatore è vincolato all'adozione di una determinata tecnica nello strutturare la fattispecie mentre, come osservato da autorevole dottrina²⁵⁹, forme di tutela alternative consentirebbero una maggiore elasticità di previsione e potrebbero essere, di conseguenza, più idonee a fronteggiare certi fenomeni di comportamento socialmente dannosi meno agevolmente suscettibili di essere scolpiti in termini precisi.

Infatti, a fronte del terrorismo sanzionatorio che caratterizza gli abusi di mercato, non bisogna dimenticare che l'efficacia intimidativa di una sanzione dipende più che dal suo livello di severità, dalla certezza e prontezza dell'effettiva applicazione. Proprio tale riflessione confermerebbe l'adeguatezza della sanzione amministrativa come dimostra la stessa esperienza giudiziaria: in particolare nella stessa vicenda *Grande Stevens* in cui le sanzioni amministrative divennero definitive nel 2009 mentre il processo penale si concluse solo nel 2013 con la declaratoria di estinzione del reato per intervenuta prescrizione.

E' naturale, quindi, domandarsi perché la legge n. 62/2005 abbia perseguito lo scopo di duplicare le sanzioni sullo stesso fatto anziché imboccare il sentiero della depenalizzazione dei *market abuse* onde evitare contrasti con il principio del *ne bis in idem*. Il legislatore si adeguò alla richiesta dell'articolo 14 della MAD I di adottare sanzioni amministrative "efficaci, proporzionate e dissuasive", senza però rinunciare alla pena perché una simile opzione fu verosimilmente ritenuta pericolosa tenuto conto della diffusa avversione rispetto alla coeva riforma del diritto penale societario²⁶⁰ ed alle scelte politiche che avevano comportato un

²⁵⁸ Si veda G. Fiandaca-E. Musco, *Diritto penale. Parte generale*, Bologna, 2007, pg. 17 in cui è stato evidenziato come sia difficile individuare il bene giuridico "man mano che si passi da fattispecie poste a tutela dei classici beni individuali a quelle poste a protezione di interessi superindividuali" e come tale difficoltà impedisca di descrivere in maniera sufficientemente determinata le relative condotte lesive.

²⁵⁹ Primo fra tutti F. Bricola, *Rapporti tra dommatica e politica criminale in Rivista italiana di diritto e procedura penale*, 1988, pg. 18.

²⁶⁰ Tale riforma fu introdotto dapprima dalla legge delega 3 ottobre 2001 n. 366 a cui seguì il decreto legislativo 11 aprile 2002 n. 61.

restringimento sostanziale dell'ambito di applicabilità della norma penale in materia di false comunicazioni sociali.

A ben vedere, il principio del doppio binario ebbe un importante avallo nella sentenza *Spector Photo Group NV*²⁶¹ della Corte di giustizia dell'Unione europea che, sottolineando una profonda distonia tra gli indirizzi della Corte di Lussemburgo e quella di Strasburgo, stabilì il principio secondo cui *“la valutazione del carattere efficace, proporzionato e dissuasivo delle sanzioni amministrative previste dalla Direttiva 2003/6/CE non può dipendere da un'ipotetica sanzione penale ulteriore”*: in buona sostanza, anche in presenza di sanzioni penali, quelle amministrative dovevano essere irrogate in ossequio ai principi di efficacia, proporzionalità e dissuasività.

Sebbene attualmente l'impostazione di fondo sia sensibilmente mutata, anche grazie al ruolo propulsivo della giurisprudenza della Corte EDU, la materia degli abusi di mercato si presenta ancora ricca di insidie per gli Stati membri che, come l'Italia, sposano l'opzione del doppio binario sanzionatorio. Tuttavia in questo campo così nebuloso è possibile individuare un elemento di certezza: il precedente della sentenza *Grande Stevens* e l'osservanza del diritto eurounitario adottato sulla base dell'articolo 83 del TFUE, infatti, non lascerebbero più un ampio margine di discrezionalità al legislatore in ordine al tipo di tutela da apprestare alle fattispecie di *insider trading* e *market manipulation* posto che, a partire dal 3 luglio 2016, le condotte più gravi di abusi di mercato dovranno essere sanzionate con la pena detentiva, finanche con l'imposizione del minimo sulla cui base debba essere previsto il massimo edittale²⁶². Le problematiche, tuttavia, risiedono proprio nell'individuazione degli strumenti normativi atti al perseguimento di un duplice scopo: da una parte, la primaria necessità di assicurare un efficiente ed efficace presidio di tutela del mercato, dall'altra, il rispetto dei vincoli convenzionali, primo fra tutti il divieto di *bis in idem* che, come evidenziato in precedenza, è stato recidivamente messo in discussione dalle scelte legislative italiane.

²⁶¹ Corte di giustizia dell'Unione europea, 23 dicembre 2009, causa C-45/08.

²⁶² Ai sensi dell'articolo 7.2 della Direttiva 2014/57/UE *“gli Stati membri adottano le misure necessarie affinché i reati di cui agli articoli 3 e 5 siano punibili con la pena della reclusione per una durata massima non inferiore ad anni quattro”*.

1.1 Le “nuove” sanzioni amministrative e i limiti all’efficacia diretta del Regolamento

La fattispecie sanzionatoria, all’interno del Regolamento, è costituita dall’articolo 30, rubricato “Sanzioni amministrative e altre misure amministrative”. I vincoli punitivi abbracciano numerose infrazioni individuate attraverso la tecnica del rinvio a una serie di articoli del Regolamento che dettano la disciplina di prevenzione dei fatti di *market abuse*: viene imposta, in particolare, oltre alla sanzione amministrativa per gli abusi di mercato in senso stretto, cioè le condotte di abuso di informazioni privilegiate e di comunicazione illecita di informazioni privilegiate e di manipolazione del mercato, anche quella per le “violazioni minori”, cioè per le infrazioni degli obblighi in materia di prevenzione e individuazione di abusi di mercato, di comunicazione al pubblico di informazioni privilegiate, di elenchi di persone aventi accesso a informazioni privilegiate, di operazioni effettuate da persone che esercitano funzioni di amministrazione, controllo e direzione, di raccomandazioni di investimento e statistiche e, infine, ferma restando la facoltà degli Stati membri di prevedere anche ulteriori illeciti amministrativi, non indicati dal Regolamento, per la violazione dei doveri di collaborazione o per il mancato seguito dato nell’ambito di un’indagine, un’ispezione o una richiesta di cui all’art. 23, paragrafo 2.

All’indicazione delle specifiche violazioni che dovranno essere oggetto di tutela amministrativa, si aggiunge anche la previsione dettagliata, al paragrafo 2 dello stesso articolo 30 delle “sanzioni amministrative” e delle “misure amministrative” che le autorità competenti dovranno adottare in caso di infrazioni della disciplina regolamentare: si tratta di un’elencazione di strumenti assai eterogenei, che annoverano, ad esempio, misure ingiunzionali di inibizione di determinate condotte (lett. a), imposizione di obblighi restitutori di profitti realizzati o perdite evitate (lett. b), sanzioni interdittive temporanee o permanenti; in particolare, in una evidente ottica di maggiore armonizzazione punitiva tra gli Stati membri, il Regolamento interviene sulla determinazione del profilo quantitativo della sanzione pecuniaria da comminare, indicando tassativamente la misura del “minimo del massimo” edittale per le diverse infrazioni, secondo una tecnica

invalsa nelle Direttive che impongono obblighi di criminalizzazione ai sensi dell'articolo 82 Trattato di Lisbona.

Conseguentemente, occorrerà, ad esempio, adeguare le sanzioni amministrative pecuniarie attualmente comminate per le condotte di *insider trading* e manipolazione di mercato alla previsione regolamentare che impone un “minimo del massimo” pari ad almeno 5 milioni di euro per le persone fisiche, in luogo dell'attuale comminatoria massima di euro 3 milioni e ad euro 15 milioni o al 15% del fatturato per quelle giuridiche, ben al di sopra degli attuali massimi edittali fissati in 3 milioni per l'insider trading e in 5 milioni per l'aggiotaggio²⁶³.

E' noto come il termine fissato per l'entrata in applicazione del Regolamento e per l'adozione delle misure necessarie a conformarvisi sia stato il 3 luglio 2016.

Trattandosi, appunto, di un Regolamento, la regola generale dettata dall'articolo 288 TFUE è quella della diretta applicabilità “in ogni sua parte”, senza necessità di un previo atto interno di recepimento²⁶⁴.

Se così effettivamente fosse, la nuova disciplina sanzionatoria regolamentare dovrebbe sostituire quella attualmente vigente nel TUF, comportando una ridefinizione della tipicità degli illeciti amministrativi interni. La diretta applicabilità del Regolamento “in ogni sua parte”, inoltre, dovrebbe produrre, teoricamente, in mancanza di un intervento legislativo interno, una integrazione della risposta punitiva con le sanzioni e le misure amministrative specificamente imposte dall'articolo 30, nonché un ‘adeguamento’ degli edittali di pena a quelli più elevati previsti dal Regolamento come “minimo del massimo”.

Senonché, tale conclusione non sembra affatto percorribile nel caso in esame: è lo stesso Regolamento, infatti, a prevedere che determinate prescrizioni normative, tra le quali è annoverato anche l'articolo 30, non siano rivolte ai singoli

²⁶³ Per vero, l'articolo 187 *quinquies* prevede che in caso di profitto o prodotto illecito di rilevante entità, le sanzioni pecuniarie possano essere aumentate “fino a dieci volte tale prodotto o profitto”: ciò potrebbe rendere la risposta sanzionatoria conforme agli obblighi europei, in considerazione del fatto che l'articolo 30, § 2, alla lett. h) del Regolamento prevede altresì che il minimo del massimo possa essere determinato “nella misura del triplo dell'importo dei guadagni ottenuti o delle perdite evitate, se determinabili”. Tale previsione di una sanzione proporzionale pare porsi in contrasto con la contestuale indicazione - all'articolo 30, par. 2, lett. i) ss., nel senso di una comminatoria edittale graduata tra un minimo ed un massimo. La contraddizione potrebbe essere risolta considerando la sanzione proporzionale irrogabile solo qualora il profitto sia “determinabile”; nondimeno, tale modello sanzionatorio amministrativo ‘misto’ potrebbe presentare rilevanti problemi in termini di ragionevolezza della risposta punitiva.

²⁶⁴ Sull'argomento si veda M. Scoletta, *Doppio binario sanzionatorio* cit., pp. 220-224.

ma agli Stati membri, che hanno l'obbligo di adottare, entro il 3 luglio 2016, le misure necessarie per conformarsi al loro contenuto. Queste disposizioni del Regolamento, pertanto, sembrano dotate di contenuto meramente "direttivo", presupponendo espressamente un intervento attuativo degli Stati²⁶⁵. D'altra parte, a ben vedere, lo stesso contenuto sanzionatorio dell'articolo 30 non appare dotato di quel grado di precisione necessario ad attribuire carattere *self-executing* alla disposizione normativa, per almeno tre ordini di ragioni. In primo luogo, la norma in questione predispone un elenco generale delle misure e delle sanzioni amministrative che gli Stati membri sono tenuti a utilizzare nel predisporre l'arsenale punitivo delle diverse violazioni, senza tuttavia individuare la specifica risposta sanzionatoria per ciascun tipo di illecito, la cui concreta definizione è pertanto rimessa alla discrezionalità degli Stati membri²⁶⁶. In secondo luogo, la previsione, per ciascuna infrazione, dei "minimi del massimo" delle sanzioni amministrative pecuniarie non si presta, in caso di mancata o inesatta conformazione da parte del nostro legislatore, a una diretta applicazione correttiva "verso l'alto" dei massimi edittali attualmente vigenti: sia perché il dettato regolamentare appare sul punto piuttosto contraddittorio o quantomeno ambiguo, prevedendo, prima, che il "minimo del massimo" sia pari al triplo del profitto conseguito o della perdita evitata a seguito della violazione commessa e fissando, poi, delle soglie tassative minime, del massimo edittale, per ciascuna infrazione; sia perché, comunque, la previsione in esame, lungi dall'essere sufficientemente precisa e dettagliata in merito alla risposta sanzionatoria pecuniaria, si limita, appunto, a indicare il "minimo del massimo" della pena che i legislatori nazionali potrebbero ulteriormente derogare "verso l'alto". Infine, se si concorda sul fatto che

²⁶⁵ La stessa Corte di Giustizia, d'altra parte, riconosce espressamente l'eventualità che un regolamento lasci agli Stati membri il compito di adottare essi stessi i provvedimenti legislativi, regolamentari, amministrativi e finanziari necessari affinché le sue disposizioni possano essere applicate (cfr. CGCE, 27 settembre 1979, causa 230/78, Eridania); ha inoltre precisato la Corte che il margine di discrezionalità di cui godono gli Stati membri per l'adozione di misure di attuazione del regolamento può essere tale da escluderne la diretta applicabilità in capo ai singoli in assenza di misure di esecuzione adottate dagli Stati (cfr. CGCE, 11 gennaio 2001, causa C-403/98, Azienda Agricola Monte Arcosu); sul tema, v. P. Mori, *Rapporti tra fonti nel diritto dell'Unione europea. Il diritto primario*, Torino, 2010.

²⁶⁶ L'articolo 30, infatti, contempla nove diversi tipi di sanzioni amministrative, che complessivamente compongono l'arsenale punitivo messo a disposizione del legislatore nazionale. Al singolo Stato membro, dunque, spetta decidere, attingendo dalle misure indicate da legislatore eurounitario, come reprimere in concreto la singola condotta illecita.

tali norme regolamentari, essendo indirizzate agli Stati e non ai cittadini, assumono lo statuto sostanziale delle direttive, potrebbe trovare anche qui applicazione, per analogia, il principio generale secondo cui *“una direttiva non può di per sé creare obblighi in capo ad un soggetto e non può quindi essere fatta valere in quanto tale nei confronti dello stesso”*, dal quale la Corte di Giustizia ha ricavato il corollario secondo cui *“una direttiva non potrebbe nemmeno avere come effetto, di per sé e indipendentemente da una legge interna di uno Stato membro adottata per la sua attuazione, di determinare o aggravare la responsabilità penale delle persone che agiscono in violazione delle sue disposizioni”*²⁶⁷. Tale conclusione potrebbe essere estesa anche all’aggravamento della responsabilità amministrativa degli individui, che pure costituisce una modalità per far ricadere direttamente sui cittadini le conseguenze di un inadempimento dello Stato, mentre l’estensione degli effetti diretti alle norme contenute in direttive è normalmente funzionale ad attribuire agli individui i diritti che lo Stato avrebbe dovuto garantire attraverso la loro attuazione.

Pertanto, benché tutta la disciplina precettiva del Regolamento sia astrattamente dotata di diretta applicabilità e non necessiti di alcun atto di recepimento nell’ordinamento nazionale, essendo anzi vietata la “riproduzione” legislativa interna, che sortisce l’effetto di “nazionalizzare” la normativa europea²⁶⁸, si pone il problema, in caso di mancata o incompleta attuazione da parte dello Stato degli obblighi sanzionatori amministrativi imposti dall’articolo 30, della impossibilità di sanzionare le condotte che integrino violazioni della nuova normativa regolamentare. Appare infatti priva di fondamento giuridico, e contrastante con il principio di legalità, la possibilità di estendere automaticamente le sanzioni amministrative previste per gli illeciti amministrativi introdotti nell’ordinamento in attuazione della MAD I, cioè le sanzioni amministrative attualmente tipizzate nel TUF, alle corrispondenti violazioni del Regolamento, creando surrettiziamente dei nuovi illeciti amministrativi risultanti dal combinato disposto delle vecchie sanzioni nazionali e dei nuovi precetti regolamentari.

In conclusione, contrariamente a quanto si potrebbe ritenere in base alla regola generale dell’articolo 288 TFUE, il Regolamento UE 596/2014 non sembra

²⁶⁷ In questi termini Corte di giustizia dell’Unione europea, sentenza 3 maggio 2005, cause riunite C-387/02, C-391/02 e C-403/02, Berlusconi e altri.

²⁶⁸ Cfr. CGCE, 10 ottobre 1973, causa 34/73, F.lli Variola

dotato, secondo una parte della dottrina, di efficacia sanzionatoria diretta: in caso di mancato o inesatto recepimento dei vincoli sanzionatori entro il termine previsto per la sua entrata in applicazione le autorità nazionali competenti non potranno autonomamente né estendere i precetti amministrativi sanzionati nel TUF alle nuove o più ampie violazioni descritte nel Regolamento, né utilizzare nuove sanzioni o misure amministrative ivi previste o irrogare sanzioni pecuniarie amministrative più elevate di quelle comminate *ex lege* nell'ordinamento interno.

In sintesi, l'efficacia del Regolamento è subordinata all'intervento del legislatore nazionale, che è chiamato, esercitando una discrezionalità vincolata dal rispetto delle indicazioni e dei limiti quantitativi imposti dell'articolo 30, paragrafo 2, ad attribuire le sanzioni e le misure amministrative alle diverse violazioni delle condotte tassativamente descritte nel Regolamento, cioè a predisporre e a concretizzare, attraverso la tecnica del rinvio, l'appendice sanzionatoria della disciplina regolamentare.

2. Gli abusi di mercato nella rinnovata disciplina eurounitaria e la valenza trasversale della nozione di informazione privilegiata

Il rinnovato intervento eurounitario condensato nella Direttiva 2014/57/UE, nel Regolamento UE 596/2014 e nel Regolamento Delegato UE 522/2016²⁶⁹ fornisce all'interprete vari spunti di riflessione. Se da una parte, è certamente vero che ha affidato ai legislatori nazionali un non facile compito di adeguamento dell'assetto normativo vigente alle previsioni comunitarie, che spesso non brillano per chiarezza ed intellegibilità, d'altra parte ha il grande merito di aver gettato

²⁶⁹ Al fine di specificare le disposizioni del MAR, il Regolamento stesso 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.

In adempimento di tale mandato, il 17 dicembre 2015 la Commissione ha quindi adottato il Regolamento Delegato UE n. 2016/522 entrato in vigore contestualmente al MAR e che lo integra in una serie di elementi essenziali riguardanti: (a) l'esclusione di taluni organismi pubblici e delle banche centrali di paesi terzi dall'ambito di applicazione del MAR; (b) gli indicatori di manipolazione del mercato stabiliti nell'allegato I del MAR; (c) le soglie per la comunicazione di informazioni privilegiate da parte di partecipanti al mercato delle quote di emissione; (d) la specificazione dell'autorità competente per le notifiche dei ritardi nella comunicazione al pubblico di informazioni privilegiate; (e) le circostanze nelle quali l'emittente può consentire la negoziazione durante un periodo di chiusura; ed (f) i tipi di operazioni condotte da coloro che esercitano funzioni di amministrazione, di controllo o di direzione soggette a notifica.

nuovamente luce sul concetto di informazione finanziaria come interesse meritevole di tutela. Ciò quindi si risolve nel conferimento di un grande rilievo al tema dell'informazione privilegiata²⁷⁰. Il legislatore europeo, infatti, ha dedicato al concetto svariate previsioni, sia nella MAD II che nel MAR mostrando grande interesse alla nozione di informazione e occupandosi, altresì, della tipizzazione delle condotte penalmente rilevanti.

L'approccio teso alla valorizzazione della componente informativa insita in tutte le forme di abuso di mercato è sicuramente di pregio. Parlare di informazione privilegiata, infatti, non significa limitare il discorso esclusivamente alla disciplina dell'*insider trading*: a ben vedere, vi è infatti una stretta connessione anche tra manipolazione del mercato ed informazione finanziaria.

La fenomenologia dell'abuso di informazioni privilegiate non esclude la contemporanea applicazione della figura della manipolazione del mercato, ogni volta in cui si verifichi il compimento di operazioni finanziarie effettive sulla base del possesso di informazioni privilegiate, magari proprio a motivo della preparazione ed esecuzione della turbativa del mercato, ipotesi, quest'ultima, riconducibile al paradigma del cosiddetto *insider* criminale.

Anche la manipolazione è, dunque, contaminata dall'informazione privilegiata, non fosse altro perché solo colui che distorce il mercato conosce la condizione di alterazione dei prezzi dei titoli quotati da lui stessa creata.

Manipolare significa, infatti, diffondere informazioni false, o in via immediata, in quanto attuata con condotte dichiarative, o in via mediata, in quanto posta in essere con comportamenti operativi che, in quanto tali, contengono un'informazione fuorviante per gli altri attori del mercato. In breve, la nozione di informazione privilegiata è essenziale per entrambe le incriminazioni regine del diritto penale dei mercati finanziari, poiché ciascuno dei due tipi di condotta illecita determina una corruzione della qualità informativa del mercato e uno squilibrio informativo tra i vari operatori.

2.1 Informazione privilegiata e tutela penale

²⁷⁰ Sul tema si veda F. Consulich-F. Mucciarelli, *Informazione e tutela penale dei mercati finanziari nello specchio della normativa eurounitaria sugli abusi di mercato* in *Le società*, 2016, pp. 179-191.

Le fattispecie d'incriminazione che, stando alla Direttiva 2014/57/UE, costituiscono la risposta necessitata posta all'inadeguatezza della sanzioni amministrative²⁷¹ rispetto all'esigenza di presidiare l'integrità del mercato, la sua efficienza e il suo carattere integrato, nella prospettiva di rafforzare la fiducia degli investitori, tutti elementi essenziali per la crescita e il benessere economico, si impongono alcune considerazioni in ordine alla nozione di informazione privilegiata, che anche nell'ammagliatura normativa di nuova formazione mantiene intatto il suo valore pregnante.

I Considerando della MAD II e, soprattutto, quelli del MAR confermano la centralità della tutela del mercato inteso come luogo nel quale gli investitori operano: le condotte di abusi di mercato, riconosciuto il loro disvalore, vengono ritenute meritevoli della massima reazione punitiva poiché *“impediscono una piena ed effettiva trasparenza del mercato, che è un requisito fondamentale affinché tutti gli attori economici siano in grado di operare su mercati finanziari integrati”*²⁷².

Coessenziale a siffatta esigenza, che trovava compiuto assetto nei Considerando della MAD I, è la necessità 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”*²⁷³, eliminando *“le notevoli distorsioni della concorrenza derivanti dalle divergenze tra le normative nazionali”*²⁷⁴. In breve, al cospetto di un'operatività che fisiologicamente travalica i confini nazionali, la necessità dell'uniformità legislativa diviene requisito imprescindibile per evitare che operatori spregiudicati si avvalgano opportunisticamente delle differenze di disciplina, approfittando di quelle meno severe e comunque facendo leva sulle incertezze applicative e sulle lacune normative, destinate, le une non meno delle altre, a creare i presupposti per le temute e già citate *“notevoli distorsioni della concorrenza”*.

²⁷¹ Cfr. Considerando n. 5 della Direttiva 2014/57/UE.

²⁷² Così prevede il Considerando n. 7 del MAR.

²⁷³ Cfr. Considerando n. 4 del Regolamento.

²⁷⁴ Considerando n. 5 del MAR.

In tale contesto, il ruolo dell'informazione spicca nettamente, posto che essa rappresenta la base fondante del bagaglio conoscitivo degli attori economici i cui interessi si sostanziano, senz'altro, nella tutela del proprio patrimonio conoscitivo acchè questo non sia distorto attraverso la trasmissione di notizie decettive e che il meccanismo di determinazione dei prezzi degli strumenti finanziari non sia alterato dal compimento di operazioni simulate o artificiose. Infatti, se, per un verso, è indubitabile che le condotte genericamente riportabili sotto la categoria dell'abuso di informazioni privilegiate e di comunicazione illecita delle stesse consistono essenzialmente nel vantaggio conoscitivo dell'operatore derivante dal possesso consapevole della notizia non pubblica e che, invece, le condotte riportabili allo schema della manipolazione informativa del mercato vivono della disseminazione fra il pubblico di informazioni decettive, non sembra tuttavia revocabile che in entrambe le tipologie d'illecito a risultare cruciale, se si osserva il fenomeno da un punto di vista diverso, sia la condizione dei "partecipanti al mercato".

In entrambe le tipologie di *market abuse* è, infatti, il patrimonio conoscitivo di tali soggetti a venir pregiudicato: nell'ipotesi dell'*insider trading* in quanto carente di un elemento comunque rilevante, ovvero la notizia non pubblica di cui l'operatore dispone e sulla base della quale tiene le condotte vietate, in quelle di *market manipulation* perché alterata dalla presenza, all'interno del patrimonio conoscitivo stesso, di un'informazione falsa, idonea cioè a determinare un'inesatta valutazione.

Come noto, le fattispecie di manipolazione del mercato si sostanziano in un'offesa, sotto forma di lesione o di messa in pericolo, del bagaglio di informazioni di cui l'investitore dispone: tipicamente, nella figura-base, la diffusione della notizia non rispondente al vero importa un'alterazione della piattaforma conoscitiva dell'investitore stesso, compromettendone la sua capacità di assumere decisioni operative consapevoli. Non diversamente, stando alla attualmente vigente incriminazione *ex* articolo 185 del TUF, il compimento di operazioni simulate o la realizzazione di altri artifici: in entrambi i casi, infatti, oltre all'eventuale portata direttamente alterativa del prezzo dello strumento finanziario, la condotta vietata reca con sé un'informazione, seppure decettiva. I comportamenti vietati, nel momento stesso nel qual vengono realizzati, esprimono una necessaria componente

comunicazionale, nel senso che essi valgono anche come informazione, per un certo senso, di loro stessi. La circostanza che l'operazione simulata o artificiosa sia compiuta implica necessariamente che di essa vengano a conoscenza anche operatori diversi da quelli che vi hanno partecipato e ciò indipendentemente dalla comunicazione al mercato che di quella operazione stessa debba eventualmente essere fornita o concretamente data. La conclusione di essa stessa, infatti, diventa, a sua volta, un'informazione, entrando a far parte del patrimonio conoscitivo di coloro che non vi hanno preso parte, viene da costoro letta e interpretata e si trasforma per tal modo in un elemento potenzialmente costitutivo, o comunque condizionante, delle opzioni operative effettuate, o che troveranno compimento ad opera di questi ultimi. Ne viene definitivamente confermato che il nucleo concettuale della questione è rappresentato dalla nozione di informazione e, più esattamente, dalla sua disponibilità per il pubblico e dalla sua correttezza in quanto componente rilevante del patrimonio conoscitivo dei partecipanti al mercato. Sicchè una diffusione corretta e tempestiva delle informazioni, preservando un interesse specifico e concreto dell'investitore, assicura allo stesso tempo la tutela del mercato, inteso come luogo dove il risparmiatore si fa investitore: né può sfuggire il significato del Considerando n. 14 del Regolamento UE 596/2014 che richiama la figura dell'investitore ragionevole, avendo cura di sottolineare che egli *“basa le proprie decisioni d'investimento sulle informazioni già in suo possesso, vale a dire su informazioni disponibili precedentemente. Pertanto, per rispondere alla domanda se al momento di prendere una decisione di investimento, un investitore ragionevole terrà verosimilmente conto di una determinata informazione, occorre basarsi su quelle precedentemente disponibili”*.

Al di là del rilievo che tale indicazione assume nell'economia della definizione di informazione privilegiata con riguardo al profilo della materialità della stessa, si deve notare come il profilo delle conoscenze del partecipante al mercato riveste un ruolo straordinariamente significativo, con la conseguenza necessaria che eguale ruolo assume, nella prospettiva della tutela del mercato da comportamenti abusivi, la nozione di informazione.

In conclusione, non pare azzardato affermare che l'interesse dell'investitore si concretizza in un'informazione corretta, chiara, tempestiva e non fuorviante e

tendenzialmente completa, che gli permetta scelte razionali, *rectius* consapevoli, e che la protezione di tale interesse corrisponde a quella che viene chiamata tutela della correttezza e della integrità del mercato e della sua trasparenza rispetto all'esigenza di assicurarne/garantirne l'accessibilità da parte di un sempre più vasto numero di soggetti.

Il mercato o l'integrità dei suoi meccanismi devono, dunque, essere intesi come un travestimento verbale²⁷⁵ degli interessi informativi dei soggetti che partecipano agli scambi finanziari; solo facendo del concetto di mercato un "interesse di sintesi" siffatto si può fugare il rischio di edificare un diritto penale indifferente ai contenuti offensivi delle condotte tipizzate ed ottenere al contempo uno strumento esegetico fondamentale per delineare il confine, altrimenti assai incerto, tra abuso di mercati gravi e abusi di mercato non gravi, distinzione cruciale ai fini di una corretta gradazione tra sanzione amministrativa e penale.

2.1.1 Brevi cenni all'ampliamento della nozione di informazione privilegiata: dall' "influenza sensibile" all' "effetto significativo sui prezzi"

L'articolo 7 del Regolamento UE 596/2014 provvede alla definizione di informazione privilegiata, tenendo presente che anche altre disposizioni del medesimo Regolamento forniscono all'interprete ulteriori elementi euristici, di sicuro non marginali.

Il raffronto tra l'ancora vigente articolo 181 del TUF e il futuro prossimo, ovvero l'articolo 7 del MAR che, a partire dal 3 luglio ha finalmente trovato compimento, non svela differenze sostanziali nella nozione di informazione privilegiata. Alle già contemplate tipologie degli strumenti finanziari e degli strumenti derivati su merci di cui all'articolo 181 commi 1 e 2 del TUF²⁷⁶ a cui

²⁷⁵ Così F. Consulich- F. Mucciarelli, *Informazione e tutela penale* cit., pg. 182.

²⁷⁶ La norma, nella parte che qui rileva, così recita: "1. Ai fini del presente titolo per informazione privilegiata si intende un'informazione di carattere preciso, che non è stata resa pubblica, concernente, direttamente o indirettamente, uno o più emittenti strumenti finanziari o uno o più strumenti finanziari che, se resa pubblica, potrebbe influire in modo sensibile sui prezzi di tali strumenti finanziari.

2. In relazione ai derivati su merci, per informazione privilegiata si intende un'informazione di carattere preciso, che non è stata resa pubblica, concernente, direttamente o indirettamente, uno o più derivati su merci, che i partecipanti ai mercati su cui tali derivati sono negoziati si aspettano di ricevere secondo prassi di mercato ammesse in tali mercati" (...).

corrispondono le ipotesi dell'articolo 7 § 1 lettera a) e b) del Regolamento, oltre a una ulteriore specificazione in relazione ai derivati, viene aggiunta ora quella relativa alle quote di emissione o ai prodotti d'asta correlati che rinvia alla vendita all'asta delle quote di emissione dei gas a effetto serra, mentre la lettera d) del ricordato § 1 recupera, inserendola nel contesto iniziale, la fattispecie dell'informazione trasmessa dal cliente a persona incaricata dell'esecuzione di ordini relativi a strumenti finanziari. Così definito l'ambito degli oggetti cui deve riferirsi l'informazione, la definizione d'esordio ricalca anche nelle formule linguistiche quella attualmente fissata dall'articolo 181.1 del TUF, con due varianti, la prima delle quali consiste in una integrazione necessaria vista l'estensione ai derivati²⁷⁷.

Di maggiore rilievo l'altra variante, che si risolve nella sostituzione della storicamente consolidata e ormai risalente formula "*potrebbe influire in modo sensibile sui prezzi*" di cui al già citato primo comma dell'articolo 181 del TUF con quella "*potrebbe avere un effetto significativo sui prezzi*" che appare nella citata norma regolamentare.

Invero, quest'ultima clausola, in sé considerata, non appare, sul versante del suo valore semantico, fortemente innovativa. Se da un lato, si deve riconoscere che non esiste mai una perfetta sinonimia fra due parole e, ancora meno, fra due sintagmi, ben potendo la formula in discorso essere considerata un'unità linguistica, non è certo facile scorgere tra le due clausole destinate a succedersi una differenza contenutistica rilevante.

Incentrate entrambe sull'effetto che avrebbe sul prezzo la pubblicità della notizia, non sfugge, tuttavia, che è ben difficile rintracciare ambiti denotativi differenti rispettivamente designati dalle formule considerate, dal momento che l'insieme comprensivo delle notizie idonee a influire in modo sensibile non si presenta certo dotato di un perimetro segnatamente dissimile da quello contraddistinto dall'espressione di nuovo conio "avere effetto significativo". Anche ipotizzando che per tal via il legislatore eurounitario abbia inteso superare il dibattito sulla precisa identificazione del valore da attribuire alla nozione di

²⁷⁷ Stabilisce, infatti, l'ultima parte della lettera a) dell'articolo 7 §1 del Regolamento che si debba aver riguardo, nella valutazione dell'effetto della notizia, anche "*ai prezzi di strumenti finanziari derivati collegati*".

“influenza sensibile”²⁷⁸, è corretto prevedere che la più recente dizione non prometta esiti maggiormente sicuri sul piano dell’uniformità interpretativa e dei conseguenti esiti applicativi. Si potrebbe forse accreditare alla nuova clausola un collegamento meno stretto con il prezzo rispetto a quanto invece stabilito da quella che compare nell’ancor oggi vigente articolo 181 del TUF: e ciò argomentando a partire dal valore evocativo del termine “influire” che, congiunto alla nota modale insita nel lemma “in modo sensibile”, sembra suggerire una più diretta e immediata efficienza causale, seppur in termini prognostici, sul prezzo. L’impiego dell’aggettivo “significativo” riferito all’effetto pare, infatti, diversamente connotato da una valenza più generica, destinata a vincolare in forme meno stringenti l’interprete nel momento della valutazione, prognostica ancorchè postuma, circa l’idoneità dell’informazione a dispiegare l’effetto medesimo.

Sebbene il riferimento al prezzo sia comunque destinato a rimanere il cardine finale dell’apprezzamento, deponendo in tal senso il non flessibile canone della legalità, essendo indubitabile che la nozione di informazione privilegiata costituisca un estremo del fatto tipico punibile, la maggiormente approssimativa connotazione espressa dal termine “significativo” potrebbe permettere di introdurre direttamente nello spettro della definizione legale anche notizie concernenti, ad esempio, l’offerta o la domanda di strumenti finanziari, ferma restando l’esigenza di documentarne poi la probabile rilevanza sul prezzo degli stessi.

2.1.2 I caratteri dell’informazione privilegiata ai sensi del Regolamento UE 596/2014

L’articolo 7 § 2 del Regolamento ribadisce l’essenzialità della precisione e della specificità dell’informazione affinché la stessa possa dirsi tipica, ripercorrendo sostanzialmente la precedente definizione di cui si è già parlato, sicchè non sembrerebbe necessario alcun cenno in proposito.

E’, però, necessario notare che nel presente contesto il legislatore comunitario non ha fatto ricorso alla clausola che allude all’effetto significativo, mantenendo

²⁷⁸ Sul tema si veda A. F. Tripodi, *Informazioni privilegiate e statuto penale del mercato finanziario*, Cedam, 2012, pp. 248 ss.

invece il tradizionale riferimento evocativo all'influenza sensibile sul prezzo. Che si tratti di un difetto di coordinamento è ben possibile, ma all'interprete si pone la questione in termini diversi, che non ne permettono la soluzione facendo ricorso alla comodo via d'uscita di attribuire la diversa opzione a un mero errore nella fase meramente redazionale.

Richiamando ciò che si è argomentato in precedenza con riguardo al valore semantico attribuibile alla formula "effetto significativo", si potrebbe trovare, proprio nel mantenimento della clausola che più direttamente rimanda a un'incidenza prognostica diretta e immediata sul prezzo, un ulteriore elemento a sostegno della tesi che vede il requisito della specificità perfezionato soltanto nel caso nel quale possa trarsi una previsione univoca dall'informazione riguardo al segno, positivo ovvero negativo, circa l'effetto della notizia sul prezzo, una volta che essa venga resa pubblica. Tuttavia, già al cospetto dell'attuale assetto normativo ci si può chiedere come possa dirsi precisa e specifica una notizia che in egual modo accredita la probabilità di un effetto favorevole ovvero sfavorevole sul prezzo: a una situazione del genere s'attaglia, infatti, la qualifica di indeterminato, incerto, equivoco, termini ontologicamente opposti al concetto di specifico.

2.1.3 Il fenomeno del cosiddetto "processo prolungato"

Volendo analizzare un'ulteriore profilo di delicato apprezzamento nell'ambito della disciplina dell'abuso di informazioni privilegiate, come disciplinato dal legislatore europeo, si deve focalizzare l'attenzione sul cosiddetto processo prolungato²⁷⁹, fenomeno a cui il MAR appresta una specifica disciplina.

L'articolo 7 paragrafi 2 e 3, traendo origine dal Considerando n. 16 del medesimo Regolamento, prevede che le fasi intermedie di un processo prolungato siano considerate informazioni privilegiate quando rispondano ai requisiti di precisione tipizzati per queste ultime, fermo restando che, ai sensi del § 2 dell'articolo 7, *"nel caso di un processo prolungato, che è inteso a concretizzare, o che determina, una particolare circostanza o un particolare evento, tale futura*

²⁷⁹ Il quale, così come l'accessorio concetto di "tappa (o fase) intermedia", non solo non conosce una definizione nel corpo del MAR ma viene identificato attraverso il ricorso ad un lessico eccessivamente atecnico.

circostanza o futuro evento, nonché le tappe intermedie di detto processo che sono collegate alla concretizzazione o alla determinazione della circostanza o dell'evento futuri, possono essere considerate come informazioni di carattere preciso”.

Non può sfuggire il sussidio che l'interprete può trarre dalle indicazioni dei Considerando 16 e 17 del MAR, il primo dei quali stabilisce che se l'informazione concerne un processo che si svolge in più fasi, ciascuna di esse, così come il processo nel suo complesso, possono costituire informazione privilegiata tipica, precisando altresì che una fase intermedia possa essere costituita da una serie di circostanze o da un evento esistenti o che *“in una prospettiva realistica fondata su una valutazione complessiva dei fattori esistenti al momento pertinente, esiterà o si verificherà”*²⁸⁰.

E' sicuramente interessante notare, in relazione al concetto di effetto significativo di cui si è parlato, che in tale contesto l'entità dell'effetto sul prezzo degli strumenti finanziari non dovrebbe costituire oggetto di valutazione ai fini della caratterizzazione dell'informazione nel senso della sua eventuale rilevanza.

Estremamente eloquente si presenta, infine, l'elencazione con la quale il Considerando n. 17 del MAR suggerisce all'interprete tipologie di situazioni riconducibili allo schema della fase intermedia come, a titolo esemplificativo, lo stato di negoziazioni contrattuali, le condizioni contrattuali provvisoriamente convenute e le possibilità di collocamento di strumenti finanziari.

2.2 La manipolazione del mercato

Continuando il percorso esegetico in materia di abusi di mercato alla stregua delle indicazioni del legislatore eurounitario, attività che si impone in maniera ancora più pregnante all'indomani della scadenza del termine di recepimento della Direttiva 2014/57/UE e dell'entrata in vigore del Regolamento UE 596/2014, si devono prendere in considerazione ulteriori aspetti della fattispecie di manipolazione del mercato che si ritengono rilevanti.

²⁸⁰ Cfr. Considerando n. 16 del Regolamento in esame.

Occorre, tuttavia, fissare una premessa di metodo: l'Unione europea, infatti, dopo l'entrata in vigore del Trattato di Lisbona, è legittimata a formulare in autonomia un giudizio di necessità di pena con riferimento alle materie rientranti nelle proprie competenze. La MAD II costituisce un chiaro esempio di esercizio da parte dell'Unione di tale competenza penale indiretta, intesa come formulazione di precisi imperativi di intervento penale rivolti al legislatore nazionale. Per la verità ci si trova qui in presenza di una competenza che si fa sempre più diretta, se è vero che, nella materia di cui si tratta, il legislatore europeo si è spinto a disegnare con estrema precisione le condotte tipiche, anche sotto il profilo sanzionatorio. L'interprete della Direttiva non si trova, quindi, di fronte a norme di indirizzo, che dettino obiettivi da raggiungere ai legislatori nazionali, lasciandoli liberi di valutare mezzi alternativi, bensì a vere e proprie incriminazioni, dotate anche di una parziale comminatoria di pena.

La descrizione delle condotte manipolative è affidata all'articolo 5 della Direttiva 2014/57/UE di cui si è già discusso²⁸¹.

Essa, pur essendo un atto normativo che richiede una concretizzazione ad opera dei provvedimenti nazionali che ne recepiscono gli obiettivi, non è affatto generica nella descrizione del comportamento vietato, tanto da essere molto più analitica, e perciò paradossalmente più rispettosa dei canoni di precisione e determinatezza imposti dalla legalità penale, dello scarno disposto dell'articolo 185 del TUF attuale. La tassonomia di ipotesi di turbativa del mercato, contenuta al § 2 dell'articolo 5, è comunque ben riassunta nella descrizione della lettera a), che si esprime in termini onnicomprensivi qualificando come manipolazione un' "operazione, ordine di compravendita o qualsiasi altra condotta", se fornisce informazioni decettive oppure fissa il prezzo di uno o più strumenti finanziari ad un livello anormale.

La Direttiva sembra quindi sostituire alla distinzione tra manipolazione informativa e operativa, invalsa nel nostro sistema penale alla luce della fattispecie criminale di cui all'articolo 185 e di quella amministrativa prevista dall'articolo 187 *ter* del Testo unico finanziario, quella tra condotte decettive, attuate tramite

²⁸¹ Per un ulteriore approfondimento sull'argomento si veda F. Consulich, *Manipolazione dei mercati e diritto eurounitario* in *Le società*, 2016, pp. 203-216.

operazioni negoziali o tramite comportamenti dichiarativi che ingannano le controparti, e condotte di orientamento del prezzo in via diretta. La criminalizzazione di questo secondo tipo di ipotesi fuga ogni dubbio sulla rilevanza delle condotte riconducibili alla locuzione di *price positioning*, le quali venivano ritenute lecite da parte della dottrina, essenzialmente perché le transazioni in cui consistevano tali operazioni venivano effettivamente poste in essere dalle parti coinvolte. Ovviamente il riferimento alla fissazione del prezzo di uno o più strumenti finanziari ad un livello ritenuto anormale, deve essere inteso *cum grano salis*. La disposizione fa riferimento al concetto di prezzo anormale, sicché, nell'impossibilità di identificare il prezzo normale, è evidente che ai fini penalistici le condotte di *price positioning* vadano ritenute illecite se accompagnate, se non da comportamenti decettivi, quanto meno da una qualità dissimulativa. E' quest'ultima che rende anomalo il risultato conseguito sul prezzo in quanto è opaco per gli altri investitori il complesso di fattori che lo ha determinato. Se la manipolazione è attitudine ingannatoria della condotta, le operazioni che pure destabilizzano il prezzo di un titolo non sarebbero tuttavia illecite quando siano accompagnate da un tasso di trasparenza tale da neutralizzarne ogni connotazione di fraudolenza. Si potrebbe fare l'esempio di una manipolazione attuata mediante l'abuso di un potere di mercato: si tratterebbe di un comportamento lecito, perché non artificioso se esposto allo sguardo degli altri investitori, quando cioè l'impennata di un titolo, o il suo crollo, non possa essere confuso con un rialzo o un ribasso dovuto ad un effettivo aumento o diminuzione di interesse da parte del mercato nel complesso, ma sia invece chiaro che la variazione consegue ad un unico, rilevante, ordine di acquisto o vendita.

La manipolazione risultante dalla descrizione di cui alla lettera a) del § 2 citato, finisce per ricomprendere le condotte descritte nelle lettere successive del medesimo paragrafo. Il comportamento descritto alla lettera b)²⁸² descrive una condotta che incide sì sui prezzi, ma attraverso l'impiego di modalità comportamentali decettive; la lettera c), invece, si riferisce a operazioni che

²⁸² L'articolo 5 § 2 lettera b) della MAD II fa riferimento alla: "*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*".

determinano un effetto sul prezzo, ma mediante la diffusione di informazioni false, quindi ingannevoli. Ne deriva che la decettività è la chiave di lettura di tutte le forme di manipolazione descritte dal legislatore eurounitario: il carattere saliente di questa può essere individuato nell'effetto perturbativo della condotta sulla capacità informativa dei prezzi. E' agevole, dunque, sottolineare ancora una volta la nota comunicativa che accomuna le varie fattispecie di *market abuse*, con una precisazione: nella manipolazione, a differenza dell'abuso di informazioni privilegiate, il soggetto attivo mira ad apparire il più possibile sul mercato, a non celare affatto la sua attività di *trading*; egli non nasconde dunque l'operazione, ma si sovraesponde per far credere al mercato di disporre di un'informazione esclusiva.

Nei mercati finanziari la comunicazione non transita solo attraverso una forma dichiarativa, ovvero la diffusione di comunicati al pubblico o dichiarazioni alla stampa, ma anche mediante una modalità operativa, per così dire, mediante *facta concludentia*: l'aspetto comunicativo delle operazioni di mercato è una delle chiavi di lettura più comuni per spiegare l'impatto sul prezzo di alcune pratiche manipolative basate su operazioni effettive. In una situazione in cui gli operatori nutrono una diversa percezione del valore di uno strumento finanziario, il manipolatore è in grado di agire sulla rappresentazione che gli altri si costruiscono in ordine alle attività finanziarie che egli ha compiuto. Si pensi, ad esempio, alle pratiche di manipolazione basate sulla componente comunicativa della transazione finanziaria simulata, come i *matched orders*²⁸³, in cui sono l'identità degli operatori della transazione e la quantità di titoli effettivamente scambiati a venire celate agli altri operatori. Non solo: si considerino anche le turbative che mirino ad incidere direttamente sul prezzo di uno strumento finanziario. Anche laddove la manipolazione assuma le forme della fissazione ad un livello anomalo o artificiale del prezzo di uno o più strumenti finanziari, o di un contratto a pronti su merci collegato, essa non cessa di condividere con le altre ipotesi la natura di comportamento comunicativo e distorsivo dell'informazione presente sul mercato. Al di là del fatto che si tratta di comportamenti poco frequenti per il potere di mercato che presuppongono, essi sono resi possibili dal nascondimento di tale

²⁸³ Con tale locuzione si fa riferimento al compimento di operazioni incrociate di segno uguale e contrario.

condizione di vantaggio del manipolatore agli occhi degli altri operatori, sicchè, in definitiva, ci si trova al cospetto di una diversa forma di disinformazione del mercato.

L'abuso di condizioni di mercato si presenta, esteriormente, come la pura esecuzione di transazioni da parte di soggetti che abbiano dimensioni rilevanti in rapporto agli altri operatori, ma acquista rilevanza penale quando si accompagna ad una complessiva attività di occultamento e, quindi, di falsificazione della reale situazione finanziaria. E così la rappresentazione che gli investitori si formano della realtà degli scambi viene alterata mediante il nascondimento della situazione di monopolio da cui il mercato è affetto; non si tratta, però, di rendere penalmente rilevante il mero silenzio tenuto da un operatore sui propri affari: il punto è che in questo caso viene celata una condizione strutturale degli scambi che rende iniquo ogni successivo contratto sottoscritto dagli investitori che vi accedono. Il manipolatore può permettersi di fissare le condizioni di negoziazione di uno o più titoli solo grazie alle proprie dimensioni "fuori scala" rispetto alla media degli operatori del mercato, ma egli però deve tener celate le proprie dimensioni, affinché le possibili controparti contrattuali, avvedendosene, non fuggano da quel mercato non equo. L'artificio assume, quindi, anche nelle manipolazioni basate sullo sfruttamento di un potere di mercato, l'aspetto del nascondimento di un'informazione rilevante, che muta il senso complessivo della situazione del mercato di uno o più titoli. Il nascondimento ha, cioè, lo stesso effetto ingannevole di una condotta fraudolenta di diffusione di notizie false, poiché in entrambi i casi il mercato percepisce una situazione alterata della realtà e, fuorviato da questo errore, raggiunge un equilibrio allocativo degli investimenti complessivamente inefficiente.

In definitiva, ciò che rende artificiosa la condotta sul mercato finanziario è la capacità di inviare, in qualsiasi modo, falsi segnali al pubblico degli investitori, anche tramite operazioni in sé perfettamente lecite: l'artificio si concretizza certamente in una condotta capace di alterare dei prezzi, ma la sua nota connotativa consiste nell'essere un comportamento opaco, dotato dell'attitudine ad ingannare il pubblico dei risparmiatori.

Deriva da ciò che il mantenimento di una distinzione tipologica tra manipolazione informativa e operativa si presenta, in fondo, come una deferenza alla tradizione piuttosto che uno strumento dotato di reale portata euristica: ciò che importa è la componente disinformativa della condotta manipolativa, patologica in quanto diffusiva di segnali decettivi e fuorvianti per il pubblico degli investitori.

L'impostazione seguita dal legislatore europeo, che intende per ampi tratti la manipolazione come condotta di disinformazione finanziaria, appare del tutto corretta, soprattutto se letta con le lenti del penalista e dell'esperienza del nostro sistema di delitti a tutela dell'integrità del mercato: tra le varie forme di manipolazione vi è un comune denominatore, costituito dalla rappresentazione fraudolenta dello stato degli scambi.

2.2.1 La disciplina regolamentare nella definizione della manipolazione del mercato

Il Regolamento riveste un ruolo non indifferente nel delineare, anche ai fini penali, il sistema di contrasto alla manipolazione del mercato. Per quanto la fonte normativa in questione non vada a distinguere tra casi gravi di turbativa del mercato, meritevoli di sanzione penale, e casi lievi, da trattare in sede amministrativa, è certamente vero che il contributo in termini di tipizzazione delle condotte penalmente rilevanti è significativo: esso disegna il *genus* di comportamenti da ricondurre al concetto di manipolazione, da cui la Direttiva trae poi la *species* di quelli penalmente proscritti. Si legge, all'articolo 12 § 1, un elenco di condotte sostanzialmente coincidenti con quelle di cui all'articolo 5 della MAD II; vi è però poi un'indicazione di ulteriori operazioni al secondo paragrafo della norma citata, che lo stesso Regolamento pare non considerare esaustive: si indica infatti che le stesse sono, tra le altre, da qualificare come manipolative²⁸⁴.

²⁸⁴ Il Regolamento si riferisce esplicitamente ad operazioni di: a) acquisto di posizione dominante sull'offerta o sulla domanda di uno strumento finanziario, che comporti la fissazione dei prezzi di acquisto o di vendita o ponga in atto altre condizioni commerciali non corrette; b) acquisto o vendita di strumenti finanziari o prodotti assimilati all'apertura o alla chiusura del mercato, con l'effetto, anche solo probabile, di fuorviare gli investitori; c) inoltro di ordini in una sede di negoziazione che producano segnali falsi o fuorvianti o fissino i prezzi a livelli anomali o artificiali; d) accesso ai mezzi di informazione diffondendo una valutazione su uno strumento finanziario o prodotto assimilato dopo aver precedentemente preso delle posizioni su di essi, beneficiando successivamente

Si può affermare che tali tipologie comportamentali rappresentino la specificazione delle più generali categorie contenute al paragrafo 1 dell'articolo 12 del Regolamento e all'articolo 5 della Direttiva e che, al contempo, ricordano da vicino all'interprete italiano, seppure in parte, quelle pratiche manipolative indicate, a suo tempo, dalla Consob nella nota comunicazione del 29 novembre 2005 n. DME/5078692²⁸⁵, la quale ha per lungo tempo costituito una sorta *legenda* per l'applicazione dell'incriminazione di manipolazione del mercato, assumendo la funzione di elemento integrativo della fattispecie penale.

Volendo trarre delle conclusioni di sintesi, emerge che la manipolazione non è sempre un comportamento finanziario, vale a dire ambientato nel mercato, ma è semplicemente *market oriented*, cioè ben può essere integrata in un contesto estraneo agli scambi mobiliari: ciò che rileva è che abbia, anche in via mediata un impatto sul mercato. Si tratta, però, a ben vedere, di un dato che si pone in continuità con la normativa italiana, posto che l'articolo 185 del TUF non richiede necessariamente il compimento di un'operazione finanziaria, sicché possiamo dire che, come nel 2005, e ancor prima nel 2003 con la prima direttiva sugli abusi di mercato, la manipolazione è un comportamento "anfibia", che può ben vivere fuori e dentro il mercato.

Riconosciuta la sua natura ubiquitaria, dunque, essa è spesso, in sé, un comportamento indefinito, una condotta qualificata dall'effetto più che da note intrinseche, dall'incisione sul prezzo di uno strumento finanziario o contratti a questi collegati. In qualche modo, quindi, è possibile affermare che la manipolazione si riconosce dai connotati del suo oggetto, il prezzo dello strumento finanziario manipolato, e non dalle caratteristiche dell'azione perturbativa. Questa,

dell'impatto della valutazione diffusa sul prezzo di detto strumento, senza aver contemporaneamente comunicato al pubblico l'esistenza del conflitto di interessi; e) acquisto o vendita sul mercato secondario, in anticipo sull'asta, 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 stessa.

E' da segnalare, inoltre, che il MAR, nel definire la manipolazione del mercato, ricomprende anche gli ordini negoziazione effettuati attraverso mezzi elettronici, come le strategie di negoziazione algoritmiche e ad alta frequenza.

²⁸⁵ Tale comunicazione aveva ad oggetto: "Esempi di manipolazione del mercato e di operazioni sospette indicati dal Committee of European Securities Regulators (CESR) nel documento "Market Abuse Directive. Level 3 - First set of Cesr guidance and information on the common operation of the Directive". Istruzioni per la segnalazione di operazioni sospette".

come colto dal legislatore, non è riconoscibile *ex ante*, potendo consistere in una condotta di qualsiasi tipo, finanziario e non finanziario.

Quando uno strumento finanziario viene manipolato esso possiede una caratteristica intrinseca, ovvero di incorporare nel proprio prezzo una qualità decettiva, ingannatoria per il pubblico degli operatori attuali e potenziali del mercato di riferimento.

Anche nel nostro sistema penale, d'altra parte, il legislatore non aveva potuto fare altro che confezionare una norma ad analogia esplicita per punire l'aggiotaggio, affiancando alla diffusione di informazioni false e al compimento di operazioni simulate la locuzione "altri artifici" non espressamente definiti.

Per riconoscere un prezzo manipolato e, dunque, la presenza di una condotta manipolativa e quindi di un pericolo per il mercato, occorre rifarsi all'indicatore, trasversale agli abusi di informazioni privilegiate e manipolazione del mercato, dell'investitore ragionevole, da intendere quale giudizio di prognosi postuma da condurre sul comportamento che avrebbe tenuto il mercato in presenza di un'informazione totale e corretta. Se fuorviare e ingannare esprimono la natura intrinseca del manipolare, è necessario allora procedere ad una valutazione prognostica controfattuale per comprendere come si sarebbe comportato il mercato in presenza di un prezzo realmente informativo.

In conclusione, l'illiceità della *market manipulation* dipende dalla possibilità per gli investitori razionali di dare una corretta lettura ad un comportamento dotato di rilevanza finanziaria, in altro modo: dalla qualità dell'informazione finanziaria inoculata nel mercato eseguendo un'operazione o tenendo una qualsiasi condotta avente un impatto sugli scambi.

3. Risvolti organizzativi della disciplina in materia di *market abuse*

Chiarita l'importante valenza del concetto di informazione privilegiata, si presenta un interessante spunto di riflessione circa l'analisi della dimensione organizzativa degli emittenti. La necessità per questi ultimi di adottare un apparato organizzativo e procedurale funzionale a garantire l'adempimento degli obblighi

prescritti dalle norme di varia natura che ne governano l'agire, infatti, costituisce un *fil rouge* che percorre, con evidenza, l'intero ordinamento finanziario. Un altro significativo momento di emersione, più in generale, del fattore organizzativo inerisce alla sfera di responsabilità amministrativa degli enti dipendenti da reato, che nel nostro ordinamento trova una nebulosa previsione nel decreto legislativo n. 231/2001, nell'ambito della quale il Regolamento UE 596/2014 conferma *per tabulas* la centralità della componente organizzativa quale elemento di *policy* normativa e regolamentare.

Premesso ciò, si deve rilevare come, in seguito all'intervento del legislatore eurounitario del 2014, si sia inaugurata una fase di perfezionamento delle strategie comunitarie di contrasto ai fenomeni ascrivibili agli abusi di mercato volta a completare ed aggiornare il quadro giuridico europeo a tutela dell'integrità del mercato.

Tra gli innumerevoli profili di interesse che emergono dall'analisi di un articolato normativo così complesso e trasversale, quello attinente alla dimensione organizzativa degli emittenti si ritiene meritevole di approfondimento in virtù di due ordini di motivi: anzitutto, a differenza della previgente disciplina, il nuovo assetto regolamentare contribuisce a sottolineare con chiarezza il ruolo e l'importanza, nella prospettiva della gestione dell'informativa societaria, dell'aspetto organizzativo e procedurale degli emittenti; in secondo luogo, l'emersione del profilo organizzativo anche in questo ambito aggiunge un ulteriore tassello a un *trend* oramai consolidato delle politiche di regolazione dei fenomeni d'impresa e, in particolare, degli operatori finanziari.

La disciplina di diritto comune applicabile alle società prevede già, peraltro, che gli organi delegati curino, ai sensi dell'articolo 2381 del codice civile, "l'assetto organizzativo, amministrativo e contabile, e che il consiglio di amministrazione nella sua interezza valuti l'adeguatezza di tale assetto rispetto "alla natura e alle dimensioni dell'impresa". E' proprio in questi termini che si rivela come l'attività gestoria consti tanto del compimento degli atti che connotano il divenire commerciale dell'impresa all'esterno, quanto della predisposizione, interna, di

assetti organizzativi idonei ad assicurare l'ordinato compimento di detti atti, oltre che della dotazione di mezzi e strumenti adeguati per la loro realizzazione²⁸⁶.

L'elemento organizzativo, quindi, emerge ad un primo livello, sul piano del principio di diritto comune relativo agli obblighi degli amministratori. All'interno del perimetro dell'ampia e generica attività di definizione e di valutazione pare possano allora collocarsi diversi e multiformi profili, quali, ad esempio, quelli dettati da discipline speciali, tra le quali rientra certamente l'informazione societaria. Se si ammette, inoltre, che la disciplina della gestione delle informazioni sensibili costituisca una precisa, benchè parziale, declinazione del più generale obbligo degli amministratori di cui all'articolo 2381 c.c., deve allora rilevarsi come la stessa reagisca sotto il profilo della responsabilità dell'organo amministrativo, che sarà chiamato a rispondere nei confronti della società e dei soci dei danni che possono scaturire dall'inadeguata o negligente predisposizione di architetture, regole e procedure volte a prevenire e contestare, nella specie, i fenomeni di abusiva comunicazione di informazione privilegiata.

La normativa sugli abusi di mercato, a ben guardare, si riteneva potesse porsi in posizione dialettica rispetto alla disciplina di diritto comune in materia di amministratori già a far data dalla prima Direttiva 2003/6/CE. Il collegamento funzionale tra le due discipline, che si pongono in rapporto di specialità è reso oggi, alla luce del nuovo Regolamento, ancora più evidente.

Un altro, significativo momento di emersione del fattore organizzativo si registra con riguardo alla disciplina sulla responsabilità amministrativa degli enti dipendente da reato *ex* decreto legislativo 231/2001.

Lungi da chi scrive l'intento di trattare tutti gli aspetti della materia in questione, è degno di nota, in tale contesto, il collegamento funzionale con la disciplina degli abusi di mercato, le cui fattispecie illecite dell'abuso di informazione privilegiata e della manipolazione del mercato costituiscono reati presupposto per l'applicazione della responsabilità della persona giuridica, il che rende intimamente connessi, e in taluni casi sovrapposti, gli obblighi di natura organizzativa e procedurale dell'una e dell'altra specie.

²⁸⁶ Così F. Annunziata, *Riflessi organizzativi della rinnovata disciplina in materia di market abuse* in *Le società*, 2016, pp. 169-177.

A fortiori bisogna considerare che, se da un lato, non si può dire che il portato della ridefinizione della disciplina in analisi abbia carattere interamente innovativo quanto, in particolare, alle incombenze di natura procedurale che, in verità, paiono riprodurre uno schema già noto che si snoda tra informazione privilegiata, passando per i divieti, le esenzioni fino a giungere alle pratiche ammesse ed agli obblighi di comunicazione al pubblico, dall'altro, non si possono nemmeno trascurare le implicazioni che la modifica dell'ampiezza di alcune di esse, come il caso della nozione di informazione privilegiata, provochi sotto il profilo organizzativo ai vari destinatari richiamati dalla norma.

Un istituto, la cui analisi si propone a titolo esemplificativo, che riunisce in sé tanto elementi di novità rispetto al regime previgente, quanto riflessi di natura organizzativa, è rappresentato dalla fattispecie di condotta legittima prevista dall'articolo 9 del Regolamento. In questo caso, tra l'altro, si registra una particolare e rinnovata efficacia degli assetti organizzativi ivi richiamati con riguardo ai profili di responsabilità e di configurazione della fattispecie illecita.

Anche con il MAR il legislatore comunitario ha adottato lo schema regolamentare che segue la cadenza del rapporto regola-eccezione, a fronte del quale è previsto uno specifico abbinamento tra una o più fattispecie illecite e, al ricorrere di determinate circostanze, altrettanti casi di esenzione o di disapplicazione.

In particolare, all'articolo 9 paragrafo 1, il Regolamento stabilisce che non si possa desumere che una persona giuridica in possesso di informazioni privilegiate abbia commesso un abuso ai sensi dello stesso regolamento *“sulla base di un'acquisizione o di una cessione qualora tale persona giuridica: a) abbia stabilito, attuato e mantenuto disposizioni e procedure interne adeguate ed efficaci e atte a garantire effettivamente che né la persona fisica che ha preso la decisione per suo conto di acquisire o cedere strumenti finanziari cui le informazioni si riferiscono, né nessuna altra persona fisica che possa aver influenzato tale decisione fossero in possesso delle informazioni privilegiate”*²⁸⁷.

²⁸⁷ La norma prosegue con il punto b) del paragrafo 1 che cita come la persona giuridica *“non abbia incoraggiato, raccomandato, indotto o altrimenti influenzato la persona fisica che ha acquisito o ceduto per conto della persona giuridica strumenti finanziari cui le informazioni si riferiscono”*.

In via preliminare va notato come il riferimento alla persona giuridica, insieme a quello sulle operazioni di acquisto o vendita di strumenti finanziari posto in essere da una persona fisica per conto della prima, potrebbe far presumere, in sede di prima interpretazione, che la disposizione sia destinata prevalentemente, se non addirittura esclusivamente, agli intermediari finanziari piuttosto che agli emittenti.

Sotto il profilo del presupposto per il riconoscimento della presunzione esimente, è necessario che l'intermediario per cui sia stato appurato il possesso di informazioni privilegiate, laddove abbia eseguito operazioni di acquisto o vendita di strumenti finanziari cui dette informazioni si riferiscono, dimostri di aver adottato al proprio interno ogni soluzione possibile atta ad impedire che la persona fisica che ha preso la decisione per suo conto entri in possesso e possa usufruire dell'informazione privilegiata. In altre parole, nel delineare i confini di illiceità delle condotte in materia di abusi di mercato, il legislatore del 2014 ha avuto cura di introdurre una presunzione in favore di particolari soggetti, verosimilmente intermediari che operano in strumenti quotati, per una serie di operazioni che, ancorchè astrattamente ascrivibili fra le condotte vietate, non presenterebbero evidenti elementi di anomalia o, in alcuni casi, perseguirebbero persino finalità ritenute compatibili con lo scopo della norma.

Alla luce del tenore della condotta legittima di cui al paragrafo 1 dell'articolo 9 del MAR non solo è possibile affermare che i rimedi e gli accorgimenti di natura organizzativa e procedurale nella gestione interna delle informazioni privilegiate assumono una dimensione chiara ed esplicita nell'ambito del nuovo quadro normativo ma addirittura che gli stessi assurgono a quasi-esimenti²⁸⁸, laddove introducono una presunzione di mancato utilizzo delle informazioni privilegiate e, quindi, di mancata configurazione dell'abuso, nelle forme dell'*insider trading* o del tentativo di abuso di informazioni privilegiate, della raccomandazione ad altri di abusare di informazioni privilegiate o dell'induzione ad abusare delle stesse e della comunicazione in modo illecito di informazioni privilegiate, se l'assetto

²⁸⁸ Tali circostanze non sono di certo assimilabili alle esenzioni, i cosiddetti *safe harbours*, rappresentate dai piani di riacquisto delle azioni proprie e dalla stabilizzazione, o dall'esclusione delle pratiche di mercato ammesse, ma pur sempre di notevole rilevanza.

organizzativo-procedurale è idoneo a garantire la segretezza e la corretta gestione delle informazioni sensibili.

Il dettato dell'articolo 9, infine, indica, al paragrafo 2, una serie di ulteriori circostanze o condizioni in presenza delle quali si presume che l'agente non abbia utilizzato informazioni privilegiate e quindi non abbia commesso l'abuso, fra cui l'aver agito "*legittimamente nel normale esercizio delle proprie funzioni, in ragione di determinati uffici o ruoli, quali quelli di market maker, di controparte o persona autorizzata od anche di una professione*". Per tali ulteriori fattispecie di condotta legittima si riscontra la medesima efficacia, sotto il profilo della presunzione esimente, dell'ipotesi di cui al § 1 non incidendo, tuttavia, sugli aspetti di natura organizzativa dei destinatari della norma.

4. Il superamento del doppio binario sanzionatorio e le possibili risposte del legislatore italiano

Così ricostruito l'assetto normativo delineato dal legislatore eurounitario, è evidente come i germi di un processo di razionalizzazione e di semplificazione dei vari ordinamenti nazionali, chiaramente orientati in funzione di garanzia, sembrerebbero necessariamente coinvolgere il progressivo abbandono della logica del doppio binario sanzionatorio lungo il quale viaggia il sistema repressivo italiano in materia di *market abuse* e non solo²⁸⁹.

Il raggiungimento di una siffatta situazione impone di riflettere sui vincoli al rispetto del principio convenzionale del *ne bis in idem* punitivo e sulle opzioni praticabili dal legislatore italiano, oltre che sul ruolo della giurisprudenza che riveste una funzione di supplenza giudiziaria sempre più pregnante, dinanzi all'inerzia legislativa.

Infatti, l'obbligo di scongiurare la violazione del principio fondamentale del divieto di *bis in idem* si risolve, in primo luogo, nell'esigenza di tracciare un confine chiaro e razionale tra illeciti penali e illeciti amministrativi di abusi di mercato. Da

²⁸⁹ Il legislatore italiano, infatti, ha scelto di adottare il cosiddetto doppio binario "in senso ampio", inteso come il duplice livello di tutela, penale e amministrativo, che caratterizza significativi settori della legislazione penale, come quello degli abusi di mercato e il doppio binario "in senso stretto", rappresentato dal binomio pene-misure di sicurezza.

qui la necessità di definire in modo tendenzialmente netto le rispettive aree di tipicità, cosicchè possa risultare evidente, fin da subito, la giurisdizione presso la quale incardinare il procedimento sanzionatorio, facilitando al contempo i meccanismi di coordinamento tra le autorità competenti. In tutti i casi astrattamente suscumbibili nelle fattispecie penali di *market abuse*, strutturalmente speciali rispetto ai corrispondenti illeciti amministrativi, l'autorità amministrativa dovrà quindi cedere il passo all'autorità giudiziaria: la successiva definizione del processo penale precluderà la possibilità di giudicare nuovamente il fatto nella diversa prospettiva della illiceità amministrativa. In questo contesto, la fondazione della illiceità penale sulla sussistenza di elementi di incerta verificabilità *ex ante*, nella fase della contestazione dell'illecito, e di problematico accertamento *ex post*, nella fase dibattimentale del processo, rischia di rendere estremamente aleatoria qualsiasi forma di tutela punitiva rispetto alle condotte di abuso di mercato: in caso di mancato accertamento probatorio dell'elemento differenziale del fatto penalmente rilevante, cioè dell'elemento che fonda la particolare gravità dell'abuso di mercato, infatti, la condotta rimarrebbe completamente priva di sanzione, anche qualora risultassero integrati tutti gli elementi tipici dell'illecito amministrativo, proprio perché il principio del *ne bis in idem* impedisce una ri-contestazione dello stesso fatto a diverso titolo.

Nella strutturazione del nuovo sistema integrato di tutela punitiva delle fattispecie di abuso di informazioni privilegiate e manipolazione del mercato, pertanto, il legislatore nazionale dovrà tenere adeguatamente conto di tali profili problematici a rischio, altrimenti, di indebolire anziché rafforzare “*il rispetto delle norme intese a prevenire e combattere gli abusi di mercato*”²⁹⁰.

Alla luce di quanto considerato, dunque, l'assetto repressivo attualmente vigente nel nostro ordinamento giuridico dovrà essere profondamente rivisitato per recepire i nuovi obblighi di criminalizzazione. In concreto, l'adeguamento dell'impianto sanzionatorio interno ai vincoli europei di tutela penale può essere attuato attraverso almeno tre strade alternative²⁹¹.

²⁹⁰ Cfr. Considerando n. 5 della Direttiva.

²⁹¹ Sull'argomento si veda M. Scoletta, *Doppio binario sanzionatorio* cit., pp. 229-231.

In primo luogo, il legislatore potrebbe percorrere l'opzione della tutela penale minima imposta dalle fonti normative europee, recependo pedissequamente le indicazioni basilari della Direttiva funzionali alla realizzazione di un regime comune di sanzioni penali tra gli Stati membri dell'Unione: ciò comporterebbe, rispetto all'assetto sanzionatorio attualmente previsto dal TUF, da un lato, la depenalizzazione delle ipotesi base di abusi di mercato, le quali continuerebbero ad essere punite solo sul piano amministrativo e sarebbero pertanto consegnate alla competenza sanzionatoria esclusiva della Consob e, dall'altro, l'introduzione di nuove fattispecie incriminatrici riservate alla punizione dei casi gravi, commessi con dolo, selezionati alla luce dei criteri discretivi indicati dalla Direttiva stessa e di cui si è già parlato.

Questa opzione sconterebbe tutte le rilevanti problematiche, sopra indicate, conseguenti alla indeterminatezza dei profili di gravità del fatto suggeriti dal legislatore europeo come possibili elementi di tipizzazione degli illeciti penali. Da qui, tra l'altro, il rischio che la consumazione del potere punitivo statale nell'ambito di un processo instaurato per un supposto caso grave di *market abuse*, nell'ottica di sanzionare il fatto con lo strumento più severo e astrattamente più efficace, lasci la condotta del tutto priva di presidi sanzionatori, sebbene inquadrabile nella meno grave fattispecie di illecito amministrativo.

In secondo luogo, il legislatore interno potrebbe propendere per l'opzione massimalista di tutela, decidendo di presidiare tutte le condotte di abuso di mercato, dunque non solo i casi gravi, con la sanzione penale. Rispetto al quadro normativo attualmente vigente nel TUF, tale opzione imporrebbe di abrogare gli illeciti amministrativi di manipolazione del mercato e di abuso di informazioni privilegiate, allo scopo di allineare il sistema al rispetto del principio di *ne bis in idem*, e di riformulare parzialmente le fattispecie incriminatrici in modo da abbracciare tutti i precetti descritti dagli articoli 3, 4 e 5 della Direttiva, ad esempio estendendo la tutela penale anche alle condotte dell'*insider* secondario. Seguendo tale impostazione, alla Consob sarebbe quindi attribuito potere sanzionatorio esclusivamente rispetto alle violazioni minori della disciplina in materia, individuate alla stregua della normativa regolamentare, mentre la sanzione punitiva di tutte le condotte di *market abuse* descritte dalla MAD II sarebbe appannaggio

dell'autorità giudiziaria penale. Tale sistema punitivo risulterebbe il più lineare da attuare in sede legislativa in quanto non porrebbe i complessi problemi di riformulazione delle norme incriminatrici in progressione di gravità rispetto alle fattispecie ordinarie punite a titolo di illeciti amministrativi, né tantomeno porrebbe particolari difficoltà in sede applicativa poiché non produrrebbe problemi di coordinamento tra procedimento amministrativo e processo penale e tra le rispettive autorità, ferma restando la necessità di continuare a prevedere i fondamentali poteri investigativi della Consob e gli obblighi di informativa e collaborazione con la magistratura penale²⁹². Occorre, tuttavia, considerare come l'opzione a favore di tale sistema punitivo a carattere diffusamente penale potrebbe risultare, nell'accertamento della responsabilità individuale e dunque nella concreta irrogazione delle pene, eccessivamente farraginoso, tenendo anche conto dei problemi strutturali del sistema giudiziario penale nel nostro ordinamento, che ne condizionano gravemente l'efficienza, rispetto alla tendenziale elasticità del procedimento sanzionatorio amministrativo; da qui il rischio che, nel medio periodo, la generalizzata minaccia penale per i fatti di abuso di mercato si riveli in concreto uno strumento assai meno efficace e dissuasivo di quanto il legislatore eurounitario sembri invece ottimisticamente presupporre.

Una terza via, infine, che si pone in una posizione intermedia rispetto alle due sopra indicate, potrebbe essere quella di selezionare i fatti di abuso di mercato penalmente rilevanti sulla base di criteri almeno in parte diversi rispetto a quelli esemplificativamente indicati nella Direttiva, in particolare valorizzando il peculiare disvalore delle modalità di condotta al fine di adeguare nel miglior modo l'orizzonte punitivo ai canoni della proporzionalità e della sussidiarietà dell'intervento penale²⁹³.

²⁹² Infatti il Regolamento UE 596/2014, come già noto, è lineare nel raccomandare che “*il mantenimento delle sanzioni penali in luogo delle sanzioni amministrative per le violazioni del presente Regolamento o della Direttiva 2014/57/UE non dovrebbe ridurre o incidere altrimenti sulla capacità delle autorità competenti di cooperare, di avere accesso a informazioni o di scambiare informazioni tempestivamente con le autorità competenti di altri Stati membri ai fini del presente Regolamento, anche dopo che le autorità giudiziarie competenti per l'azione penale siano state adite per le violazioni in causa*”.

²⁹³ Sui criteri che dovrebbero presiedere al riparto tra sanzioni penali e sanzioni amministrative si veda G. Lattanzi, *Sanzioni penali o sanzioni amministrative: criteri di scelta e canoni modali in una circolare della Presidenza del Consiglio* in *Il foro italiano*, 1985, pp. 251 ss. nonché F. Palazzo, *I criteri di riparto tra sanzioni penali e sanzioni amministrative (Dalle leggi di depenalizzazione alla circolare della Presidenza del Consiglio)* in *Indice penale*, 1986, pp. 35 ss.

In questa prospettiva, in relazione ai fatti di *market manipulation* potrebbero rimanere nell'area di illiceità penale solo le sottofattispecie tipiche riconducibili alla manipolazione informativa e alle operazioni simulate, connotate da evidenti caratteri di fraudolenza; viceversa, potrebbero trovare una tutela soltanto amministrativa le condotte innominate ascrivibili alla sottofattispecie residuale degli altri artifici, le quali non sono caratterizzate da un chiaro disvalore di condotta ma da un "disvalore di contesto"²⁹⁴ che rende illecite operazioni negoziali su strumenti finanziari in apparenza perfettamente lecite. E' vero che tali operazioni manipolative possono integrare le forme più insidiose di perturbazione del mercato, in quanto connotate da una vena più sottile di fraudolenza, ma è anche vero che molto spesso, nella prassi giudiziaria, la dimostrazione del disvalore di intenzione, necessario a connotare di fraudolenza la condotta altrimenti lecita, riposa su elementi di prova piuttosto deboli; si tratta quindi di operazioni astrattamente anomale e meramente sospette riguardo alla reale finalità manipolativa, rispetto alle quali appare più proporzionata la comminazione di una sanzione amministrativa. La rilevanza penale di tali fatti, che pure è necessario prevedere in ossequio ai vincoli minimi di criminalizzazione della Direttiva, potrebbe essere ancorata a un profilo di gravità descritto, ad esempio, in termini di dolo diretto o intenzionale, cioè a un disvalore soggettivo idoneo a colmare il *deficit* di quello oggettivo della condotta. Anche il mantenimento dell'attuale struttura normativa della fattispecie incriminatrice di cui all'articolo 185 del TUF, costruito come reato di pericolo concreto rispetto alla sensibile alterazione dei prezzi degli strumenti finanziari, è inquadrabile in questa terza opzione, posto che il rigido recepimento delle indicazioni della Direttiva porterebbe a valorizzare la misura dell'alterazione dei prezzi come evento del reato, determinando i già citati problemi di accertamento e la conseguente disfunzionalità dell'illecito: anche il giudizio prognostico di pericolosità, tuttavia, traccia una linea di confine piuttosto incerta tra penale e amministrativo, positivamente apprezzabile solo in un contesto sistematico di costruttiva collaborazione e coordinamento tra le autorità potenzialmente concorrenti a esercitare il potere punitivo.

²⁹⁴ Così D. Fondaroli, *Aggiotaggio mediante "altri artifici": disvalore del fatto e disvalore del contesto* in *Rivista trimestrale di diritto penale dell'economia*, 2003, pp. 748 ss.

In merito ai fatti di abuso e comunicazione illecita di informazioni privilegiate, d'altra parte, nella selezione e nella tipizzazione concreta degli illeciti penali, il legislatore potrebbe discrezionalmente valorizzare il diverso disvalore oggettivo delle sottofattispecie oggetto degli obblighi punitivi di tutela: immediata rilevanza penale, ad esempio, potrebbe essere attribuita alle condotte di *insider trading* primario in senso stretto *ex* articolo 3.4 della MAD II, mentre alle altre condotte illecite, riconducibili alle tradizionali ipotesi di *tipping* e *tayutage*, rispettivamente disciplinate dagli articoli 3.6 e 4 della Direttiva, nonché all'*insider* secondario di cui all'articolo 3.3 ultimo capoverso, potrebbe essere attribuito carattere amministrativo nelle ipotesi ordinarie, marginalizzando l'intervento penale, anche in questo caso comunque necessario per dare attuazione ai vincoli minimi di criminalizzazione, in relazione ai "casi gravi" individuati eventualmente anche sulla base dei suggerimenti della Direttiva, cioè, a titolo esemplificativo, in ragione di profili quantitativi dell'operazione finanziaria illecita o della particolare qualifica soggettiva degli autori del fatto.

Anche questo modello repressivo integrato tra sanzioni penali e amministrative, che realizza una ripartizione di competenze che in parte si discosta dalle indicazioni della MAD II, risulta compatibile con i vincoli europei di criminalizzazione e con la garanzia del *ne bis in idem* e potrebbe presentare il beneficio, rispetto a una ricezione acritica delle indicazioni contenute nella Direttiva, di ancorare la scelta della natura sanzionatoria degli illeciti a criteri probabilmente più razionali, in termini di proporzionalità e offensività, e soprattutto più lineari e meglio fruibili nel concreto riparto delle competenze sanzionatorie tra l'autorità giudiziaria e la Consob.

4.1 L'atteggiamento conservatore della giurisprudenza nazionale

Focalizzati i termini della questione, si deve segnalare che la Corte di Cassazione ha assunto una posizione di grande interesse sulla questione del doppio

binario sanzionatorio, sedimentando una tendenza piuttosto reticente nel riconoscere gli obblighi di adeguamento ai vincoli derivanti dalla giurisprudenza di Strasburgo, quantomeno in tema di *ne bis in idem*.

Ci si riferisce, *in primis*, alla sentenza n. 25815 della terza sezione penale della Suprema Corte emessa in data 21 aprile 2016, depositata il 22 giugno 2016²⁹⁵ con la quale la Cassazione si è pronunciata sulla compatibilità tra le norme eurounitarie e le disposizioni in materia di omesso versamento di IVA in ordine all'applicabilità del principio di divieto di *bis in idem*²⁹⁶.

Con il provvedimento in esame, i giudici di legittimità, su ricorso *per saltum* della pubblica accusa, ha annullato con rinvio una sentenza del Tribunale di Asti che aveva, tra l'altro disposto di non doversi procedere, sulla base del disposto dell'articolo 649 c.p.p., in relazione a un fatto di omesso versamento di IVA, fattispecie disciplinata dall'articolo 10 *ter* del d.lgs 74/2000 recante la “Nuova disciplina dei reati in materia di imposte sui redditi e sul valore aggiunto, a norma dell'articolo 9 della legge 25 giugno 1999, n. 205”, per il quale erano già state irrogate sanzioni amministrative dall'amministrazione tributaria e che costituisce una fattispecie ormai frequentemente riconosciuta nelle aule giudiziarie come ipotesi di doppio binario sanzionatorio, amministrativo e penale.

La sentenza di merito si era evidentemente fondata sulla consolidata giurisprudenza della Corte EDU che riconosce natura eminentemente penale alle sanzioni amministrative rispondenti ai cosiddetti “criteri Engel”: nello specifico, il Procuratore generale presso la Corte di Appello di Torino proponeva ricorso per Cassazione, sostenendo che il giudice di prime cure avesse scorrettamente qualificato come penali un procedimento ed una sanzione che nell'ordinamento nazionali tali non sono. Di qui, la censura di erronea applicazione dell'articolo 649 c.p.p.

I giudici di legittimità hanno ritenuto fondato il ricorso e annullato la sentenza con rinvio alla Corte d'Appello di Torino sulla base di vari ordini di ragioni.

²⁹⁵ Presidente Amoresano, Estensore Di Stasi, procedimento Scagnetti.

²⁹⁶ Sul tema si veda F. Viganò, *Omesso versamento di IVA e diretta applicazione delle norme europee in materia di ne bis in idem?* in www.penalecontemporaneo.it, 11 luglio 2016; L. Roccatagliata, *La Cassazione salva il doppio binario sanzionatorio. Impossibile interpretare l'articolo 649 c.p.p. in modo conforme alla CEDU* in *Giurisprudenza Penale Web*, 2016.

Anzitutto la S.C. fa riferimento alle già citate “sentenze gemelle” della Corte costituzionale n. 348 e 349 del 2007 sul rapporto tra legge nazionale, Costituzione e CEDU: in caso di contrasto tra una disposizione della CEDU o dei suoi protocolli e una norma nazionale il giudice comune, infatti, deve preventivamente sperimentare la possibilità di una interpretazione conforme di quest’ultima, in modo da risolvere il contrasto in via ermeneutica. Ove ciò sia impossibile, il giudice dovrà sollevare questione di legittimità costituzionale della norma interna *ex* articolo 117.1 della Costituzione, assumendo la disposizione convenzionale come parametro interposto della questione, e rimettendo così la questione alla Consulta risultando, invece, preclusa la strada della disapplicazione della norma interna contrastante.

Un tale assetto, ricorda ancora la Cassazione in stretta aderenza a quanto affermato dalla Corte costituzionale con la sentenza n. 80 del 2011, non è stato modificato dall’entrata in vigore del Trattato di Lisbona nel 2009 che, se da una parte ha attribuito il medesimo rango giuridico dei trattati alla Carta dei diritti fondamentali dell’Unione europea, dall’altra, non ha determinato alcuna variazione del rango giuridico della CEDU e dei suoi protocolli nel nostro ordinamento. Sulla scorta di tali premesse, osserva dunque la S.C. che l’articolo 649 c.p.p. invocato dal Tribunale di Asti fa inequivoco riferimento, nel dettare la disciplina del divieto di un secondo giudizio, alla presenza di una sentenza o di un decreto penale divenuti irrevocabili: espressioni che non possono essere dilatate, in via di interpretazione conforme, sino a comprendere provvedimenti sanzionatori adottati dall’autorità amministrativa, ancorchè qualificabili come “sostanzialmente punitivi” in base all’apprezzamento autonomo della Corte EDU. Risultando dunque impraticabile la strada di un’interpretazione conforme, il giudice di merito avrebbe dovuto, secondo la Cassazione e in virtù dell’insegnamento delle sentenze gemelle, sollevare questione di legittimità costituzionale dello stesso articolo 649 c.p.p. ai sensi dell’articolo 117.1 della Costituzione, assumendo quale parametro interposto l’articolo 4 del Protocollo 7 CEDU. La Suprema Corte si astiene, tuttavia, dal formulare essa stessa la questione di legittimità costituzionale per due ragioni. Innanzitutto si ritiene che, in punto di fatto, non appare chiaro se l’accertamento tributario compiuto a carico dell’imputato abbia carattere definitivo: ciò

condiziona, quindi, *ab origine*, la stessa rilevanza della questione che dovrà essere a questo punto rivalutata dal giudice del rinvio. In secondo luogo, si accenna, nella parte conclusiva del provvedimento, al fatto che la recentissima sentenza n. 102 del 2016 della Corte costituzionale, di cui si è già parlato, abbia dichiarato inammissibile una questione di legittimità costituzionale identica a quella che si prospetterebbe nel caso in esame.

La Cassazione si pone, infine, il problema se al risultato di chiudere il procedimento penale attraverso una pronuncia di rito possa pervenirsi attraverso la diretta applicazione dell'articolo 50 della Carta di Nizza già citato, in virtù del quale è stabilito il diritto al *ne bis in idem* nell'ambito dell'ordinamento eurounitario e che pure era stato richiamato dal giudice di merito. Anche rispetto a questa possibilità, il collegio ritiene tuttavia che il difetto di prova circa la definitività dell'accertamento tributario osti alla possibilità di proporre una questione pregiudiziale di interpretazione *ex* articolo 267 TFUE alla Corte di giustizia relativa, appunto, all'interpretazione dell'articolo 50 suindicato e ai suoi riflessi nel caso di specie: questione che, evidentemente, la Cassazione riterrebbe imprescindibile prima di poter procedere alla diretta applicazione della disposizione in questione.

La pronuncia liquida così in modo perentorio un tema che, in realtà, avrebbe meritato di essere analizzato con maggiore attenzione: anzitutto cogliendo l'occasione per analizzare la praticabilità nel caso di specie dei molteplici canali con cui gli obblighi sovranazionali, tra i quali quelli in materia di *ne bis in idem*, sono in grado di penetrare nel nostro ordinamento, ed assumono rilevanza per lo stesso giudice comune.

Avendo già in precedenza mosso delle osservazioni sulla questione, è utile segnalare come, nel caso concreto, la Cassazione non abbia dedicato neppure una riga a una quarta possibile via percorribile, sulla quale, invece, autorevole dottrina²⁹⁷ ha focalizzato la propria attenzione. In particolare, si rileva come l'articolo 4 del Protocollo 7 CEDU sia stato, come la stessa Convenzione europea dei diritti dell'Uomo, incorporato nell'ordinamento italiano in forza della relativa

²⁹⁷ Si fa riferimento a F. Viganò, *Ne bis in idem e contrasto agli abusi di mercato* cit., pg. 16 ss.

legge di esecuzione, nel caso di specie dalla già citata l. 98 del 1990, ed ha pertanto acquistato il rango di normativa di tipo primario nel nostro sistema. Tutte le sue disposizioni *self-executing*, come è certamente l'articolo 4, che impone un mero dovere negativo a carico dello Stato italiano: quello di non esercitare, o non proseguire, un'azione penale a carico di chi sia già stato giudicato in via definitiva per lo stesso fatto, sono perciò divenute parte di quella legge, intesa come sinonimo di diritto, che vincola ciascun giudice ai sensi dell'articolo 101.2 della Costituzione²⁹⁸ e che questi ha l'obbligo di applicare nei casi sottoposti al suo esame.

Che le norme *self-executing* della CEDU, e dunque anche i suoi protocolli, costituiscano disposizioni direttamente applicabili dal giudice italiano è, d'altra parte, acquisizione risalente nella nostra giurisprudenza di legittimità, a partire almeno dal caso *Polo Castro* del 1989²⁹⁹. In quell'occasione, le Sezioni Unite intesero per l'appunto sciogliere in senso affermativo il dubbio circa la possibilità per il giudice di applicare direttamente le disposizioni della CEDU, dichiarando perentoriamente che questa conferisca al singolo *“la legittimazione attiva per garantire la tutela giurisdizionale dei diritti da essa riconosciuti”* e che *“nel nostro paese, in linea di massima, le norme della Convenzione sono di immediata applicazione e, soprattutto, che all'interno dello Stato aderente alla Convenzione, i diritti da questa riconosciuti all'individuo sono soggettivi e perfetti”*, eccezion fatta per le norme tanto generiche da non poter essere considerate *self-executing*, abbisognando di una specifica attività normativa dello Stato per essere attuate. Da tali premesse, la Cassazione trasse la conclusione dell'immediata applicabilità, nel caso di specie, concernente un soggetto arrestato in pendenza di un procedimento di estradizione, dell'articolo 5.4 della CEDU che, riconoscendo a chiunque il diritto di ricorrere a un giudice per far esaminare la legalità della propria detenzione, si pone come norma direttamente attributiva del potere dell'interessato di azionare la tutela giuridica, anche laddove, come nella fattispecie in esame, l'ordinamento italiano non gli conferisca espressamente tale potere: senza alcuna necessità,

²⁹⁸ La norma così recita: *“1. La giustizia è amministrata in nome del popolo.*

2. I giudici sono soggetti soltanto alla legge”.

²⁹⁹ Cass. S.U., 23 novembre 1988, *Polo Castro* in *Cassazione penale*, 1989, pp. 1418 ss.

dunque, di un intervento *ad hoc* da parte del legislatore, né di una sentenza additiva da parte della Corte costituzionale.

I medesimi principi, reiterati dalla Cassazione nell'altrettanto celebre caso *Medrano* del 1993³⁰⁰, sono stati ribaditi dalle Sezioni Unite anche in epoca successiva alle sentenze gemelle, nel 2010, in relazione alla allora *vexata quaestio* della possibilità di fondare una sentenza di condanna unicamente su di una prova dichiarativa non assunta in contraddittorio alla luce dell'articolo 6 della CEDU, come declinato dalla giurisprudenza di Strasburgo. *“La norma in questione”*, osservano le S.U. nel 2010, *“essendo stata recepita con un atto avente forza di legge, ha anch'essa, quanto meno, forza e valore di legge, anche se poi, sotto altri profili, funge anche da parametro di costituzionalità, ossia da norma interposta, ai sensi dell'articolo 117.1 della Costituzione, tanto da essere stata anche collocata ad un livello sub-costituzionale. Inoltre, non si tratta di una norma-principio, ossia di una norma generica ed aspecifica, che di solito si ritiene, in quanto tale, insuscettibile di automatica operatività e di immediata applicazione da parte del giudice, bensì di una norma che è stata resa specifica e dettagliata dalla giurisprudenza delle Corti EDU, sicchè non vi sono ostacoli alla sua immediata operatività ed alla sua diretta applicabilità da parte del giudice italiano”*.

Si noti che questi principi non si pongono in contrasto con l'insegnamento delle sentenze gemelle. Come sottolineano le Sezioni Unite nel 2010 appena citato, la possibilità per le norme della CEDU di essere direttamente applicate nel caso pendente avanti al giudice comune, alla pari di qualsiasi legge ordinaria nazionale, non esclude che esse possano altresì svolgere la funzione di parametro interposto in un diverso giudizio di legittimità costituzionale; così come accade, del resto, alle stesse norme costituzionali, le quali operano come parametro di legittimità costituzionale delle leggi nei giudizi avanti alla Consulta, ma che ben sono idonee ad essere direttamente applicate dal giudice comune come qualsiasi altra norma dell'ordinamento.

Nell'uno e nell'altro caso, il presupposto implicito della diretta applicazione da parte del giudice comune è che la norma, costituzionale o internazionale, si inserisca in uno spazio giuridico vuoto non regolato in maniera antinomica da una

³⁰⁰ Cass. Sez. I., 12 maggio 1993, *Medrano* in *Cassazione penale*, 1994, pp. 439 ss.

legge nazionale ordinaria: poiché altrimenti la via obbligata per colui che è chiamato ad applicare la legge sarebbe effettivamente quella di sospendere il procedimento e di rimettere la soluzione dell'antinomia alla Corte costituzionale. In ciò si apprezza, dunque, l'autonomo spazio applicativo del meccanismo cristallizzato dalle sentenze gemelle, imperniato sull'articolo 117.1 della Costituzione, rispetto alla diretta applicazione delle disposizioni della CEDU e dei suoi protocolli, e in genere delle disposizioni di diritto internazionale pattizio incorporate nell'ordinamento e *self-executing*. La diretta applicazione di queste ultime diviene impossibile per il giudice ove sussista un ostacolo normativo, rappresentato da una norma di diritto nazionale che regola in modo opposto la medesima fattispecie. In tal caso, la norma potrà essere rimossa, in base al dettato delle sentenze gemelle, soltanto da un intervento della Consulta in forza dell'articolo 117.1 già citato; mentre la diretta applicazione della norma sovranazionale sarà possibile, e anzi doverosa *ex* articolo 101.2 della Costituzione, ogniqualvolta essa presupponga la contestuale disapplicazione di alcuna norma di legge nazionale contrastante.

Se queste premesse non fossero del tutto infondate, resterebbe allora da vagliare se la diretta applicazione dell'articolo 4 del Protocollo 7 CEDU in casi di specie come quello ora esaminato dalla Cassazione incontri o meno insuperabili ostacoli normativi nell'ordinamento italiano, tali da rendere necessario un intervento della Corte costituzionale *ex* articolo 117.1 della Costituzione.

Si sostiene, in proposito, che ostacoli siffatti non sussistano. Certamente non costituisce un impedimento normativo lo stesso articolo 649 c.p.p., il quale semplicemente non prevede l'ipotesi di cui si discute, quella cioè di un provvedimento sanzionatorio definitivo, avente natura sostanzialmente punitiva ma adottato dall'autorità amministrativa, sul medesimo fatto oggetto di un procedimento penale, a meno di non voler ritenere in linea generale che una norma che prevede una certa conseguenza giuridica per una determinata fattispecie, in questo caso costituita da una previa sentenza o decreto penale di condanna, implicitamente escluda che la stessa conseguenza giuridica possa applicarsi a tutte le altre fattispecie configurabili astrattamente, tra cui potrebbe rientrare l'ipotesi di un previo provvedimento sanzionatorio adottato dall'autorità amministrativa.

Assai più ragionevole è ritenere che l'articolo 649 c.p.p. in questione non escluda che altra norma, ossia l'articolo 4 del Protocollo 7 CEDU, possa produrre il medesimo effetto giuridico, nel caso di specie una sentenza in rito che chiuda il processo, assicurando così tutela in forma specifica al diritto riconosciuto da detta norma, anche per le diverse fattispecie ipotizzabili, compresa quella già coperta da una norma nazionale: senza che possa essere ravvisato alcun rapporto di contraddizione tra le due norme.

Una pronuncia di non doversi procedere in forza dell'articolo 4 del Protocollo 7 CEDU non implica, dunque, in alcun modo la disapplicazione dell'articolo 649 c.p.p.: semplicemente, attraverso tale pronuncia il giudice applicherà direttamente una diversa norma, con un proprio ambito applicativo eccedente quello disegnato dalla norma codicistica e pertanto autonomo, in parte *qua*, rispetto ad esso.

Nonostante il pregio di tali osservazioni, si deve considerare che da una lettura organica e congiunta della sentenza n. 25815 in esame e di quella n. 102 del 2016 della Consulta, si trae che il giudice penale non possa nel secondo giudizio dichiarare di non doversi procedere invocando il *bis in idem*, senza violare la lettera dell'articolo 649 c.p.p., ogni volta che il primo giudizio abbia avuto natura extrapenale. In questi casi dovrebbe semmai sottoporre la questione al Giudice delle leggi che si limiterebbe, com'è già successo, a dichiarare la questione inammissibile in attesa di un intervento legislativo. Ciò posto, sembra profilarsi il seguente doppio scenario alternativo: o il legislatore nazionale procede in tempi brevi a riformare tutte le norme che impongono il doppio binario sanzionatorio amministrativo-penale, con ciò armonizzando la legge italiana alla Convenzione EDU oppure si avrà sistematica disapplicazione del divieto di doppio giudizio, da cui scaturirà altrettanto sistematica condanna dell'Italia per violazione della CEDU³⁰¹.

Né può essere considerata risolutiva rispetto a siffatti nodi problematici la successiva, e ancor più recente, sentenza della Corte costituzionale del 31 maggio 2016 n. 200, depositata il 21 luglio 2016³⁰², tramite la quale è stata dichiarata l'illegittimità costituzionale dell'articolo 649 c.p.p.³⁰³

³⁰¹ In tal senso L. Roccatagliata, *La Cassazione salva il doppio binario sanzionatorio* cit., pg. 2

³⁰² Presidente Grossi, Redattore Lattanzi.

³⁰³ Cfr. Redazione (a cura di), *Eternit: la Consulta dichiara l'illegittimità costituzionale dell'art. 649 c.p.p., ma il giudizio a quo può riprendere*, in *Giurisprudenza Penale Web*, 2016.

Sebbene questa decisione possa sembrare di primo acchito sorprendente, occorre immediatamente ridimensionarne la portata. Essa, infatti, non ha portato all'abrogazione della norma, né ad alcuna addizione da parte del giudice. Neppure essa condurrà alla definizione in rito del già citato processo *Eternit bis*, nell'ambito del quale è maturata la questione, per effetto di una pronuncia di non luogo a procedere.

Partendo dal dispositivo, la Corte costituzionale ha dichiarato *“l’illegittimità costituzionale dell’articolo 649 del codice di procedura penale, nella parte in cui esclude che il fatto sia il medesimo per la sola circostanza che sussiste un concorso formale tra il reato già giudicato con sentenza divenuta irrevocabile e il reato per cui è iniziato il nuovo procedimento penale”*. Nonostante si tratti di una decisione assunta all’esito di motivazioni piuttosto articolate, si può sostenere che il ragionamento della Consulta si sia mosso su due direttrici principali: l’analisi del contrasto tra medesimo fatto storico, nozione che deriverebbe dall’interpretazione da parte della Corte EDU dell’articolo 4 del Protocollo 7 CEDU, e medesimo fatto giuridico che invece discenderebbe dalla lettura dell’articolo 649 c.p.p. ad opera della Corte di Cassazione e l’analisi del contrasto tra Convenzione e codice, asseritamente generato dalla regola, pacifica nel diritto vivente interno, che vieta di applicare il divieto di doppio giudizio, ove tra il reato oggetto del primo giudizio e quello oggetto del secondo sussista un rapporto di concorso formale. Prima di scendere nel dettaglio delle due questioni, è necessario puntualizzare che la Corte ha ritenuto inesistente il primo contrasto e sussistente il secondo.

Nell'affrontare l'annosa questione del contrasto tra fatto storico e giuridico, ampiamente sviscerata nell'ordinanza di rimessione, la Corte ha formulato una premessa netta e chiarissima: ha escluso, infatti, che in precedenza si fosse sostenuto, anche da parte della Corte di Strasburgo, che per fatto storico dovesse ineluttabilmente intendersi condotta. Più in particolare, la Consulta ritiene che *“non vi è alcuna ragione logica per concludere che il fatto, pur assunto nella sola dimensione empirica, si restringa all’azione o all’omissione, e non comprenda, invece, anche l’oggetto fisico su cui cade il gesto, se non anche, al limite estremo della nozione, l’evento naturalistico che ne è conseguito, ovvero la modificazione della realtà indotta dal comportamento dell’agente”*. In buona sostanza, fatto

storico è senz'altro la condotta, ma non essa sola. Fatto storico è anche l'evento che si è concretamente prodotto a causa della condotta. Fatti storici sono, dunque, la condotta, l'evento ed il nesso causale, purchè valutati dal punto di vista empirico e non giuridico. Questa inferenza logica, a giudizio della Corte, non sarebbe contraddetta da alcuna delle sentenze della Corte EDU, le quali non recherebbero mai l'affermazione inequivoca che il fatto vada assunto con esclusivo riferimento all'azione od omissione del soggetto. Innanzitutto, quindi, la medesimezza del fatto storico è concetto che va svincolato dal riferimento esclusivo alla condotta. In seconda battuta, la Corte ha precisato che il concetto di medesimo fatto giuridico, inteso come la totalità dei profili attinenti alla qualificazione giuridica del fatto, ove applicato in tema di divieto di doppio giudizio, non sarebbe costituzionalmente legittimo, perché in violazione non solo dell'articolo 117 della Costituzione ma anche degli articoli 24 e 111.

Infatti, un giudizio fondato sul medesimo fatto giuridico eleverebbe *“il rischio che la proliferazione delle figure di reato alle quali in astratto si potrebbe ricondurre lo stesso fatto, offra l'occasione per iniziative punitive, se non pretestuose, comunque tali da porre perennemente in soggezione l'individuo di fronte a una tra le più penetranti e invasive manifestazioni del potere sovrano dello Stato-apparato”*.

Ricostruite le nozioni di fatto, inteso nella sua accezione storica e giuridica, la Consulta ha notato che sia la norma internazionale che quella nazionale, così come interpretate dalle rispettive giurisdizioni, adottano la prima di tali nozioni. Impongono, cioè, un approccio storico-naturalistico per individuare ciò che deve essere inteso rispondente al parametro della medesimezza e finiscono entrambe per riferirsi alla triade condotta-evento-nesso causale, nella loro accezione empirica.

La Corte giunge, dunque, ad una prima conclusione: l'asserito contrasto tra medesimo fatto giuridico e medesimo fatto storico, sebbene sia in astratto palese, in concreto non sussiste perché la Convenzione ed il codice di rito fanno entrambi riferimento al secondo, il quale è pienamente conforme a Costituzione: su questo primo punto, quindi, la questione di legittimità è considerata infondata.

Ben diverso è, invece, il ragionamento condotto sul rapporto tra *ne bis in idem* e concorso formale di reati. In primo luogo, la Corte costituzionale dà atto di un

orientamento del giudice nazionale assolutamente monolitico e costante, secondo cui il rinnovato esercizio dell'azione penale, e la conseguente duplicazione dei giudizi, sono consentiti in ipotesi di concorso formale di reati *ex* articolo 81 del codice penale³⁰⁴, anche quando il fatto è il medesimo sul piano empirico, ma formi oggetto di una convergenza reale tra distinte norme incriminatrici, tale da generare una pluralità di illeciti penali. Al contempo, tuttavia, i Giudici rilevano come il principio del concorso formale, essendo istituito afferente alla materia penale sostanziale, non dovrebbe, in linea teorica, interferire con il divieto di doppio giudizio, che invece ha natura squisitamente processuale. Quest'ultimo dovrebbe riguardare esclusivamente la formazione di un giudicato sul medesimo fatto, sia che esso costituisca un solo reato, sia che integri plurime fattispecie delittuose realizzate con un'unica azione od omissione. Tuttavia la Corte si è detta *“obbligata a prendere atto che il diritto vivente (...) ha saldato il profilo sostanziale implicato dal concorso formale dei reati con quello processuale recato dal divieto di bis in idem, esonerando il giudice dall'indagare sulla identità empirica del fatto, ai fini dell'applicazione dell'articolo 649 c.p.p. La garanzia espressa da questa norma, infatti, viene scavalcata per la sola circostanza che il reato già giudicato definitivamente concorre formalmente, ai sensi dell'articolo 81 c.p., con il reato per il quale si procede”*.

Senza entrare nel merito di questo approccio ermeneutico e senza valutarne la correttezza, la Consulta si è limitata a notare che *“per decidere sull'unicità o pluralità dei reati determinati dalla condotta dell'agente ai sensi dell'articolo 81 c.p., l'interprete, che deve sciogliere il nodo dell'eventuale concorso apparente delle norme incriminatrici, considera gli elementi del fatto materiale giuridicamente rilevanti, si interroga, tra l'altro, sul bene giuridico tutelato dalle convergenti disposizioni penali e può assumere l'evento in un'accezione che cessa di essere empirica. Questa operazione, connaturata in modo del tutto legittimo al*

³⁰⁴ La norma prevede che: *“1. È punito con la pena che dovrebbe infliggersi per la violazione più grave aumentata fino al triplo chi con una sola azione od omissione viola diverse disposizioni di legge ovvero commette più violazioni della medesima disposizione di legge.
2. Alla stessa pena soggiace chi con più azioni od omissioni, esecutive di un medesimo disegno criminoso, commette anche in tempi diversi più violazioni della stessa o di diverse disposizioni di legge.
3. Nei casi preveduti da quest'articolo, la pena non può essere superiore a quella che sarebbe applicabile a norma degli articoli precedenti”*.

giudizio penalistico sul concorso formale di reati, e dalla quale dipende la celebrazione di un eventuale simultaneus processus, deve reputarsi sbarrata dall'articolo 4 del Protocollo 7 CEDU perché segna l'abbandono dell'idem factum, quale unico fattore per stabilire se sia applicabile o no il divieto di bis in idem".

In breve, non esiste analisi sul concorso formale di reati che prescindano dalla medesimezza in senso giuridico, il quale è principio contrario alla Costituzione. Di qui, dunque, la conclusione che *"sussiste il contrasto denunciato dal rimettente tra l'articolo 649 del codice di procedura penale, nella parte in cui esclude la medesimezza del fatto per la sola circostanza che ricorre un concorso formale di reati tra res iudicata e res iudicanda, e l'articolo 4 del Protocollo 7 CEDU, che vieta invece di procedere nuovamente quando il fatto storico è il medesimo"*.

Individuato tale contrasto, la Corte si è poi premurata di precisare subito che l'esistenza o meno di un concorso formale di reati è del tutto influente nella determinazione di eventuale *bis in idem*, una volta che l'articolo 649 c.p.p. sia stato ricondotto a conformità costituzionale, posto che l'individuazione del concorso formale di reati è operazione che appartiene all'alveo dell'*idem legale*.

Nel riconoscere o meno un'ipotesi di doppio giudizio *"l'autorità giudiziaria sarà tenuta a porre a raffronto il fatto storico, secondo la conformazione identitaria che esso abbia acquisito all'esito del processo concluso con una pronuncia definitiva, con il fatto storico posto dal pubblico ministero a base della nuova imputazione. A tale scopo è escluso che eserciti un condizionamento l'esistenza di un concorso formale"*.

Conclude la Consulta che *"sulla base della triade condotta-nesso causale-evento naturalistico, il giudice può affermare che il fatto oggetto del nuovo giudizio è il medesimo solo se riscontra la coincidenza di tutti questi elementi, assunti in una dimensione empirica"*.

In conclusione, si nota come la norma sia stata dichiarata incostituzionale in un suo aspetto ben definito, che deve tuttavia rimanere estraneo all'operazione di ricognizione delle ipotesi di *bis in idem*.

4.2 La scelta legislativa nazionale: la "non soluzione" della legge delega 9 luglio 2015 n. 114

Una volta tracciate le direttrici di pensiero utilizzate dai giudici di merito e di legittimità domestici nell'affrontare la problematica del doppio binario sanzionatorio, si deve passare ad analizzare i primi segnali lanciati dal nostro legislatore sul tema³⁰⁵.

Si è già parlato, infatti, della l. 114/2015 la quale pone i principi e i criteri direttivi da seguire in sede di recepimento della disciplina eurounitaria sui *market abuse*.

Tale sforzo legislativo non si presenta, tuttavia, adeguato allo scopo: a prescindere, infatti, dalle considerazioni di carattere generale mosse in precedenza in relazione all'articolo 11 della legge delega in esame, che probabilmente costituisce il prodotto più infelice dell'attività normativa, si deve tener conto del fatto che la legge stessa si presenti piuttosto confusa ed indefinita. Da un lato, infatti, essa tiene ferme le due disposizioni, introdotte nel 2005, che incriminano gli illeciti amministrativi di abuso di informazioni privilegiate e di manipolazione del mercato, prescrivendo anzi al governo di inasprirne ulteriormente il trattamento sanzionatorio, dall'altro, invece, questa parrebbe ridisegnare i confini delle corrispondenti fattispecie delittuose, gli articoli 184 e 185 del TUF, circoscrivendole alle sole condotte gravi, da individuarsi, però, non già sulla base di requisiti oggettivi, ma esclusivamente sulla base delle caratteristiche soggettive dei loro autori, criterio a dir poco bizzarro, onde fissare la linea di demarcazione tra l'area del penalmente rilevante e quella del mero illecito amministrativo. Infine, la legge tenta di prendere in considerazione il problema del *ne bis in idem*, prescrivendo di evitare la duplicazione o il cumulo di sanzioni penali e amministrative per lo stesso fatto illecito: e ciò non solo attraverso la via maestra della "distinzione delle fattispecie", che peraltro non si vede come possa essere attuata sulla base dei criteri meramente soggettivi appena esaminati; ma anche, in via alternativa, attraverso previsioni che consentano l'applicazione della sola sanzione più grave, ovvero ancora che impongano all'una o all'altra autorità

³⁰⁵ Per una disanima critica dell'argomento si vedano F. Viganò, *Ne bis in idem e contrasto agli abusi di mercato* cit., pp. 18 ss.; E. Basile, *Verso la riforma della disciplina italiana del market abuse: la legge-delega per il recepimento della direttiva 57/2014/UE in Legislazione penale*, pp. 1-25; A. Laudonio, *Informazioni privilegiate* cit., pp. 66-69.

precedente, la Consob o il giudice penale, di tenere conto delle sanzioni già irrogate dall'altra autorità³⁰⁶. Soluzioni siffatte, però, risultano palesemente inidonee ad assicurare il rispetto del divieto di *bis in idem* convenzionale, che non mira a garantire l'individuo contro il cumulo delle sanzioni bensì, unicamente, contro la possibilità di essere processato due volte per lo stesso fatto.

L'inflizione della sola sanzione più grave, o il computo della sanzione già irrogata in quella da infliggere, peraltro già prevista in parte dall'articolo 187 *terdecies* del TUF, non risolverebbe nulla in quest'ottica, dal momento che simili soluzioni lasciano intatta la possibilità di un secondo procedimento o processo per lo stesso fatto, ad opera di un'autorità distinta da quella che ha irrogato la prima sanzione e, conseguentemente, non farebbe venir meno il contrasto della disciplina italiana sugli abusi di mercato con lo strumento convenzionale.

A fortiori si può ritenere che anche focalizzando l'attenzione sui diritti fondamentali di matrice eurounitaria si potrebbe pervenire alla conclusione di illegittimità rispetto a un sistema che prevedesse un duplice accertamento, amministrativo e penale, in ordine allo stesso fatto, sia pure irrogando un'unica sanzione.

A titolo esemplificativo, si ricorda come l'articolo 50 della Carta di Nizza, di cui si è già ampiamente parlato in precedenza, contenga un principio di portata sovrapponibile al disposto della Convenzione europea dei diritti dell'Uomo sul *ne bis in idem*, vietando non solo il cumulo di condanne ma anche la duplicazione di processi nei confronti del medesimo imputato per un reato già giudicato.

Tornando alla ormai imminente quanto obbligata riforma della disciplina italiana dei *market abuse*, sembra, almeno, pacifica l'insostenibilità, nella prospettiva *lato sensu* europea, della duplicazione di procedimenti, anziché di sanzioni, astrattamente configurabile ad opera del legislatore delegato, essendo peraltro difficile revocare in dubbio che l'accertamento Consob rientri nella sfera di applicazione delle garanzie sul processo equo stabilite dalla CEDU e violate dall'attuale assetto normativo. Tuttavia, l'impostazione adottata dal legislatore

³⁰⁶ Cfr. G. Negri, *Market abuse, dopo la sentenza Grande Stevens doppie sanzioni soft in Il sole 24 ore*, 3 maggio 2016.

delegante, mediante la l.114/2015 in esame, sembra divergere proprio dalla prospettiva eurounitaria di cui si è parlato, per almeno tre ordini di ragioni.

Innanzitutto, l'impianto legislativo si presenta anacronistico nella parte in cui appare il primato riconosciuto all'apparato punitivo amministrativo in un contesto nel quale il legislatore europeo si dichiara apertamente schierato per l'introduzione di fattispecie di reato a presidio dell'integrità del mercato e considera la sanzione amministrativa come ipotesi residuale.

In secondo luogo, incompleto è il riferimento a pene criminali effettive, proporzionate e dissuasive in quanto il testo normativo richiama solo l'enunciato iniziale dell'articolo 7 della MAD II, laddove i paragrafi 2 e 3 della disposizione contengono prescrizioni sul livello minimo del massimo edittale da comminare per le condotte costituenti reato, profilo cruciale su cui il Parlamento tace.

Infine, si presenta alquanto paradossale il maggior grado di dettaglio riscontrabile nella delega a proposito delle misure sanzionatorie amministrative, delle quali si chiede di rimodulare la cornice edittale³⁰⁷ o la sfera di applicazione³⁰⁸.

In breve, nel recepire la Direttiva 2014/57/UE e nel prendere atto dell'entrata in vigore del Regolamento UE 596/2014, il Governo avrà mano completamente libera sulle scelte politico-criminali non compiute a livello comunitario, incontrando l'unico limite di rispettare il divieto di *bis in idem*.

Merita inoltre di essere evidenziato che, qualora l'esecutivo intendesse interpretare in modo restrittivo il disposto dell'articolo 11 lettera i) della l.114/2015³⁰⁹, attenendosi scrupolosamente ai criteri generali previsti dalla normativa-quadro sulla delegazione legislativa europea³¹⁰, non potrebbero essere

³⁰⁷ L'articolo 11 lettera f) della legge in esame dispone, infatti, di: "*f) rivedere, in modo tale da assicurarne l'adeguatezza, i minimi edittali delle sanzioni di cui agli articoli 187-bis e 187-ter del testo unico di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, fissandoli in misura non inferiore a 20.000 euro*".

³⁰⁸ Tra i "*principi e criteri direttivi specifici*" della delega l'articolo 11.1 lettera g) della l. 114/2015 prevede la revisione dell'articolo 187 *sexies* del TUF, che disciplina la confisca di tipo amministrativo in tema di *market abuse*, "*in modo tale da assicurarne l'adeguatezza (...) prevedendo che essa abbia ad oggetto, anche per equivalente, il profitto derivato dalle violazioni delle previsioni*" del MAR.

³⁰⁹ La norma, in questa parte, prescrive di: "*i) prevedere che siano individuate, fermo restando un sistema di sanzioni amministrative proporzionato, efficace e dissuasivo, condotte dolose gravi di abuso di mercato punibili con sanzioni penali effettive, proporzionate e dissuasive*".

³¹⁰ Si fa riferimento alla legge 24 dicembre 2012 n. 234 recante "*Norme generali sulla partecipazione dell'Italia alla formazione e all'attuazione della normativa e delle politiche dell'Unione europea*" tramite cui è stata riformata la disciplina della fase ascendente e discendente

introdotte nuove fattispecie delittuose e, in aggiunta a quelle esistenti, si dovrebbero prevedere solo contravvenzioni o illeciti amministrativi: palese, in una simile ipotesi, l'irrazionalità complessiva di un sistema ove continuerebbero a convivere tipologie di reato fortemente differenziate per reprimere fatti analoghi o strutturalmente identici.

Completa autonomia, infine, è concessa al legislatore delegato in ordine alla valutazione di opportunità sugli eventuali incentivi finanziari a beneficio di "*coloro che offrono informazioni pertinenti riguardo a potenziali violazioni*"³¹¹ in materia di abusi di mercato. Occorre segnalare che le misure premiali contemplate dalla legge delega ben potrebbero consistere nella riduzione o addirittura esclusione di sanzioni pecuniarie, eventualmente penali, ovvero della confisca, a carico dell'informatore che fosse concorrente negli illeciti in relazione ai quali intende collaborare. La formulazione normativa, atta dunque a rompere il *pactum sceleris* tra più soggetti concorrenti, è suscettibile di tradursi in una causa di non punibilità, sia pure circoscritta alle conseguenze patrimoniali del reato, il che implica il conferimento all'esecutivo di quelle prerogative di politica criminale che, in linea di principio, sono inalienabili dal Parlamento.

Si può concludere, dunque, considerando che la legge delega per il recepimento della nuova disciplina UE sui *market abuse* desti non poche perplessità, sia di carattere strutturale, sia in ordine alla conformità del futuro assetto normativo domestico ai canoni sovranazionali e alle disposizioni cogenti di MAR e MAD II. Gli pseudo-criteri fissati dal Parlamento indicano, in definitiva, una serie di opzioni definite "suicide" per il legislatore stesso, destinate a essere immediatamente invalidate dalla giurisprudenza.

5. Il principio di specialità amministrativa e i suoi riflessi sul divieto di *bis in idem*

Uno degli snodi principali dei rapporti fra illecito penale ed amministrativo può essere rinvenuto nel principio di specialità di cui all'articolo 9 della l.

del diritto europeo nell'ordinamento italiano, all'indomani del mutato assetto istituzionale dell'Unione europea prodotto dal Trattato di Lisbona.

³¹¹ Cfr. articolo 11.1 lettera o) della legge 114/2015.

689/1981³¹² già citata. A portare al centro dell'attuale dibattito tale principio è stato, ancora una volta, l'importante impulso fornito dal piano sovranazionale europeo, stante la naturale contiguità fra la specialità amministrativa e i temi del *ne bis in idem* e del cumulo di sanzioni. La specialità di cui al citato articolo 9, già canone interpretativo di non facile comprensione, pare fungere oggi, nella giurisprudenza interna, quale strumento, più o meno consapevole, per una diffusa pratica di selezione politico-giurisdizionale delle sanzioni: selezione che opta talvolta per l'evitare, talora per il giustificare, il cumulo fra opzione sanzionatoria penale e amministrativa³¹³.

Pacificamente riconosciuto il rilevante ruolo del principio in esame, soprattutto in relazione alla tematica del doppio binario sanzionatorio, è necessario ricostruirne brevemente la reale portata.

La specialità introdotta fra i principi generali del sistema dell'illecito punitivo amministrativo dal legislatore del 1981 ha suscitato, infatti, sin dalla fase di gestazione della norma, non secondarie questioni interpretative e di opportunità. Le critiche più consistenti che sono emerse da parte della dottrina³¹⁴ hanno riguardato, in primo luogo, la nuova dimensione *intra*-sistemica assunta dalla specialità. L'operatività del canone della *lex specialis*, estesa a norme appartenenti a diversi settori dell'ordinamento comporterebbe, secondo alcuni, il riconoscimento di una sorta di "*fungibilità tra sistema penale e sistema amministrativo*"³¹⁵, con una

³¹² Per completezza espositiva si riporta il testo della norma: "1. Quando uno stesso fatto è punito da una disposizione penale e da una disposizione che prevede una sanzione amministrativa, ovvero da una pluralità di disposizioni che prevedono sanzioni amministrative, si applica la disposizione speciale.

2. Tuttavia quando uno stesso fatto è punito da una disposizione penale e da una disposizione regionale o delle province autonome di Trento e di Bolzano che preveda una sanzione amministrativa, si applica in ogni caso la disposizione penale, salvo che quest'ultima sia applicabile solo in mancanza di altre disposizioni penali.

3. Ai fatti puniti dagli articoli 5, 6 e 12 della legge 30 aprile 1962, n. 283, e successive modificazioni ed integrazioni, si applicano soltanto le disposizioni penali, anche quando i fatti stessi sono puniti con sanzioni amministrative previste da disposizioni speciali in materia di produzione, commercio e igiene degli alimenti e delle bevande".

³¹³ In tal senso E. Penco, *Il principio di specialità "amministrativa" tra declinazioni interne "formali" e spinte europee "sostanziali"* in *Rivista trimestrale di diritto penale contemporaneo*, 2016, pp. 63-70.

³¹⁴ Tra i primi rilievi vi furono quelli di C.E. Paliero, *Note sulla disciplina dei reati "bagatellari"* in *Rivista italiana di diritto e procedura penale*, 1979, pp. 988 ss.

³¹⁵ Cfr. S. Larizza, *Profili della politica di depenalizzazione* in *Rivista italiana di diritto e procedura penale*, 1981, pg. 61.

conseguente, inaccettabile, compromissione del “*rapporto di rango fra il maggior disvalore dell’illecito penale rispetto all’illecito amministrativo*”³¹⁶.

Sotto il profilo strettamente interpretativo, invece, furono le differenze letterali rinvenibili fra la formulazione dell’articolo 9 della l. 689/1981 e quella dell’articolo 15 del codice penale a suscitare le riflessioni più approfondite: da una parte si ponevano coloro i quali credevano di scorgere in siffatte discrasie una razionale scelta legislativa, implicante un diverso processo applicativo rispetto al modello codicistico mentre, dall’altra, si trovavano altri inclini piuttosto a smorzare la portata di tali differenze, ritenendo ben possibile l’estensione alla specialità amministrativa delle elaborazioni concettuali sviluppatesi con riferimento all’articolo 15 c.p.

Fu, invero, questo secondo orientamento a dimostrarsi prevalente senza però specificare che cosa si intendesse per “stessa materia” e “stesso fatto punito”. Senza poter, in questa sede, ripercorrere tutte le tappe del tortuoso cammino di giurisprudenza e dottrina sul punto, si deve segnalare come, ad oggi, vi sia la schietta prevalenza di una soluzione di tipo strutturale. In siffatta prospettiva, la sussistenza di un medesimo fatto, e dunque può essere affermata la natura apparente del concorso di norme, in quanto si proceda ad un’analisi, per l’appunto strutturale fra gli elementi di fattispecie.

La dimensione dei rapporti strutturali fra disposizioni penali e disposizioni amministrative fu, d’altra parte, preso in considerazione già dalla giurisprudenza della Corte costituzionale con la sentenza 3 aprile 1987 n. 97 mediante la quale vi fu una chiara presa di posizione in tal senso. La giurisprudenza di legittimità si è poi allineata a tale impostazione, consolidando un orientamento favorevole a riconoscere la valenza logico-formale del canone ermeneutico della *lex specialis*.

Merita di essere segnalata, dunque, una recente pronuncia delle Sezioni Unite della Corte di Cassazione, utile all’interprete per ricostruire il principio di specialità quanto meno nella sua dimensione interna. Si fa riferimento alla sentenza del 21 gennaio 2011 n. 1963 che, affermando la sussistenza del rapporto di specialità fra l’illecito amministrativo di cui all’articolo 213 comma 4 del codice della strada e il delitto di cui all’articolo 334 del codice penale, descrive compiutamente i passaggi

³¹⁶ Così C.E. Paliero, *Note cit.*, pg. 990.

logici di quel *test* strutturale che il giudice è chiamato a compiere nel risolvere il concorso fra disposizione penale incriminatrice e disposizione sanzionatoria amministrativa.

In primo luogo, abbandonando ogni approccio di tipo sostanzialistico, si afferma come il riferimento allo “stesso fatto” contenuto all’articolo 9 debba intendersi quale richiamo non tanto al canone della specialità in concreto, quanto piuttosto alla fattispecie tipica delle norme che vengono in considerazione; da qui la necessità di una preliminare disamina della struttura del reato e della violazione amministrativa ai fini della verifica dell’esistenza di un’area comune e sovrapponibile, tra le condotte descritte dalle norme concorrenti. In secondo luogo vengono individuati quei rapporti in astratto sussistenti fra gli elementi strutturali di fattispecie che possono effettivamente dirsi rientranti nel concetto di “stessa materia” e “stesso fatto”, escludendo l’identità di materia nel caso in cui fra le norme si configuri un rapporto di specialità reciproca bilaterale per aggiunta.

Da ultimo, avendo chiarito cosa si debba intendere per “stesso fatto”, si identificano gli elementi che portano a stabilire che cosa sia “speciale”: la soluzione, agevole nel caso della specialità unilaterale, si presenta più problematica nei casi di specialità reciproca: la Corte si limita a richiamare in via riassuntiva gli indici elaborati da giurisprudenza e dottrina, ovvero i “*diversi corpi normativi in cui le norme sono ricomprese; la specialità fra soggetti; la fattispecie dotata del maggior numero di elementi specializzanti*”.

In conclusione, si deve tener conto del fatto che spesso i passaggi del summenzionato *test* strutturale risultano spesso piegati ad esigenze di giustizia del caso concreto lasciando, quindi, spazio ad una pratica di selezione politica della sanzione ispirato ad un “*approccio sterilmente legalistico*”³¹⁷.

5.1 La concezione europea del principio di specialità: un approccio di tipo sostanzialistico

³¹⁷ Così M. Pellissero, *Frodi ed abusi nei finanziamenti pubblici: interferenze tra fattispecie e questioni aperte in tema di concorso apparente di norme in Aa.Vv., Studi in onore di Franco Coppi*, Torino, 2011, pg. 551.

Un contributo di assoluta novità rispetto alla declinazione interna del principio di specialità giunge dalla giurisprudenza delle Corti europee: in particolare, la sentenza della Corte di Strasburgo nell'*affaire Grande Stevens*, tramite la quale i Giudici colgono l'occasione per fornire spunti di riflessione interessanti anche con riferimento al canone di specialità nostrana.

Si è già detto delle considerazioni mosse dalla Corte EDU nella sentenza citata in relazione alla sua concezione di medesimezza del fatto, ai fini dell'accertamento di una duplicazione sanzionatoria penale, spiccatamente sbilanciata su un'attenzione dichiaratamente sostanzialistica, rivolta al fatto concreto e ben lontana da sofisticati legalismi ricamati sul tessuto normativo.

Avendo strettamente riguardo al principio della *lex specialis*, dunque, ciò che merita di essere evidenziato, guardando ancora alla sentenza *Grande Stevens*, l'opinione parzialmente dissenziente dei giudici *Karakaş e Pinto de Albuquerque*, ove si fa espresso riferimento alla garanzia preventiva rispetto ad una duplicazione sanzionatoria fornita dal principio di specialità di cui all'articolo 9 della l. 689/1981. Ebbene, tale garanzia, nelle parole dei due Giudici europei, si è rivelata nei fatti insufficiente perché non idonea ad evitare la suddetta duplicazione: pur riguardando i due procedimenti, penale e amministrativo, esattamente la stessa situazione, le Corti interne, la Corte d'Appello di Torino prima e la Cassazione poi, operando sull'astratta formulazione delle norme hanno facilmente dichiarato "*in modo non convincente*" che il principio di specialità non avrebbe dovuto trovare applicazione.

Invero, la citata *dissenting opinion* sembra ammonire i giudici italiani chiarendo che, anche partendo da un raffronto eminentemente strutturale fra le norme interessate dal caso concreto, ossia gli articoli 185 e 187 *ter* del TUF, ben si poteva, *rectius* doveva, ricavare l'applicabilità del menzionato canone della *lex specialis*, nella misura in cui gli elementi caratterizzanti l'illecito penale rispetto all'illecito amministrativo³¹⁸, non sono altro che elementi specializzanti rispetto alla fattispecie generale di manipolazione del mercato prevista dall'articolo 187 *ter* del TUF.

³¹⁸ Si fa riferimento all'alterazione sensibile del prezzo degli strumenti finanziari e alla presenza del dolo.

In altre parole, il messaggio dei giudici dissenzienti si presenta chiaro: nella prospettiva di tutela europea non è condivisibile una visione asettica, astratta della specialità; al centro è necessario far permanere il fatto concreto, che deve guidare anche l'analisi ermeneutica degli elementi astratti delle fattispecie.

Con riferimento alla correlazione tra principio di specialità e abusi di mercato si potrebbe far leva sulla già citata pronuncia della Corte di Cassazione del 16 marzo 2006 n. 15199 la quale ha già escluso la possibilità di cumulo sanzionatorio sullo stesso fatto manipolativo, attraverso l'individuazione, sul piano dell'inquadramento giuridico delle due fattispecie, del confine tra illecito penale e illecito amministrativo³¹⁹. In particolare e in estrema sintesi, pur non pronunciandosi sul significato da attribuire alla clausola d'esordio dell'articolo 187 *ter* del TUF, i giudici della Suprema Corte, attesa la presenza della nota *price sensitive*, quale elemento caratterizzante la relativa condotta tipica manipolativa, nel solo illecito penale, hanno configurato quest'ultimo in termini di pericolo concreto e l'illecito amministrativo in termini di pericolo astratto. Se così è, se cioè già prima della pronuncia della Corte di Strasburgo si è operato sul piano dell'interpretazione per evitare il cumulo sanzionatorio, allora sembra possibile immaginare che, *a fortiori*, la soluzione possa essere ricavata per via interpretativa, valorizzando in questo senso lo spazio, per vero ristretto, accordato dal tenore letterale della clausola di salvezza con cui si aprono gli illeciti amministrativi di abuso di mercato: il significato dell'*incipit* "*salve le sanzioni penali quando il fatto costituisce reato*", piuttosto che autorizzare il cumulo di sanzioni, potrebbe al contrario consentire l'applicazione dell'illecito amministrativo nei soli casi non integranti quello penale.

Si potrebbe cioè, una volta per tutte, rileggere la stessa clausola di salvezza nel senso di circoscrivere questi ultimi ai casi non regolati dalle corrispondenti fattispecie penali integrate solo al cospetto della nota *price sensitive*, ricostruendo, dunque, il rapporto tra illecito amministrativo e penale alla luce del principio di specialità, in particolare a titolo di specialità per aggiunta, costituendo la *price*

³¹⁹ Sull'argomento cfr. A.F. Tripodi, *La Corte e.d.u. condanna l'Italia per violazione del ne bis in idem in tema di manipolazione del mercato in Processo penale e giustizia*, 2014, pp. 78-112.

sensitivity un elemento tipico della fattispecie penale ulteriore e “speciale” rispetto a quella amministrativa.

Il monito che giunge da Strasburgo ha lo scopo di influenzare direttamente i passaggi interpretativi interni formulati dalla giurisprudenza in punto di applicazione del canone di specialità e dell’articolo 15 c.p. In particolare, è immediatamente coinvolto il primo *step* di tale sforzo logico, ovvero la verifica della sussistenza di uno stesso fatto, passaggio preliminare e necessario per l’individuazione di un possibile concorso apparente di norme e, dunque, per l’operare del principio di specialità.

Se dunque si è in presenza di uno stesso fatto concreto, riconducibile alla medesima condotta, una sola sarà la norma che dovrà operare e, quindi, una sola la sanzione: questo, a ben vedere, altro non è che il presupposto dell’instaurarsi di un rapporto di specialità tra fattispecie³²⁰; non sono più possibili, dopo l’aperta censura della Corte europea, esercizi tecnico-interpretativi volti a “frammentare” la condotta tipica, onde ricavare, sul piano astratto, una diversità che non si riesce a giustificare nella realtà concreta.

Il principio di specialità, quindi, nella sua dimensione prasseologica, costituisce il vero e proprio banco di prova della tenuta del sistema normativo interno rispetto a quello convenzionale³²¹. E’ necessario che quella “tensione al fatto”, che già caratterizza la dimensione del *ne bis in idem* processuale di cui all’articolo 649 c.p.p., coinvolga anche l’omologa prospettiva sostanziale, entro la quale la specialità si pone quale presidio preventivo rispetto ai rischi di duplicazione sanzionatoria.

Alla luce di quanto sin qui esposto sembrano prospettarsi due differenti modelli applicativi del canone della specialità, l’uno legato alla prassi interpretativa invalsa nella giurisprudenza interna, e l’altro ricavabile dalle indicazioni fornite dai Giudici europei.

Ancora una volta, dunque, il vento di Strasburgo ha scosso violentemente le fondamenta del nostro sistema: in particolare, anche con riferimento al principio di

³²⁰ In questi termini G. Fiandaca-E. Musco, *Diritto penale. Parte generale*, Bologna, 2009, pg. 685. Riconosce nel “*medesimo fatto concreto sul quale convergono le norme (...) null’altro che il presupposto stesso per l’operatività del concorso apparente*”.

³²¹ Così la *Relazione n. 35/2014* cit., pg. 16.

specialità si rinviene quell'asserita incompatibilità tra strumenti ordinamentali interni e convenzionali. Se si tiene a mente che, come detto in precedenza, i giudici italiani si presentano ancora piuttosto restii ad attenersi pedissequamente alle statuizioni della Corte EDU, anche e non solo con specifico riferimento alla materia penale ma, attualmente, altresì con riferimento alla disciplina dell'illecito amministrativo³²², si nota come il principio di specialità non possa essere utilizzato come strumento divincolante per l'interprete e il legislatore rispetto alla problematica del doppio binario sanzionatorio, essendo questo stesso travolto dai dubbi e le incertezze che attanagliano la questione.

6. Osservazioni conclusive

Avvicinandosi al termine della discussione, si possono muovere talune riflessioni conclusive sui temi fin qui trattati.

L'adeguamento dell'ordinamento interno agli obblighi sovranazionali pretesi dall'Unione europea impone una profonda ristrutturazione del complessivo impianto punitivo attualmente articolato, per ciò che concerne la materia degli abusi di mercato, nel TUF: ciò soprattutto allo scopo di conformare il sistema interno al rispetto della garanzia fondamentale del *ne bis in idem*, con la quale l'attuale paradigma di doppio binario cumulativo si pone in frontale ed evidente contrasto.

Se si tiene a mente, inoltre, che l'obiettivo primario nel campo della repressione dei fenomeni di *market abuse* sia quello di apprestare una tutela punitiva quanto più efficace, dissuasiva e proporzionata, è palese che ciò si traduce irrimediabilmente in un reciproco sforzo normativo dei vari ordinamenti nazionali,

³²² Si fa riferimento alla sentenza della Corte costituzionale del 20 luglio 2016 n. 193 con la quale è stata dichiarata infondata la questione di legittimità costituzionale dell'articolo 1 della l. 689/1981 per contrasto con l'articolo 117 della Costituzione in relazione all'articolo 7 della CEDU e 3 della Costituzione nella parte in cui non prevede l'applicazione della legge successiva più favorevole agli autori degli illeciti amministrativi. Tuttavia, nel provvedimento in esame si rinviene uno spiraglio di apertura verso la Corte EDU: si fa salva l'ipotesi, infatti che singole disposizioni sanzionatorie amministrative più favorevoli all'agente vengano applicate retroattivamente qualora l'interprete, alla luce dei criteri 'Engel' elaborati dalla giurisprudenza della Corte di Strasburgo, riconosca la loro natura sostanzialmente penale. Sulla sentenza in discussione si veda G.L. Gatta, *La Corte costituzionale su sanzioni amministrative e principio di retroattività della lex mitior*, in www.penalecontemporaneo.it, 24 luglio 2016.

i quali sono chiamati ad alimentare costantemente quel processo di armonizzazione e razionalizzazione dei sistemi sanzionatori, ormai considerato irrinunciabile.

Se, dunque, “europeizzazione” può far rima con “razionalizzazione” e se alcuni risultati in termini di semplificazione dell’apparato repressivo possono già apprezzarsi sul piano applicativo, è innegabile che la nozione autonoma di materia penale rappresenti anzitutto un propulsore in grado di ravvivare il motore ormai immobile della penna legislativa. Una visione realistica e disincantata di quella crisi del Parlamento e della legge che in certi momenti, almeno in relazione al settore penalistico, si risolve in un vero stato vegetativo permanente.

Risulta, dunque, auspicabile, se non assolutamente essenziale³²³, ponendosi in una prospettiva punitiva funzionalista e non meramente simbolica, liberarsi da questa sorta di pantano legislativo e promuovere razionali meccanismi di coordinamento tra procedimento penale e procedimento amministrativo, da una parte, instaurando un sistema di costruttiva collaborazione strategica tra l’autorità giudiziaria e la Consob e, dall’altra, restituendo al diritto penale la sua connotazione di *extrema ratio*.

Il superamento dei doppi binari e, più in generale, l’esigenza di razionalizzazione del sistema sanzionatorio, infatti, vanno di pari passo con la valorizzazione di tale idea: attraverso il concetto di *extrema ratio*, dunque, il diritto penale è chiamato a muovere non solo un “passo indietro”, recuperando il necessario e mai dimenticato approccio per principi, ma anche e soprattutto un “passo in avanti”, assicurando il necessario apparato di garanzie all’interno dell’indistinto contenitore delle sanzioni amministrative. Il tutto entro la cornice di un più ampio “diritto punitivo”, all’interno della quale l’innegabile e sempre più evidente europeizzazione del diritto penale si traduce in un convinto recupero dei capisaldi della tradizione liberale, in grado di ricondurre l’incerta instabilità del dettaglio alla più affidabile cogenza del principio.

³²³ Così M. Scoletta, *Doppio binario* cit., pg. 231.

BIBLIOGRAFIA

Alessandri A., *Attività d'impresa e responsabilità penali* in *Rivista italiana di diritto e procedura penale*, 2005, pp. 542 ss.

Alessandri A., *Evoluzioni e prospettive del diritto penale economico* in *Rivista italiana di diritto e procedura penale*, 2014, pp. 582-626.

Alessandri A., *Rassegna sugli abusi di mercato: la manipolazione del mercato* in *Giurisprudenza commerciale*, 2015, pp. 415-459.

Alì A., *Il procedimento sanzionatorio della Consob in materia di market abuse e i principi del diritto di difesa e del giusto processo ex art. 6 CEDU in una recente pronuncia delle Sezioni Unite della Cassazione* in M. Frigessi di Rattalma-P. De Cesari (a cura di), *Nuove sfide in tema di concorrenza e aiuti di Stato nell'Unione europea: problemi sostanziali e equo processo: convegno interinale SIDI*, Napoli, 2013, pp. 159-168.

Allegrezza S., *Art. 4 Prot. 7*, in S. Bartole-B. Conforti-G. Zagrebelsky (a cura di), *Commentario breve alla Convenzione europea dei diritti dell'uomo e delle libertà fondamentali*, Padova, 2012, pp. 897 ss.

Amati E., *Abusi di mercato e sistema penale*, Giappichelli, 2012.

Amati E., *La disciplina della manipolazione del mercato tra reato ed illecito amministrativo. Primi problemi applicativi* in *Giurisprudenza commerciale*, 2006, pp. 991-1004.

Annunziata F., *Il recepimento della market abuse directive* in *Il corriere giuridico*, 2005, pp. 745 ss.

Annunziata F., *Riflessi organizzativi della rinnovata disciplina in materia di market abuse* in *Le società*, 2016, pp. 169-177.

Baron L., *UE e market abuse: si inaugura la via della criminalizzazione armonizzata* in *Filodiritto*, 2015, pp. 1-5.

Basile E., *Verso la riforma della disciplina italiana del market abuse: la legge-delega per il recepimento della Direttiva 57/2014/UE in Legislazione penale*, 2015.

Bigiarini A., *Ne bis in idem: il cortocircuito del “doppio binario” sanzionatorio in relazione a fatti di criminalità economica in Diritto penale e processo*, 2016, pp. 262 ss.

Bin L., *La fermezza del giudicato tra dogma, pragma e principi costituzionali in Cassazione penale*, 2015, pp. 2944-2968.

Bricola F., *Rapporti tra dommatica e politica criminale in Rivista italiana di diritto e procedura penale*, 1988.

Brusegan C., *Nuove frontiere in materia di insider trading: verso una regolamentazione europea omogenea? in Archivio penale*, 2015, pp. 1-17.

Campagna F., *La corte europea dei diritti dell'uomo fra inviolabilità dei principi di garanzia e conseguenti esigenze di riforma del sistema sanzionatorio in Nomos*, 201, pp. 1-14.

Caraccioli I., *I problemi generali delle misure di sicurezza*, Milano, 1970.

Carbone P., *Nuovi illeciti attinenti alla negoziazione di “valori mobiliari”. Profili della disciplina. Spunti critici in Il foro italiano*, 1991, pp. 481 ss.

Carrara F., *Il ne bis in idem internazionale in Rivista di diritto internazionale*, 2005, pp. 1022 ss.

Chiavario M., *Commento all'art. 6 in S. Bartole- B. Conforti- G. Raimondi (a cura di), Commentario alla Convenzione europea per la tutela dei diritti dell'uomo e delle libertà fondamentali*, Padova, 2001, pp. 154 ss.

Cipriani R., *Ne bis in idem: una quaestio facti che non può essere rilevata per la prima volta in sede di legittimità in Diritto penale e processo*, 2015, pp. 342 ss.

Cirauolo A., *Ne bis in idem e doppio binario sanzionatorio: verso una progressiva assimilazione tra sanzioni penali e sanzioni amministrative?* in *Rivista trimestrale di diritto penale dell'economia*, 2015, pp. 233-275.

Consulich F.- Mucciarelli F., *Informazione e tutela penale dei mercati finanziari nello specchio della normativa eurounitaria sugli abusi di mercato in Le società*, 2016, pp. 176-191.

Consulich F., *La giustizia e il mercato. Miti e realtà di una tutela penale dell'investimento mobiliare*, Giuffrè, 2010, pp. 160 ss.

Consulich F., *Manipolazione dei mercati e diritto eurounitario in Le società*, 2016, pp. 203-216.

Conti R., *Ne bis in idem in Libro dell'anno del diritto*, Treccani, 2015.

Corbo A., *I complessi rapporti tra legge penale e giudicato in Cassazione penale*, 2015, pp. 18-32.

Cordopatri F., *La "crisi" del giudicato?* in *Rivista di diritto processuale*, 2015, pp. 894-915.

Costantino F.-Salerno S., *Le sanzioni penali ed amministrative per gli intermediari ed i mercati: insider trading e la manipolazione in S. Amorosino (a cura di), Manuale di diritto del mercato finanziario*, Giuffrè Editore, 2008.

Crespi A., *Manipolazione del mercato e manipolazione di norme incriminatrici in Banca, borsa e titoli di credito*, 2009, pp. 107-135.

D'alessandro F., *Regolatori del mercato, enforcement e sistema penale*, Giappichelli, 2014.

D'alessandro F., *Tutela dei mercati finanziari e rispetto dei diritti umani fondamentali in Diritto penale e processo*, 2014, pp. 614 ss.

De Amicis G., *Il principio del "ne bis in idem" europeo nell'interpretazione della Corte di giustizia in Cassazione penale*, 2009, pp. 3162 ss.

De Amicis G., *Ne bis in idem e “doppio binario” sanzionatorio: prime riflessioni sugli effetti della sentenza “Grande Stevens” nell’ordinamento italiano* in www.penalecontemporaneo.it, 30 giugno 2014.

De Simone R., *Sanzione amministrativa (art. 7 CEDU- cumulo di sanzioni amministrative e sanzioni penali- ne bis in idem)* in *Rivista italiana di diritto pubblico comunitario*, 2015, pp. 292-293.

Del Vescovo D., *Il principio del ne bis in idem nella giurisprudenza della Corte di giustizia europea* in *Diritto penale e processo*, 2009, pp. 1413 ss.

Di Amato A., *Gli abusi di mercato*, in DI AMATO A. (a cura di), *I reati del mercato finanziario*, Cedam, Padova, 2007.

Di Giovine O., *Come la legalità europea sta riscrivendo quella nazionale. Dal primato delle leggi a quello dell’interpretazione* in *Rivista trimestrale di diritto penale contemporaneo*, 2013, pp. 184 ss.

Fiandaca G.-Musco E., *Diritto penale. Parte generale*, Zanichelli, 2014.

Fidelbo M., *Il principio del ne bis in idem e la sentenza “Grande Stevens”:* *pronuncia europea e riflessi nazionali* in dirittopenaleeuropeo.it, 9 aprile 2014.

Flick G.M., *Criminalità economica e criminalità organizzata: profili giuridici* in *Note a margine della Questione Europea, suppl. al n. 4 della Rassegna dell’Arma dei Carabinieri*, 1992.

Flick G.M., *Cumulo tra sanzioni penali e amministrative: doppio binario o binario morto? («materia penale», giusto processo e ne bis in idem nella sentenza della Corte Edu, 4 marzo 2014, sul market abuse)* in *Rivista delle società*, 2014, pp. 953 ss.

Flick G.M., *Insider trading: una tappa significativa, anche se controversa, della lunga marcia verso la trasparenza* in *Rivista delle società*, 1991, pp. 975 ss.

Fondaroli D., *Aggiotaggio mediante “altri artifici”: disvalore del fatto e disvalore del contesto* in *Rivista trimestrale di diritto penale dell’economia*, 2003, pp. 748 ss.

Fratini M.-Gasparri G., *Il testo unico della finanza*, Milano, 2012.

Galantini N., *Divieto di bis in idem - il principio del ne bis in idem tra doppio processo e doppia sanzione* in *Giurisprudenza italiana*, 2015, pp. 215 ss.

Galantini N., *Il “fatto” nella prospettiva del divieto di secondo giudizio* in *Rivista italiana di diritto e procedura penale*, 2015, pp. 1205 ss.

Galantini N., *Il ne bis in idem nello spazio giudiziario europeo: traguardi e prospettive* in www.penalecontemporaneo.it, 22 febbraio 2011.

Galli S., *I reati di manipolazione come parziale riscrittura dell’aggiotaggio rispetto agli strumenti finanziari* in *La disciplina italiana in tema di abusi di mercato*, Ipsoa, 2010, pp. 211 ss.

Galli S., *La disciplina italiana in tema di abusi di mercato*, Padova, 2010.

Gatta G.L., *La Corte costituzionale su sanzioni amministrative e principio di retroattività della lex mitior* in www.penalecontemporaneo.it, 24 luglio 2016.

Gianni F., *Market abuse: l’informazione privilegiata e il mercato* in *Relazione al Convegno Synergia Formazione “Market Abuse”*, 2009, pp. 1-26.

Goisis F., *La tutela del cittadino nei confronti delle sanzioni amministrative tra diritto nazionale ed europeo*, Giappichelli, 2014.

Grasso G.-Picotti L.-Sicurella R., *L’evoluzione del diritto penale nei settori d’interesse europeo alla luce del Trattato di Lisbona*, Milano, 2011.

Guariniello F., *Gli abusi di mercato. La manipolazione di mercato: fattispecie penale ed amministrativa* in *Rivista di diritto bancario e finanziario*, 2006, pp. 1 ss.

Guizzi S.G., *Hic rodus, hic salta: l'incidenza del principio del ne bis in idem sulla disciplina del market abuse all'esame del giudice delle leggi* in *Il corriere giuridico*, 2015, pp. 597 ss.

Larizza S., *Profili della politica di depenalizzazione* in *Rivista italiana di diritto e procedura penale*, 1981, pp. 61 ss.

Lattanzi G., *Sanzioni penali o sanzioni amministrative: criteri di scelta e canoni modali in una circolare della Presidenza del Consiglio* in *Il foro italiano*, 1985, pp. 251 ss.

Lavarini B., *Il ne bis in idem convenzionale e "doppio binario" sanzionatorio: il problema del "doppio giudicato"* in *Legislazione penale*, 2016, pp. 1-8.

Lombardo S., *L'informazione privilegiata in Le società*, 2016, pp. 147-158.

Luchtman M.J.J.P-Vervaele J.A.E., *Tutela degli abusi di mercato: verso un modello integrato di applicazione del diritto penale ed amministrativo nell' UE?*, in *Rivista trimestrale di diritto penale dell'economia*, 2014, pp. 677-710.

Magro M.B., *La manipolazione di mercato tra illecito penale ed illecito amministrativo* in *Cassazione penale*, 2007, pp. 61-73.

Manacorda S., *Carta dei diritti fondamentali dell'Unione europea e CEDU: una nuova topografia delle garanzie penalistiche in Europa?* in V. Manes-G. Zagrebelsky (a cura di), *La Convenzione europea dei diritti dell'uomo nell'ordinamento penale italiano*, Milano, 2011, pp. 147 ss.

Manno M.A., *Profili penali dell'insider trading*, Giuffrè, 2012.

Mantovani F., *Concorso e conflitto di norme nel diritto penale*, Bologna, 1996.

Mantovani F., *Diritto penale, Parte generale*, Cedam, 2013.

Mascia A., *Osservatorio della Corte europea dei diritti dell'uomo, manipolazione del mercato, imparzialità e indipendenza del giudice e principio del ne bis in idem* in *Corriere giuridico*, 2014, pp. 707 ss.

Massaro A., *Europeizzazione del diritto penale e razionalizzazione del sistema sanzionatorio: il superamento dei doppi binari nazionali nel segno sostanzialistico-funzionale della materia penale* in www.penalecontemporaneo.it, 15 luglio 2015.

Masucci M., *Abusi di mercato* in A. Fiorella (a cura di), *Questioni fondamentali della parte speciale del diritto penale*, Giappichelli, 2012, pp. 249 ss.

Mazzacuva F., *L'incidenza della definizione "convenzionale" di pena sulle prospettive di riforma del sistema sanzionatorio* in *Rivista trimestrale di diritto penale contemporaneo*, 2015, pp. 6-34.

Mori P., *Rapporti tra fonti nel diritto dell'Unione europea. Il diritto primario*, Torino, 2010.

Moscarini P., *Il concetto europeo d'"infrazione penale" e la concorrenza fra i sistemi punitivi interni* in *Diritto penale e processo*, 2016, pp. 389-401.

Mucciarelli F., *La nuova disciplina eurocomunitaria sul market abuse: tra obblighi di criminalizzazione e ne bis in idem* in www.penalecontemporaneo.it, 8 febbraio 2016.

Mucciarelli F., *L'insider trading nella rinnovata disciplina UE sugli abusi di mercato* in *Le società*, 2016, pp. 193-202.

Napoleoni V., *L'insider trading* in C. Santoriello (a cura di), *La disciplina penale dell'economia*, Torino, 2008.

Negri G., *Market abuse, dopo la sentenza Grande Stevens doppie sanzioni soft* in *Il sole 24 ore*, 3 maggio 2016.

Padovani T., *Diritto penale della prevenzione e mercato finanziario* in *Rivista italiana di diritto e procedura penale*, 1995, pp. 641 ss.

Palazzo F., *I criteri di riparto tra sanzioni penali e sanzioni amministrative (Dalle leggi di depenalizzazione alla circolare della Presidenza del Consiglio)* in *Indice penale*, 1986, pp. 35 ss.

Paliero E., *La riforma della tutela penale del risparmio: continuità e fratture nella politica criminale in materia economica* in *Il corriere del merito*, 2006, pp. 615 ss.

Paliero E., *Note sulla disciplina dei reati "bagatellari"* in *Rivista italiana di diritto e procedura penale*, 1979, pp. 988 ss.

Pellisero M., *Frodi ed abusi nei finanziamenti pubblici: interferenze tra fattispecie e questioni aperte in tema di concorso apparente di norme* in AA.VV., *Studi in onore di Franco Coppi*, Torino, 2011, pp. 551 ss.

Penco E., *Il principio di specialità "amministrativa" tra declinazioni interne "formali" e spinte europee "sostanziali"* in *Rivista trimestrale di diritto penale contemporaneo*, 2016, pp. 63-70.

Ragno M., *Gli abusi di mercato* in F. Vella (a cura di), *Banche e mercati finanziari*, Giappichelli, 2009.

Ragone G., *Nota a Corte cost. 49/2015. Giurisprudenza Cedu e ordinamento interno: nuove istruzioni per l'uso da parte della Corte costituzionale italiana* in <http://www.dpce.it/>, 2015, pp. 1-7.

Recchia N., *Il ne bis in idem transnazionale nelle fonti eurounitarie* in *Rivista italiana di diritto e procedura penale*, 2015, pp. 1373-1411.

Redazione (a cura di), *Eternit: la Consulta dichiara l'illegittimità costituzionale dell'art. 649 c.p.p., ma il giudizio a quo può riprendere*, in *Giurisprudenza Penale Web*, 2016.

Ricci C., *Insider trading: abuso di informazioni privilegiate* in F. Iudica (a cura di), *Manuale del mercato mobiliare*, Giappichelli, 2012, pp. 346 ss.

Riccio S., *Ne bis in idem e market abuse: quali prospettive (aspettando la Consulta)* in *Processo penale e giustizia*, 2015, pp. 185- 192.

Rigotti M., *L'abuso di informazioni privilegiate* in A. Patroni Griffi-M. Sandulli- V. Santoro (a cura di), *Intermediari finanziari, mercati e società quotate*, Giappichelli, Torino, 1999.

Roccatagliata L., *La Cassazione salva il doppio binario sanzionatorio. Impossibile interpretare l'articolo 649 c.p.p. in modo conforme alla CEDU in Giurisprudenza Penale Web*, 2016.

Romano M., *Introduzione allo studio del diritto penale bancario* in Id. (a cura di), *La responsabilità penale degli operatori bancari*, Bologna, 1980.

Ruggeri A., *Fissati nuovi paletti dalla Consulta a riguardo del rilievo della Cedu in ambito interno* in *Rivista trimestrale di diritto penale contemporaneo*, 2015, pp. 332-338.

Ruggeri A., *La Corte di giustizia, il primato incondizionato del diritto dell'Unione e il suo mancato bilanciamento col valore della salvaguardia dei principi di struttura degli ordinamenti nazionali nel loro fare "sistema"* in www.diritticomparati.it, 2 aprile 2013.

Ruggeri A., *Una pronunzia da cui traspare una visione piramidale dei rapporti tra Costituzione e CEDU (e, perciò, delle stesse Corti che ne sono garanti), escludendosi assiomaticamente che dalla seconda possa venire una tutela per i diritti ancora più intensa di quella dalla prima* in *Rivista trimestrale di diritto penale contemporaneo*, pp. 326-332.

Salcuni G., *L'uropeizzazione del diritto penale: problemi e prospettive*, Milano, 2011, pp. 411-460.

Scapin S., *Market abuse: inammissibilità delle questioni di costituzionalità e conseguente salvezza del doppio binario sanzionatorio* in www.giurisprudenzapenale.com, 2016, pp. 1-13.

Scaroina E., *Costi e benefici del dialogo tra Corti in materia penale in Cassazione penale*, 2015, pp. 2910-2939.

Scoletta M., *Doppio binario sanzionatorio e ne bis in idem nella nuova disciplina eurounitaria degli abusi di mercato in Le società*, 2016, pp. 218-231.

Scoletta M., *Il doppio binario sanzionatorio del market abuse al cospetto della Corte costituzionale per violazione del diritto fondamentale al ne bis in idem* in www.penalecontemporaneo.it, 17 novembre 2014.

Selvaggi E., *Il principio del ne bis in idem in ambito europeo in Cassazione penale*, 2003, pp. 1692 ss.

Seminara S., *Crisi finanziaria e disorientamenti etici e giuridici in Diritto penale e processo*, 2009, pp. 269 ss.

Seminara S., *Disposizioni comuni agli illeciti di abuso di informazioni privilegiate e di manipolazione del mercato in Diritto penale e processo*, 2006, pp. 9 ss.

Seminara S., *Informazione finanziaria e diritto penale (Disclose or abstain? La nozione di informazione privilegiata tra obblighi di comunicazione al pubblico e divieti di insider trading: riflessioni sulla determinatezza delle fattispecie sanzionatorie)* in C. Beria di Argentine (a cura di), *Impresa e giustizia penale: tra passato e futuro*, Giuffrè, 2012.

Sfameni P.-Saccone F., *Informazione al pubblico e abusi di mercato* in P. Sfameni- A. Giannelli (a cura di), *Diritto degli intermediari e dei mercati finanziari*, Milano, 2013.

Sgubbi F.-Fondaroli D.-Tripodi A.F., *Diritto penale del mercato finanziario*, Cedam, 2013.

Sorbello P., *Il bis in idem nell'ordinamento penale italiano. Dal market abuse al diritto sanzionatorio tributario* in *Rivista trimestrale di diritto penale contemporaneo*, 2015, pp. 83 ss.

Sotis C., *Il diritto senza Codice. Uno studio sul sistema penale europeo vigente*, Milano, 2007, pp. 18 ss.

Sturla M.T., *Il ne bis in idem tra Corte EDU e Corte costituzionale in Giurisprudenza italiana*, 2015, pp. 2006 ss.

Tripodi A.F., *Commento agli artt. 180-187 quaterdecies tuf* in T. Padovani (a cura di), *Le fonti del diritto italiano. Leggi complementari*, Giuffrè, 2007.

Tripodi A.F., *Il ne bis in idem si confronta coi suoi "limiti": al vaglio di proporzionalità della Corte di giustizia la condizione d'esecuzione prevista dall'art. 54 della Convenzione di applicazione dell'Accordo di Schengen* in *Giurisprudenza costituzionale*, 2015, pp. 605 ss.

Tripodi A.F., *Informazioni privilegiate e statuto penale del mercato finanziario*, Cedam, 2012.

Tripodi A.F., *La Corte e.d.u. condanna l'Italia per violazione del ne bis in idem in tema di manipolazione del mercato* in *Processo penale e giustizia*, 2014, pp. 78-112.

Tripodi A.F., *Ne bis in idem sostanziale e processuale in una recente pronuncia del Tribunale di Roma* in *Rivista penale*, 2015, pp. 576-581.

Tripodi A.F., *Uno più uno (a Strasburgo) fa due. L'Italia condannata per violazione del ne bis in idem in tema di manipolazione del mercato* in www.penalecontemporaneo.it, 9 marzo 2014.

Ufficio del Ruolo e del Massimario della Corte Di Cassazione, *Considerazioni sul principio del ne bis in idem nella recente giurisprudenza europea: la sentenza 4 marzo 2014, Grande Stevens e altri contro Italia, Relazione n. 35/2014 dell'Ufficio del Ruolo e del Massimario della Corte di Cassazione*, 8 maggio 2014.

Viganò F., *Convenzione europea dei diritti dell'uomo e resistenze nazionalistiche: Corte costituzionale italiana e Corte europea tra guerra e dialogo* in www.penalecontemporaneo.it, 14 luglio 2014.

Viganò F., *Doppio binario sanzionatorio e ne bis idem: verso una diretta applicazione dell'art. 50 della Carta?* in www.penalecontemporaneo.it, 30 giugno 2014.

Viganò F., *Ne bis in idem e contrasto agli abusi di mercato: una sfida per il legislatore e i giudici italiani* in www.penalecontemporaneo.it, 08 febbraio 2016.

Viganò F., *Omesso versamento di IVA e diretta applicazione delle norme europee in materia di ne bis in idem?* in www.penalecontemporaneo.it, 11 luglio 2016.

Vizzardi M., *La manipolazione del mercato: un doppio binario da ripensare?* in *Rivista italiana di diritto e procedura penale*, 2006, pp. 704 ss.

Vozza D., *Le tecniche gradate di armonizzazione delle sanzioni penali nei recenti interventi dell'Unione europea* in *Rivista trimestrale di diritto penale contemporaneo*, pp. 16-33.

Vozza D., *I confini applicativi del principio del ne bis in idem interno in materia penale: un recente contributo della Corte di giustizia dell'Unione europea* in www.penalecontemporaneo.it, 15 aprile 2013.

Vozza D., *Verso un nuovo "volto" del ne bis in idem internazionale nell'Unione europea?* in www.penalecontemporaneo.it, 3 maggio 2012.

Zagrebelsky G., *La giustizia costituzionale*, Bologna, 1988.