

IL NE BIS IN IDEM NEGLI ABUSI DI MERCATO

INTERFERENZE TRA ILLECITO PENALE E ILLECITO
AMMINISTRATIVO NEI REATI DI *MARKET ABUSE*

di Nicola Menardo

SOMMARIO

INTRODUZIONE.....	5
CAPITOLO 1. GLI ABUSI DI MERCATO	7
1. IL QUADRO NORMATIVO DI RIFERIMENTO	7
2. L'ABUSO DI INFORMAZIONI PRIVILEGIATE (ART. 184 T.U.F.)	14
2.1 <i>Il bene giuridico tutelato</i>	14
2.2 <i>L'ambito applicativo</i>	19
2.3 <i>L'informazione privilegiata</i>	21
2.3.1 <i>La precisione della notizia</i>	23
2.3.2 <i>La non pubblicità della notizia</i>	25
2.3.3 <i>La price sensitivity</i>	27
2.3 <i>I soggetti attivi</i>	32
2.3.1 <i>Insiders primari</i>	33
2.3.2 <i>Insiders secondari</i>	36
2.3.3 <i>Outsiders e concorso di persone</i>	36
2.3.4 <i>L'insider di sé stesso</i>	37
2.3.5. <i>Le novità introdotte dal MAR e dalla MAD2 sul piano dei soggetti attivi</i>	38
2.4 <i>Le condotte penalmente rilevanti</i>	40
2.4.1 <i>Il trading</i>	42
2.4.2 <i>Il tipping</i>	44
2.4.3 <i>Il tuyautage</i>	48
2.5 <i>L'illecito amministrativo di insider trading di cui all'art. 187 bis T.U.F.</i> ..	49
2.6 <i>Il sistema sanzionatorio</i>	51
3. LA MANIPOLAZIONE DEL MERCATO	56
3.1. <i>Introduzione</i>	56
3.2. <i>Le modifiche ai principi fondanti il sistema repressivo delle manipolazioni del mercato: dalla Direttiva MAD1 alla Direttiva MAD2 e al Regolamento MAR</i>	58
3.3. <i>La nozione comunitaria di manipolazione del mercato</i>	60
3.4. <i>Il bene giuridico protetto e i safe harbors</i>	61
3.5. <i>La manipolazione informativa</i>	64
3.5.1 <i>I concetti di diffusione e di notizia (e la price sensitivity)</i>	64
3.5.2. <i>La falsità della notizia</i>	67
3.6. <i>La manipolazione operativa</i>	67
3.6.1 <i>Le operazioni simulate</i>	68
3.6.2 <i>Gli "altri artifici"</i>	70

3.6.3 L'artificio come violazione degli obblighi informativi	73
3.7. <i>Il pericolo (concreto) di alterazione dei prezzi</i>	75
3.8. <i>L'illecito amministrativo di cui all'art. 187 ter T.U.F.</i>	81
3.9. <i>Il doppio binario sanzionatorio e i rapporti tra le due fattispecie di aggiotaggio finanziario</i>	84
CAPITOLO 2. IL NE BIS IN IDEM	89
1. IL PRINCIPIO DEL <i>NE BIS IN IDEM</i> NELL'ORDINAMENTO INTERNO	89
1.1 <i>Il principio nell'ordinamento nazionale</i>	89
1.2 <i>Le eccezioni al divieto di doppio giudizio</i>	94
2. IL PRINCIPIO DEL <i>NE BIS IN IDEM</i> NELL'ORDINAMENTO COMUNITARIO E NELLA CEDU	97
2.1 <i>Introduzione</i>	97
2.2 <i>Il ne bis in idem comunitario</i>	98
2.3 <i>Il ne bis in idem nella Convenzione europea dei diritti dell'uomo</i>	107
2.3.1 <i>La CEDU e la Corte di Strasburgo</i>	107
2.3.2. <i>Il divieto di doppio giudizio nella CEDU</i>	109
3. LE INTERFERENZE DEL <i>NE BIS IN IDEM</i> CON LA DISCIPLINA DEGLI ABUSI DI MERCATO: IL CASO <i>GRANDE STEVENS CONTRO ITALIA</i>	117
3.1. <i>I fatti oggetto di ricorso alla Corte EDU</i>	117
3.2 <i>Il ricorso alla Corte di Strasburgo</i>	123
3.3 <i>La decisione della Corte EDU</i>	124
3.4. <i>Le conseguenze della sentenza sulla disciplina sanzionatoria degli abusi di mercato: la natura penale delle sanzioni CONSOB</i>	128
3.5 <i>Le conseguenze della sentenza sulla disciplina sanzionatoria degli abusi di mercato: la conferma della concezione strettamente empirica di "medesimezza del fatto"</i>	134
CAPITOLO 3. LO SCENARIO ATTUALE, TRA INCERTEZZE APPLICATIVE E PROSPETTIVE DI RIFORMA	137
1. LE PRIME APPLICAZIONI DELLA SENTENZA <i>GRANDE STEVENS</i> NELL'ORDINAMENTO NAZIONALE.....	137
1.1 <i>Le pronunce in materia penal-tributaria</i>	138
1.1.1. <i>Le ordinanze del Tribunale di Bologna e del Tribunale di Monza</i>	138
1.1.2. <i>Il rinvio pregiudiziale del Tribunale di Bergamo</i>	140
1.1.3. <i>Il rinvio pregiudiziale del Tribunale di Torino e la decisione della CGUE </i>	141
1.1.4. <i>L'applicazione diretta dell'art. 50 Carta di Nizza da parte del Tribunale di Asti e la riforma della Corte di Cassazione</i>	143

1.1.5. L'applicazione diretta della sentenza Grande Stevens da parte del Tribunale di Terni e del Tribunale di Brindisi	145
1.2 <i>La sentenza n. 49/2015 della Corte Costituzionale sul "diritto vivente europeo" e la posizione della giurisprudenza di legittimità</i>	147
2. I DISORIENTAMENTI DELLA CORTE DI CASSAZIONE NELL'AMBITO DEGLI ABUSI DI MERCATO, L'INTERVENTO DELLA CORTE COSTITUZIONALE E IL RINVIO PREGIUDIZIALE ALLA CORTE DI LUSSEMBURGO	152
2.1 <i>La sentenza n. 102/2016 della Corte Costituzionale</i>	153
2.2 <i>I rinvii pregiudiziali alla CGUE</i>	158
3. LA SENTENZA N. 200/2016 DELLA CORTE COSTITUZIONALE SUL CONCETTO DI <i>IDEM FACTUM</i>	159
3.1 <i>L'ordinanza del GUP di Torino nell'ambito del processo "Eternit bis" ...</i>	159
3.2 <i>I contenuti di rilievo della pronuncia</i>	161
4. UN POSSIBILE <i>REVIREMENT</i> DELLA CORTE DI STRASBURGO E LE ATTUALI INCERTEZZE APPLICATIVE.....	165
4.1 <i>La sentenza della Corte EDU A. e B. c. Norvegia: revirement o evoluzione?</i>	165
4.2 <i>L'applicazione dei nuovi criteri nella materia degli abusi di mercato</i>	171
4.3 <i>Un nuovo apparente "cambio di rotta" da parte della Corte EDU: la sentenza Jóhannesson e a. c. Islanda</i>	175
5. LA PORTATA DELLA RIFORMA COMUNITARIA DEL 2014 E LE INIZIATIVE DI RECEPIMENTO DELLA DIRETTIVA MAD2: UNO SCENARIO <i>IN FIERI</i>	177
5.1 <i>I vincoli imposti al Legislatore dal MAD2 e i precetti del MAR</i>	177
5.2 <i>La legge delega n. 114/2015, la sua mancata attuazione e le recenti iniziative del Governo Italiano</i>	180
6. RIFLESSIONI SUL DIRITTO VIVENTE IN TEMA DI <i>NE BIS IN IDEM</i> E PROSPETTIVE <i>DE JURE CONDENDO</i>	187
BIBLIOGRAFIA	194

INTRODUZIONE

Il presente scritto si propone di sottoporre ad analisi il fenomeno degli abusi di mercato dal punto di vista punitivo, con l'obiettivo di descrivere i meccanismi di interazione tra i procedimenti e le sanzioni che connotano il doppio binario sanzionatorio che il Legislatore nazionale ha inteso adottare nel recepimento delle indicazioni fornite dalle istituzioni comunitarie per una più efficace tutela del mercato finanziario.

La prima parte del contributo si incentra dunque sull'analisi degli illeciti penali e amministrativi facenti capo all'abuso di informazioni privilegiate e alla manipolazione del mercato, con particolare attenzione all'evoluzione del sistema sanzionatorio delle richiamate fattispecie e al ruolo assunto in tal senso dalle fonti comunitarie.

Nel secondo capitolo viene svolta una ricognizione sull'origine e sulla progressiva affermazione del principio del *ne bis in idem* - quale limite alle prerogative sanzionatorie dello Stato nei confronti del singolo - sia a livello nazionale che con riferimento all'ordinamento comunitario e a quello fondato sulla *Convenzione europea dei diritti dell'uomo e delle libertà fondamentali*. Ciò al fine di verificare il concreto dipanarsi dei rapporti tra il *ne bis in idem* domestico e quello posto dai richiamati ordinamenti sovranazionali: sia con riferimento al tradizionale problema dell'interazione delle rispettive fonti, sia per quanto attiene al tema della gerarchia delle interpretazioni. In questo contesto emerge che la *double jeopardy rule* riceve una protezione più ampia di quella assicurata dall'ordinamento domestico, si fonda su una concezione moderna e sostanzialistica delle nozioni di illecito penale e di medesimo fatto, precondizioni fondamentali per invocare l'operatività della garanzia. La vicenda nell'ambito del quale si è registrata una significativa interazione tra i problemi riguardanti l'interpretazione del *ne bis in idem* convenzionale e l'applicazione del doppio binario sanzionatorio in materia di abusi di mercato, è quella riguardante il caso *Grande Stevens e altri c. Italia*, nell'ambito del quale la

Corte Europea dei Diritti dell'Uomo ha riconosciuto che il sistema punitivo delineato dal Legislatore italiano per la repressione degli illeciti di *market abuse* si pone in contrasto con il divieto di doppio giudizio e doppia sanzione sancito dall'art. 4 Protocollo 7 CEDU.

A partire dalla decisione della Corte di Strasburgo, ha preso avvio un intenso dibattito tutt'ora aperto, sulla compatibilità generale dei meccanismi punitivi fondati sul c.d. doppio binario sanzionatorio con la garanzia del *ne bis in idem* quale principio immanente di diritto interno e sovranazionale. Dibattito - di cui si dà conto nel terzo capitolo - che si dipana sia a livello dottrinario che giurisprudenziale e che ha visto sino ad oggi il susseguirsi di interventi della giurisprudenza di legittimità e della Corte Costituzionale, ma anche della stessa Corte EDU e della Corte di Giustizia dell'Unione Europea, diretti a precisare e talvolta mitigare la portata delle statuizioni della sentenza *Grande Stevens e altri c. Italia*. In questo contesto, si registra un clamoroso ritardo del Legislatore nazionale nel recepimento della riforma comunitaria del *market abuse* - Regolamento UE n. 596/2014 (MAR) e Direttiva n. 2014/57/UE (MAD2) - che nell'intenzione delle istituzioni eurounitarie dovrebbe porre fine al conflitto tra disciplina sanzionatoria degli abusi di mercato e la garanzia del *ne bis in idem* quale diritto fondamentale dell'individuo espressamente protetto anche dall'Unione.

CAPITOLO 1. GLI ABUSI DI MERCATO

1. IL QUADRO NORMATIVO DI RIFERIMENTO

La disciplina italiana dei reati di *market abuse* può essere fatta risalire all'introduzione, nell'ordinamento nazionale, della legge 17 maggio 1991 n. 157.

Da allora, l'assetto normativo degli abusi di mercato ha subito tre interventi riformatori particolarmente rilevanti, che hanno determinato importanti modifiche sia a livello della struttura delle fattispecie, che con riferimento alla tipologia e alla gravità delle sanzioni.

Il paradigma punitivo delineato dalla legge n. 157/1991 si impervia su un generale obbligo di astensione gravante sull'operatore che entrava in possesso di un'informazione privilegiata, noto come *disclose or abstain rule*¹.

La disciplina in questione ha trovato scarsa applicazione pratica ed è stata oggetto di importanti critiche da parte della dottrina, che ha evidenziato come il richiamato divieto assoluto di operare sul mercato, consentisse di punire l'autore dell'illecito indipendentemente dal fatto che egli avesse fatto effettivo uso dell'informazione privilegiata e sulla base della mera violazione di un generico dovere di astensione.

Ciò aveva generato un sistema di repressione generalizzata, che colpiva anche comportamenti privi di qualunque connotato di offensività, generando di fatto una presunzione di colpevolezza in capo all'operatore finanziario.

Altra censura mossa alla legge n. 157/1991 riguardava l'ampiezza della categoria dei soggetti attivi del reato, cui faceva da contraltare un trattamento sanzionatorio non sufficientemente differenziato².

Con l'entrata in vigore del d.lgs. n. 58/1998, meglio noto come Testo Unico della Finanza (d'ora in poi T.U.F.), sono state abrogate tutte le fattispecie di reato

¹ G. CANZIO, L. D. CERQUA, L. LUPARÀ, *Diritto Penale delle Società*, vol. I, CEDAM, 2014, 673.

² V. NAPOLEONI, *Insider trading: i pallori del sistema repressivo. Una ipotesi di lavoro*, in *Cass. Pen.*, 2001, n. 7-8, 2228-2243

contemplate dalla legge n. 157/1991, sostituite da nuove tipologie di illecito, previste dagli artt. 180 e ss. T.U.F.

Se la struttura generale delle disposizioni incriminatrici è rimasta immutata rispetto al passato, con l'avvento del T.U.F. si registra l'abbandono della regola del *disclose or abstain*, in favore di una maggior tipizzazione delle condotte, incentrata sul nesso eziologico tra il comportamento illecito del soggetto attivo e il possesso dell'informazione privilegiata³.

Questo risultato è stato raggiunto sostituendo alla condotta di mero possesso dell'informazione privilegiata quella di utilizzo, sanzionando colui che "si avvale" dell'informazione, sfruttandola a proprio vantaggio.

Un ulteriore elemento di innovazione risiede nella tipizzazione e differenziazione – quanto a disvalore – delle condotte degli *insiders* primari e secondari, volta a sanzionare questi ultimi (*tippee*) solo allorché lo sfruttamento dell'informazione privilegiata avvenga nell'ambito di operazioni di *trading*.

Occorre inoltre evidenziare che nella sua versione originale, il T.U.F. prevedeva esclusivamente sanzioni di natura penale, circostanza che aveva attirato più di una critica per il mancato impiego di forme di repressione incentrate sul più snello modello sanzionatorio amministrativo⁴.

La paternità dell'attuale assetto repressivo degli illeciti di *market abuse*, sia sotto il profilo sostanziale che *quoad poenam*, è attribuibile alla riforma sistema sanzionatorio attuata con la legge 18 aprile 2005 n. 62, che ha recepito la Direttiva n. 2003/6/CE (c.d. Direttiva MAD1).

L'esigenza di una nuova regolamentazione comunitaria, idonea a contrastare la manipolazione dei mercati, è stata per la prima volta esplicitata dal *Piano di azione per i servizi finanziari* del 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, misure

³ F. MUCCIARELLI, *Due sentenze e tre problemi in tema d'insider trading: modalità della condotta, utilizzazione del consiglio e ostacolo alle funzioni della Consob*, in *Foro Ambr.*, 2000, 76 e ss.

⁴ N. LINCIANO – A. MACCHIATI, *Insider trading, Una regolazione difficile*, Il Mulino, 2002, 105.

di attuazione, cooperazione ed *enforcement*, ovvero la vigilanza sul rispetto delle norme⁵.

La Direttiva sull'abuso di mercato rifletteva questa impostazione, essendo composta da uno scheletro normativo nuovo costituito da un atto normativo principale, la Direttiva n. 2003/6/CE rubricata "*Direttiva del Parlamento Europeo e del Consiglio relativa all'abuso di informazioni privilegiate e alla manipolazione del mercato*" - integrata da altra direttiva (la n. 2003/72/CE) - che dettava i principi generali ed i criteri ispiratori della disciplina sul *market abuse*, prevedendo in particolare: un'articolata definizione dell'abuso di informazioni privilegiate e della manipolazione del mercato basata sulla puntuale indicazione delle condotte vietate; l'introduzione di sanzioni di tipo anche amministrativo, dotate dei requisiti di dissuasività, efficacia e proporzione alla gravità della violazione e dei proventi del reato; l'individuazione per ciascuno Stato Membro di un'autorità amministrativa di vigilanza sul rispetto delle disposizioni in materia; l'attuazione di una maggiore collaborazione tra le autorità di vigilanza degli Stati Membri finalizzata alla costituzione di una rete europea di controllo dei mercati.

Il fulcro centrale della Direttiva MAD1, era comunque la creazione di un sistema sanzionatorio "misto", idoneo a reprimere efficacemente gli abusi di mercato mediante l'utilizzo integrato di sanzioni penali, sanzioni amministrative e sanzioni accessorie gravemente afflittive, di spiccata efficacia generalpreventiva.

Tornando alle modifiche apportate al d.lgs. 58/1998 con il recepimento della Direttiva n. 2003/6/CE (legge n. 62/2005), si osserva che il Legislatore, nei nuovi articoli 181-184 T.U.F. ha rimodulato le disposizioni incriminatrici di natura penale, inserendo elementi costitutivi nuovi, chiarendo l'ambito applicativo di alcune fattispecie e privando di rilevanza penale talune condotte precedentemente sanzionate.

Le caratteristiche principali del nuovo sistema sanzionatorio sono una più puntuale definizione del concetto di informazione privilegiata, la tipizzazione delle situazioni

⁵ Comunicazione della Commissione, Messa in atto del quadro di azione per i servizi finanziari: piano d'azione COM (1999), 232, 11/5/1999, 19.

che possono generare l'acquisizione di un'informazione *price sensitive* e l'espunzione dall'area delle condotte penalmente rilevanti quelle degli *insiders* secondari.

Peraltro, secondo autorevole dottrina la legge n. 62/2005 non ha introdotto novità assolute sul piano della tipizzazione delle condotte illecite, quanto piuttosto recepito e codificato interpretazioni e soluzioni operative da tempo consolidate in dottrina e giurisprudenza⁶.

Dal punto di vista del trattamento sanzionatorio, come accennato, quella attuata nel 2005 costituisce invece una riforma epocale del modello repressivo degli abusi di mercato, che segna una svolta netta rispetto al passato.

In particolare, le misure penali hanno subito un deciso aggravamento nel tipo e nel *quantum*, posto che per gli *insiders* la pena detentiva è stata triplicata nel massimo edittale e la sanzione pecuniaria è suscettibile di aumento fino al triplo in funzione del provento conseguito dall'autore del reato.

Sono state inoltre introdotte la confisca obbligatoria del profitto del reato e sanzioni interdittive assai afflittive (su cui si tornerà *infra*), nonché la parallela responsabilità amministrativa della persona giuridica ai sensi del d.lgs. 231/2001.

Non solo.

Allo scopo di dare compiuta attuazione alle indicazioni della Direttiva 2003/6/CE, il Legislatore ha introdotto nel T.U.F. un nuovo art. 187 *bis*, affiancando alla fattispecie penale di *insider trading* di cui all'art. 184, lo speculare illecito amministrativo di abuso di informazioni privilegiate, da accertare e sanzionare attraverso un procedimento separato e autonomo rispetto a quello penale, affidato totalmente (quantomeno sino all'eventuale fase giudiziale) alla *Commissione Nazionale per le Società e la Borsa* - d'ora in poi CONSOB - individuata dallo Stato Italiano quale autorità di vigilanza dotata di poteri paragiurisdizionali, competente a controllare il mercato e reprimere gli abusi, in linea con quanto previsto dalle fonti comunitarie.

⁶ G. CANZIO, L. D. CERQUA, L. LUPARÀ, *Diritto Penale delle Società*, cit., 675.

L'iniziativa di duplicare il trattamento sanzionatorio per i reati di *market abuse* – che, è bene sottolinearlo sin d'ora, non trova invero alcun fondamento o legittimazione espressa nella Direttiva 2003/6/CE – ha generato un doppio binario punitivo, caratterizzato dal fatto che le nuove fattispecie amministrative non si limitano a reprimere comportamenti tradizionalmente estranei all'area del penalmente rilevante, ma anche (e soprattutto) talune condotte già tipizzate dalle disposizioni incriminatrici di tipo penale e pertanto soggette al relativo sistema punitivo.

Questa politica legislativa, giustificata formalmente dall'esigenza di adeguare l'ordinamento interno alle richieste delle istituzioni comunitarie, si è subito rivelata radicalmente in contrasto con i cogenti principi di proporzione, sussidiarietà e ragionevolezza che dominano il diritto punitivo, ponendosi in netta distonia rispetto alla tradizionale regolamentazione dei rapporti tra sanzione amministrativa e illecito penale, disciplinati in via generale dal principio di specialità sancito dall'art. 9 Legge n. 689/1981.

Un'ulteriore modifica e implementazione del sistema repressivo degli illeciti di *market abuse* si è registrato con l'art. 39 della legge n. 262/2005, che ha previsto il raddoppio delle pene per il reato di abuso di informazioni privilegiate e quintuplicato le relative sanzioni pecuniarie, sia penali che amministrative, dando origine a cornici edittali di latitudine tale da indurre gli operatori del settore a giudicare l'intervento riformatore indiscriminato e generalizzato, con effetti potenzialmente sperequativi in fase di applicazione della pena⁷.

L'assetto del sistema repressivo degli abusi di mercato è destinato a subire – e in parte ha già subito, con effetti pratici da verificare sul campo – un'ulteriore

⁷ L. FOFFANI, *L'abuso di informazioni privilegiate*, in *Commentario breve alle leggi penali complementari*, a cura di Palazzo-Paliero, CEDAM, 2007, 714. Alcuni autori hanno evidenziato i dubbi interpretativi derivanti dalla clausola di riserva contenuta nell'art. 39 della legge n. 262/2005, che fa salvi i limiti previsti in generale dal codice penale per ciascun tipo di pena. Secondo un'interpretazione garantista, la clausola dovrebbe essere intesa in senso restrittivo, ovvero che gli aumenti siano da circoscrivere solo alla pena detentiva, mentre resterebbero immutate le pene pecuniarie, già assestate su cornici edittali prossime o addirittura superiori a quelle previste dal codice penale. Si veda sul punto C. E. PALIERO, *La riforma della tutela penale del risparmio: continuità e fratture nella politica criminale in materia economica*, in *Corriere del merito*, 2006, n. 5, 616.

rivoluzione, dovuta alla recente approvazione del pacchetto normativo comunitario costituito dalla Direttiva 2014/57/UE (*Market Abuse Directive 2* o MAD2) e dal Regolamento UE n. 596/2014 (*Market Abuse Regulation* o MAR), che ha abrogato la Direttiva 2003/6/CE (MAD1), allo scopo di dare origine a una nuova disciplina comunitaria finalizzata a favorire la progressiva uniformazione delle disposizioni nazionali sul contrasto agli abusi di mercato.

Il pacchetto di riforma nasce dall'esito degli studi della Commissione europea, che hanno rilevato importanti *deficit* di omogeneità nelle legislazioni degli stati membri, con effetti negativi sulla tutela del mercato e degli investitori.

Il Regolamento MAR, entrato in vigore il 3/7/2016, ha istituito un quadro comune di disciplina dei meccanismi di repressione amministrativa per gli illeciti di abuso di informazioni privilegiate, comunicazioni illecite di informazioni privilegiate e manipolazione del mercato.

Gli elementi di maggior innovazione rispetto alla MAD1 (Direttiva 2003/6/CE), sono costituiti dall'estensione dell'ambito di applicazione delle disposizioni in materia di abusi di mercato sotto diversi profili, ivi compreso il tipo di strumenti finanziari che possono essere oggetto materiale dell'illecito.

E' stata inoltre operata una migliore definizione delle condotte di manipolazione, su cui si innesta un folto elenco (esemplificativo e non tassativo) di condotte manipolative e di indicatori di manipolazione del mercato, elaborato sulla base delle indicazioni del CESR e dell'ESMA⁸.

Altro aspetto di grande rilevanza pratica trattato dal Regolamento è la necessità di disciplinare la posizione dei c.d. *whistleblowers* quale mezzo essenziale per la scoperta e la repressione degli abusi di mercato.

Attraverso il MAR, direttamente applicabile negli ordinamenti interni, dovrebbe inoltre pervenirsi ad una maggiore armonizzazione delle sanzioni amministrative.

Le conseguenze più rilevanti sul piano dell'assetto repressivo penale della disciplina del *market abuse* dipendono però dal recepimento della Direttiva MAD2.

⁸ Per ESMA si intende l'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati.

Tale provvedimento origina dalla presa d'atto, da parte delle istituzioni comunitarie, della circostanza che le sanzioni amministrative adottate da taluni Stati Membri non hanno avuto l'efficacia repressiva auspicata e della conseguente necessità di ricorrere anche (e soprattutto) allo strumento della sanzione penale.

L'aspetto di maggior importanza ai fini del presente contributo è che, al di là delle proposte di modifica delle fattispecie incriminatrici degli illeciti di abuso di informazioni privilegiate e manipolazione del mercato, il legislatore europeo, nel definire i rapporti tra MAD2 e MAR, richiama l'attenzione degli Stati Membri sulla necessità di attuare i provvedimenti comunitari nel rispetto del principio del *ne bis in idem*, suggerendo una chiara distinzione tra le due sfere di responsabilità, penale e amministrativa.

Segnale, questo, che il potenziale conflitto tra la disciplina repressiva degli abusi di mercato e il richiamato principio fondamentale è un problema cogente e affatto sopito, che travalica i confini nazionali e impone conseguentemente di essere affrontato non solo a livello domestico, ma con soluzioni uniformi e condivise a livello comunitario.

2. L'ABUSO DI INFORMAZIONI PRIVILEGIATE (ART. 184 T.U.F.)⁹

2.1 Il bene giuridico tutelato

Uno dei settori principali dell'economia in cui si è manifestato in modo significativo il fenomeno della globalizzazione, è quello delle attività finanziarie.

Il processo di dematerializzazione del denaro, che ha subito un'accelerazione nell'ultimo secolo in virtù della sempre maggiore centralità assunta dai mercati borsistici, è al contempo causa ed effetto dell'affermazione di un modello di investimento marcatamente internazionale, con la conseguente inarrestabile interazione tra mercati finanziari riferibili a differenti Paesi e disciplinati da ordinamenti interni spesso eterogenei.

Questo *trend* ha imposto la necessità di individuare un substrato di regole comuni e condivise a livello sovranazionale, idoneo a disciplinare in modo razionale il summenzionato meccanismo di interazione dei mercati e degli investitori.

⁹ Art. 184 (*Abuso di informazioni privilegiate*)1. È punito con la reclusione da uno a sei anni e con la multa da euro ventimila a euro tre milioni 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; b) comunica tali informazioni ad altri, al di fuori del normale esercizio del lavoro, della professione, della funzione o dell'ufficio;

c) raccomanda o induce altri, sulla base di esse, al compimento di taluna delle operazioni indicate nella lettera a).

2. La stessa pena di cui al comma 1 si applica a chiunque essendo in possesso di informazioni privilegiate a motivo della preparazione o esecuzione di attività delittuose compie taluna delle azioni di cui al medesimo comma 1.

3. 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.

3-bis. Nel caso di operazioni relative agli strumenti finanziari di cui all'articolo 180, comma 1, lettera a), numero 2), la sanzione penale è quella dell'ammenda fino a euro centotremila e duecentonovantuno e dell'arresto fino a tre anni.

4. Ai fini del presente articolo per strumenti finanziari si intendono anche gli strumenti finanziari di cui all'articolo 1, comma 2, il cui valore dipende da uno strumento finanziario di cui all'articolo 180, comma 1, lettera a).

Naturalmente, siffatta esigenza di razionalizzazione si è manifestata anche con riferimento alle istanze di repressione dei comportamenti illeciti ed ha pertanto coinvolto altresì la sfera del diritto sanzionatorio dei singoli ordinamenti statali.

Il diritto penale è infatti storicamente considerato uno strumento indispensabile per la tutela degli interessi economici dei consociati e in particolare per la protezione del mercato borsistico, la cui efficacia è da ricondursi alla – almeno astratta – dissuasività delle relative sanzioni.

Secondo autorevole dottrina, la particolare attenzione ai meccanismi repressivi sottesi alla disciplina del *market abuse*, declinata nella progressiva moltiplicazione degli strumenti sanzionatori, risiede nell'avvertita necessità di costruire un adeguato sistema di garanzie del bene giuridico protetto dalle disposizioni incriminatrici di interesse.

L'oggetto della tutela contro gli abusi di informazioni privilegiate è comunemente identificato nell'integrità e regolarità del funzionamento del mercato degli strumenti finanziari, requisiti fondamentali affinché quest'ultimo raccolga la fiducia dei risparmiatori. Infatti, la diffusione di pratiche di *insider trading* costituirebbe un fattore di anomalia dei traffici, idoneo a disincentivare le forme di investimento correlate a tale peculiare settore economico. In particolare, l'asimmetria informativa tra gli investitori (fulcro dell'offensività delle condotte di *insider trading*) influisce sul processo di corretta formazione dei prezzi degli strumenti finanziari, attribuendo ai titoli sottostanti un valore non corrispondente a quello reale e normalmente atteso dal regolare e trasparente svolgimento delle negoziazioni¹⁰.

E' proprio sulla mera asimmetria informativa – a prescindere dalle circostanze da cui la stessa trae origine – che in passato alcuni avevano tentato di attribuire una portata diversa alla *ratio* delle richiamate disposizioni, circoscrivendola alla necessità di garantire la *par condicio* informativa di ciascun investitore (con l'obiettivo di raggiungere quello che è stato definito come *market equalitarism*) o comunque la trasparenza dell'informazione societaria.

¹⁰ G. FANELLI, Insider trading, informazione sul mercato ed aspetti sostanziali e processual-penalistici in materia, in *Riv. pen.*, 2002, 7 ss.

Obiiettivo dimostratosi del tutto utopico, posto che, come osservato in tempi più recenti, risulta vano “ogni tentativo teso a eliminare la disparità di accesso al mercato, che non è solo fisiologica, ma talvolta assolutamente legittima, perché basata sulle particolari abilità personali o su ricerche laboriose di alcuni operatori del mercato”¹¹.

D'altra parte, l'individuazione dell'oggetto della tutela nell'efficienza e regolarità del mercato consente di fondare le istanze punitive sottese alle norme incriminatrici su un bene giuridico effettivamente perseguibile, garantendo che le scelte dell'investitore medio si possano fondare su prezzi degli strumenti finanziari che rispecchiano le informazioni presenti sul mercato in relazione a un determinato titolo e le scelte formulate dagli altri investitori su di esso¹².

Occorre peraltro evidenziare che proprio negli Stati Uniti, patria delle prime regolamentazioni dei mercati finanziari, il fondamento giuridico delle politiche repressive dell'*insider trading* è individuato altrove.

Pur risultando infatti superata la concezione originaria secondo cui l'abuso di informazioni privilegiate costituiva una truffa in danno del mercato, il dibattito dottrinale si impernia tutt'oggi sulla dicotomia tra un modello incentrato sulla compromissione del particolare rapporto intercorrente tra l'*insider* e gli azionisti dell'emittente (*fiduciary duty*) o tra l'*insider* e il mercato e un paradigma che fonda l'apparato sanzionatorio dell'abuso sull'illiceità delle modalità di apprendimento dell'informazione (*misappropriation*). Tale seconda e prevalente opzione

¹¹ G. CANZIO, L. D. CERQUA, L. LUPARÀ, *Diritto Penale delle Società*, cit., 683. Gli autori osservano in particolare che l'asimmetria può essere ridotta e non eliminata, solo attraverso la minaccia di sanzione penale, ma una parte di essa sarà sempre fisiologicamente presente e non necessariamente meritevole di punizione. Cfr. E. MUSCO, *I reati di insider trading*, in *Riv. pen.*, 1993, 375 ss.

¹² Tale impostazione si riconnette al principio di matrice anglosassone della *fraud on the market theory*, secondo il quale in presenza di un mercato efficiente gli investitori assumono che il prezzo di uno strumento finanziario rifletta tutte le informazioni materiali disponibili, anche quelle non veritiere. Per tale ragione, chi opera sul mercato in posizione di vantaggio informativo provoca inevitabilmente un effetto distorsivo sui meccanismi di formazione dei prezzi degli strumenti finanziari, i quali non riflettono più tutte le informazioni disponibili, né il valore intrinseco del titolo in quel momento. Cfr. sul punto M. VENTORUZZO, *La responsabilità da prospetto negli Stati Uniti d'America tra regole del mercato e mercato delle regole*, Egea, Milano, 2003.

ermeneutica, individua il disvalore del fatto in un momento antecedente all'uso dell'informazione, coincidente con la illegittima acquisizione di essa¹³.

Le modifiche apportate al T.U.F. dalla legge n. 62/2005 hanno dato nuova linfa alla speculazione scientifica sul bene giuridico tutelato dall'apparato normativo *de quo*, che ha generato ulteriori spunti di riflessione e teorie alternative a quelle tradizionali.

In particolare, secondo alcuni Autori l'espunzione delle condotte degli *insiders* secondari (c.d. *tippee*) dall'area del penalmente rilevante avrebbe comportato la traslazione del fulcro delle istanze punitive da interessi pubblicistici di efficienza e buon andamento del mercato a interessi prettamente privatistici e nello specifico alla violazione del rapporto di fiducia tra l'*insider* e l'emittente¹⁴.

Una diversa lettura è quella che evidenzia come il sistema punitivo delineato dal T.U.F. sarebbe orientato alla protezione del processo di informazione continua obbligatoria al mercato di fatti rilevanti, descritto dall'art. 114 d.lgs. n. 58/1998, e pertanto finalizzato a impedire la messa in crisi del bilanciamento tra informazioni pubbliche e informazioni privilegiate, su cui si regge la dinamica di mercato.

Le impostazioni che tendono a trasferire il piano della tutela dall'interesse pubblico a quello privato stridono tuttavia inesorabilmente con l'impianto della Direttiva MAD1, di cui la riforma del 2005 costituisce attuazione, che non contiene alcun riferimento ai interessi di natura privatistica o connessi agli obblighi di *disclosure* al mercato di cui all'art. 114 T.U.F., quanto piuttosto il riferimento al perseguimento dell'obiettivo di assicurare l'integrità dei mercati finanziari comunitari e di accrescere la fiducia degli investitori nei mercati stessi, garantendo la loro piena e reale trasparenza¹⁵.

Neppure l'argomento fondato sull'espunzione dalle fattispecie penali delle condotte dei *tippee* coglie nel segno: come rilevato dalla giurisprudenza di merito che ha affrontato la questione nell'immediatezza della novella del 2005, la "riduzione dell'area di rilevanza penale [dell'abuso di informazioni privilegiate, n.d.r.] neppure

¹³ E. FONTANA, *Insider trading e appropriazione indebita*, in *Giust. pen.*, 1999, 610 ss.

¹⁴ G.L. ROCCO, *Il delitto c.d. di insider trading tra vecchia e nuova fattispecie normativa: successione di leggi penali nel tempo o abolitio criminis?* in *Cass. pen.*, 2007, 1537 ss.

¹⁵ Si vedano in proposito i *Consideranda* n. 12 e 15 della Direttiva 2003/06/CE.

ha significato un ripensamento nell'attribuzione di un disvalore al fatto, ma ha determinato la mera mutazione delle condotte interessate in un illecito amministrativo, destinato a subentrare ad una previsione incriminatrice fortemente a rischio di indeterminatezza e viepiù connotato dalla determinazione di sanzioni tali da consentire addirittura una valutazione di rafforzamento, in concreto, della risposta sanzionatoria”¹⁶.

D'altro canto, incentrare la *ratio* delle norme incriminatrici su esigenze private implicherebbe necessariamente di porre al centro del disvalore delle condotte illecite la violazione di un presunto rapporto di fiducia - sulla falsariga dell'impostazione statunitense in materia - di cui però non vi è traccia nel sistema repressivo delineato dal T.U.F., che non si occupa neppure di tipizzare il carattere abusivo o meno delle modalità di apprendimento della notizia *price sensitive*.

Invero l'illiceità della condotta, come si vedrà nel prosieguo, prescinde dal carattere lecito o meno dell'apprensione dell'informazione privilegiata e pure dal rapporto tra emittente e *insider*.

In ogni caso, la circostanza che l'oggetto della tutela del delitto di *insider trading* sia il mercato nella sua accezione generale e complessiva, è ricavabile dalla stessa struttura della fattispecie di cui all'art. 184 T.U.F., che - secondo orientamento sostanzialmente unitario di dottrina e giurisprudenza - è un reato di pericolo e di mera condotta, che non richiede alcun accertamento in ordine alla sussistenza di un'effettiva lesione degli interessi economici degli investitori e nemmeno (ma su quest'ultimo aspetto non vi è consenso unanime) sulla effettiva messa in pericolo dell'efficienza del mercato. Ebbene, un'anticipazione così marcata di tutela non può che orientare l'interprete ad affermare che il bene protetto è il mercato in sé quale entità superindividuale e di matrice pubblicistica e non le aspettative o il patrimonio di coloro i quali in esso operano: con l'indubbio vantaggio pratico di non dover

¹⁶ Tribunale di Milano, Sezione III Penale, ord. 16/3/2006.

dimostrare, ai fini del perfezionamento della fattispecie, l'esistenza di un danno effettivo o anche solo potenziale agli investitori¹⁷.

Nel concludere la presente analisi, occorre dare atto della circostanza che il MAR continua a porre al centro del proprio impianto l'integrità del mercato e purtuttavia introduce l'elemento del profitto dell'illecito (*unfair advantage*) nella definizione di *insider dealing*, mentre nei *consideranda* della MAD2 si fa espresso riferimento alla necessità di misurare l'effettivo impatto che la condotta di *insider trading* ha avuto sull'integrità del mercato o al danno causato al mercato o al profitto potenziale o effettivo o alla perdita derivata.

Tali sconfinamenti nel campo del danno, a parere di chi scrive, spalancano le porte ad una seria riflessione sulla necessità di applicare la norma di interesse nel rigoroso rispetto del principio di offensività e delle sue declinazioni, con rilevanti impatti sulla qualificazione del reato di cui all'art. 184 T.U.F. come fattispecie di pericolo concreto¹⁸.

2.2 L'ambito applicativo

Quanto all'ambito di applicazione del reato di cui all'art. 184 T.U.F., vengono in rilievo essenzialmente due profili: quello inerente l'oggetto materiale del reato e quello riguardante i limiti della giurisdizione attribuita in materia al giudice nazionale.

Sotto il primo aspetto, l'oggetto materiale tipico del reato di abuso di informazioni privilegiate è costituito dai valori mobiliari, vale a dire azioni e valori ad esse assimilabili, obbligazioni e altri titoli di credito negoziati sul mercato dei capitali.

A seguito della riforma del T.U.F. del 2005, il termine "valori mobiliari" è stato sostituito da quello, più ampio, di "strumenti finanziari", definiti dall'art. 180 del T.U.F. tramite il rinvio all'elenco chiuso previsto dall'art. 1 T.U.F.

¹⁷ La decisione di prevedere espressamente, con la legge n. 62/2005, la facoltà della CONSOB di costituirsi parte civile nei procedimenti penali per reati di *market abuse* per chiedere il risarcimento dei danni cagionati dal reato all'integrità del mercato, si pone dunque in forte contrasto con tale impianto ermeneutico.

¹⁸ Si vedano in proposito il *considerando* n. 16C del MAR e il *considerando* n. 10A della MAD2.

Gli strumenti finanziari inclusi in tale ultima disposizione possono tuttavia assurgere a oggetto materiale degli illeciti di *market abuse* (penale e amministrativo) solo se ammessi alla negoziazione oppure se sia stata presentata richiesta di ammissione alla negoziazione in un mercato regolamentato italiano o dell'Unione Europea.

Occorre peraltro evidenziare che l'art. 180 contiene una clausola di chiusura, che estende la tutela penale e amministrativa a "qualsiasi altro strumento" non ricompreso nella definizione di cui all'art. 1 T.U.F., purché sia stato ammesso alla negoziazione su un mercato regolamentato UE o sia stata avanzata richiesta in tal senso¹⁹.

Quanto al perimetro applicativo delle disposizioni sanzionatorie previste dall'ordinamento italiano, l'art. 182 T.U.F. stabilisce la punibilità secondo la legge nazionale anche delle condotte di *market abuse* realizzate interamente all'estero (in deroga ai principi stabiliti dall'art. 6 c.p.) a condizione che l'abuso abbia ad oggetto strumenti finanziari ammessi in un mercato regolamentato italiano.

L'elemento di peculiarità rispetto ai principi che governano la giurisdizione inseriti a livello della parte generale del codice penale, sta nel fatto che il collegamento con il territorio dello Stato, su cui viene giustificata la pretesa punitiva dell'ordinamento penale, non si fonda sulla condotta ovvero sull'evento, ma tenendo conto dell'oggetto materiale su cui ricade il comportamento dell'autore, vale a dire lo strumento finanziario negoziato. Resta ovviamente salva l'applicabilità del principio della (tendenziale) universalità della giurisdizione nel caso in cui la condotta abbia ad oggetto strumenti negoziati su mercati stranieri ma il fatto di reato sia commesso in tutto o in parte nel territorio dello Stato.

L'entrata in vigore del MAR ha introdotto importanti novità dal punto di vista dell'estensione dell'ambito applicativo della fattispecie.

Quanto all'oggetto materiale dell'illecito, il nuovo Regolamento UE ha esteso la disciplina del *market abuse* agli strumenti finanziari negoziati sui sistemi MTF

¹⁹ Secondo l'opinione più diffusa in letteratura, tale clausola estensiva non consente però di giungere alla conclusione che oggetto di tutela siano anche strumenti di natura non finanziaria, visto che anche la stessa Direttiva 2003/6/CE (MAD1) fa riferimento esclusivo alla tutela dei "*financial instruments*".

(*multilateral trading facilities*), sui sistemi OTF (*organized trading facilities*), agli strumenti per l'esecuzione di *swap* e a quelli negoziati fuori dal contesto borsistico, detti OTC (*over the counter*).

Per quanto concerne i profili di giurisdizione di ciascuno Stato Membro sui richiamati illeciti, inoltre, a Direttiva MAD2 rinvia al MAR, il quale dispone che il regime sanzionatorio amministrativo si applica alle azioni e omissioni commesse nell'Unione o fuori dell'Unione se concernono l'elenco di strumenti finanziari elencati nel Regolamento medesimo, con ciò ampliando potenzialmente i doveri di intervento delle Autorità nazionali competenti per materia (amministrativa e penale).

2.3 L'informazione privilegiata

Passando all'analisi degli elementi costitutivi delle fattispecie di abuso di informazioni privilegiate, non si può che prendere le mosse dal perno attorno al quale è tradizionalmente costruito l'illecito di *insider trading*, vale a dire l'informazione privilegiata, il cui possesso da parte dell'autore del reato costituisce il presupposto della condotta sanzionata in via penale e amministrativa dal T.U.F.

Tale elemento normativo ha posto e pone tutt'oggi rilevanti problemi, sia sotto il profilo esegetico che dal punto di vista probatorio.

In termini estremamente generali, per "informazione" deve intendersi ciò che è estraneo alla sfera interiore del soggetto attivo, restando escluse dalla definizione la decisione in sé di operare o i propositi di azione che l'agente matura e mantiene nella propria sfera privata²⁰.

Tradizionalmente, le "informazioni privilegiate" si distinguono in due macrocategorie, in ragione del loro oggetto.

Le *corporate information* sono circostanze attinenti direttamente alla sfera del soggetto emittente da cui proviene l'informazione privilegiata, mentre le *market*

²⁰ G. CANZIO, L. D. CERQUA, L. LUPARÀ, *Diritto Penale delle Società*, cit., 694.

information sono quelle che attengono al mercato nel suo complesso o a uno o più strumenti finanziari.

Nonostante alcuni Autori abbiano posto in dubbio l'attuale rilevanza penale delle *market information* quali informazioni suscettibili di dare origine a condotte di *insider trading*, soprattutto alla luce del recente orientamento legislativo volto a circoscrivere l'impiego della sanzione penale solo nei confronti degli *insiders* primari, la lettera della Direttiva MAD1 e i documenti interpretativi del CESR includono pacificamente tra le informazioni rilevanti anche quelle che hanno origine al di fuori della vita dell'emittente e che riguardano eventi o fatti di natura non strettamente economica o finanziaria, sempre che - come si vedrà - possano influire sull'andamento dei titoli²¹.

Altra tassonomia di rilievo è quella che classifica le informazioni in base alla pregnanza dei loro contenuti.

Si parla infatti di *hard information*, *soft information* e *very soft information* a seconda che esse attengano a eventi già realizzati, previsioni che ragionevolmente possono realizzarsi o semplici probabilità²².

Le caratteristiche che, tuttavia, qualificano l'informazione e che tratteggiano i confini di tale elemento normativo della fattispecie, sono quelle indicate dall'art. 181 T.U.F., il quale definisce come "privilegiate" le informazioni che hanno carattere preciso, che non sono state rese pubbliche e che sono idonee, qualora rese pubbliche, a influire in modo sensibile sui prezzi degli strumenti finanziari cui si riferiscono.

Precisione, assenza di notorietà e *price sensitivity* sono dunque gli attributi che qualificano una notizia come presupposto della condotta di *insider trading*.

²¹ Per un'analisi dell'orientamento minoritario, v. A. BARTALENA, *Insider trading*, in *Dig. disc. priv.*, Sez. comm., Utet, Torino, 2000, 414 ss.

²² S. SEMINARA, *La tutela penale del mercato finanziario*, in AA VV, *Manuale di diritto penale d'impresa*, Bologna, 2000, 627.

2.3.1 La precisione della notizia

L'art. 181 comma 3 T.U.F. qualifica come "precisa" l'informazione che si riferisce a un complesso di circostanze esistente o che si possa ragionevolmente prevedere che verrà ad esistenza o a un evento verificatosi o che si possa ragionevolmente prevedere che si verificherà, e che è sufficientemente specifica da consentire di trarre delle conclusioni sul possibile effetto delle richiamate circostanze ed eventi, sui prezzi degli strumenti finanziari.

In sintesi, la formula definitoria richiede dunque che la notizia abbia ad oggetto fatti (circostanze o eventi) già accaduti o che probabilmente accadranno e che siano utili e utilizzabili in un giudizio prognostico da parte dell'investitore, avente ad oggetto il loro impatto sul mercato di uno o più strumenti finanziari.

La definizione, introdotta con la riforma del 2005, ha sostanzialmente recepito il diritto vivente, che tendeva a escludere dal novero delle notizie penalmente rilevanti ex art. 184 T.U.F. le voci di mercato e i c.d. *rumors*, privi di fondamento oggettivo, nonché valutazioni e studi relativi a un settore del mercato o uno strumento finanziario, in quanto connotati non da un abuso di informazioni riservate, ma da uno squilibrio informativo riconducibile essenzialmente alla superiore capacità di analisi e di interpretazione di dati già noti al mercato. Questo perché ciò che la legge intende proibire non è l'asimmetria informativa in sé, ma solo quella che deriva dal privilegio scaturente dal possesso anticipato di un dato²³.

Ovviamente, qualora uno studio si avvalga (anche) di notizie che non sono di pubblico dominio, viene meno la matrice puramente professionale delle relative conclusioni e ci si trova di fronte a una informazione che, ove connotata dagli altri requisiti tipici di cui all'art. 181 T.U.F., potrebbe qualificarsi come privilegiata, con tutte le conseguenze del caso.

Siffatta interpretazione risulta peraltro in linea con il Considerando n. 31 della Direttiva MAD1 e trova puntuale riscontro nel Regolamento MAR del 2014, in cui si ribadisce che le ricerche e le valutazioni sviluppate da dati accessibili al pubblico non

²³ F. MUCCIARELLI, Commento all'art. 184 T.U.F., in M. FRATINI – G- GASPARRI, *Il Testo Unico della Finanza*, Tomo III, UTET, 2012, 2328 ss.

possono mai essere considerate informazioni privilegiate e quindi qualsiasi transazione effettuata sulla base delle stesse non può costituire abuso. Le medesime notizie diventano viceversa *inside information* penalmente rilevanti quando la loro distribuzione è attesa come dovuta dal mercato o quanto esse forniscono la posizione di un riconosciuto commentatore del mercato o di un'istituzione che può comunicare i prezzi degli strumenti finanziari connessi all'informazione²⁴.

Tornando all'analisi del connotato della precisione, occorre prendere atto che il tentativo definitorio operato dal Legislatore con l'art. 181 T.U.F. non ha dipanato totalmente il deficit di determinatezza che aveva sollevato numerose critiche in passato, posto che i fattori di valutazione della precisione della notizia sono ancora una volta approssimativi, legati a dati probabilistici.

Altro deficit riscontrato in fase definitoria attiene alla rilevanza, ex art. 181 T.U.F., delle informazioni parziali o incomplete (concernenti magari una singola fase di un più ampio processo decisionale, come le trattative commerciali), ovvero di informazioni riferibili ad eventi alternativi tra loro o a mere trattative in corso²⁵.

Rispetto a quest'ultima eventualità, il MAR pare aver avallato l'orientamento espresso dalla giurisprudenza di legittimità, posto che nella definizione del requisito della "precisione" della notizia si evidenzia che, quando una informazione riguarda un processo che prevede più fasi, ogni fase del processo così come l'intero processo possono essere considerati informazioni privilegiate²⁶.

Dall'analisi complessiva delle esegesi proposte nei confronti della nozione di "precisione", emerge sostanzialmente che le uniche notizie che possono essere certamente riconosciute prive di tale requisito sono quelle appartenenti al gruppo delle *very soft information*, qualificabili come mere ipotesi, perché inerenti a eventi e

²⁴ Considerando 16, *Market Abuse Regulation*, che rimette poi sostanzialmente alla valutazione dell'operatore del mercato l'individuazione del momento in cui l'informazione può ancora dirsi non pubblica, nonché del possibile effetto sul prezzo degli strumenti finanziari.

²⁵ Per una disamina della questione relativa alla sussistenza del carattere di precisione in capo a notizie riferibili alla fase delle trattative, cfr. Cass. Pen. Sez. V, sent. 20/1/2010, in *Cass. Pen.*, 2010, 3240.

²⁶ Art. 6 par. 2 *Market Abuse Regulation*.

circostanze possibili ma improbabili, sicché il loro impatto sui prezzi degli strumenti finanziari non sarebbe ragionevolmente prevedibile.

2.3.2 La non pubblicità della notizia

Il secondo requisito dell'informazione privilegiata è la non pubblicità della notizia. Quello della pubblicità delle informazioni è un tema centrale del T.U.F., proposto non solo dall'art. 181 a scopo descrittivo e finalità sanzionatoria, ma altresì dall'art. 114 del Testo Unico, che pone in capo ad alcuni operatori qualificati stringenti obblighi di comunicazione al mercato.

Poiché il vantaggio conoscitivo dell'operatore descritto nell'art. 181 T.U.F. consiste proprio nell'anticipata disponibilità dell'informazione, è evidente che la non pubblicità della notizia ne costituisce requisito essenziale in ottica repressiva; mentre la diffusione della stessa, escludendo in radice l'asimmetria informativa, rappresenta il momento essenziale della disciplina in chiave preventiva.

Ad ogni buon conto le due discipline, pur intimamente connesse, non sono perfettamente sovrapponibili, ma differiscono per almeno due aspetti.

In primis, le informazioni cui fa riferimento l'art. 114 T.U.F. sono esclusivamente le *corporate information*, mentre restano escluse dagli obblighi connessi alla richiamata norma le *market information*, che tuttavia mantengono rilevanza ex art. 181 T.U.F.

In secondo luogo, occorre rammentare che vi è una categoria di informazioni privilegiate pienamente rientranti nell'art. 181 T.U.F. (che come tali generano un dovere di astensione) che non sono di per sé soggette agli obblighi di cui all'art. 114 T.U.F., in quanto l'art. 114 comma III prevede per i soggetti obbligati alla comunicazione al pubblico la facoltà di ritardare la comunicazione, nei casi espressamente e tassativamente individuati dalla CONSOB²⁷. Seppur certa dottrina abbia attribuito a tale categoria di informazioni suscettibili di ritardata comunicazione un *deficit* di precisione - che potrebbe comunque ad escludere la sussistenza del primo requisito di applicabilità della disciplina del *market abuse* -

²⁷ Cfr. Art. 66 *bis* Regolamento Emittenti CONSOB.

cionondimeno l'orientamento dominante attribuisce a questa specie di notizie, per il loro valore intrinseco, una potenziale rilevanza ex art. 184 T.U.F.

Per concludere l'analisi - in questa sede necessariamente contenuta - del complesso e articolato rapporto tra le richiamate disposizioni, può affermarsi che l'insieme delle informazioni privilegiate tipiche di cui all'art. 181 T.U.F., il possesso delle quali determina l'insorgere di obblighi di astensione in capo all'*insider*, è maggiore di quello per cui l'art. 114 T.U.F. stabilisce un dovere di comunicazione; dall'altra parte, tutte le notizie rispetto alle quali sussiste un obbligo di *disclosure* al mercato (anche quando è consentita la ritardata comunicazione) impongono all'operatore di astenersi dal loro utilizzo, potenzialmente rilevante ex art. 184 T.U.F.²⁸.

Altra questione di indubbio interesse è quella che attiene alla valutazione del momento esatto nel quale la notizia è considerata "pubblica" e pertanto legittimamente utilizzabile.

Ad una impostazione minoritaria e più stringente che richiede la verifica della concreta conoscenza da parte del pubblico (con evidenti problemi di carattere probatorio) si contrappone l'orientamento maggiormente condiviso, secondo cui è sufficiente che si verifichi una situazione di concreta conoscibilità dell'informazione da parte della generalità degli investitori. Secondo l'orientamento espresso sul punto dalla giurisprudenza, peraltro, l'accessibilità della notizia deve ritenersi esclusa qualora la divulgazione sia circoscritta a un insieme di persone quantificabile come non di grande numero, a una cerchia ristretta di esperti del settore, ovvero quando sia personalizzata, perché qualitativamente rivolta a specifici destinatari²⁹.

Nel nuovo Regolamento MAR, ai fini della definizione della *inside information*, si è ritenuto di privilegiare ancora il requisito della non pubblicità della notizia piuttosto

²⁸ E' necessario peraltro dare atto che la prima proposta di testo del MAR, poi modificata, chiariva che è possibile abusare di un'informazione privilegiata prima che l'emittente sia tenuto a comunicarla – in linea con l'esegesi di cui si è dato conto poc'anzi – ma nella versione finale del Regolamento i riferimenti agli obblighi di *disclosure* sono stati eliminati.

²⁹ Cass. Pen. Sez. V, sent. 20/1/2010, cit.

che quello della mera disponibilità, senza peraltro fornire una soluzione alle questioni interpretative poc'anzi enunciate³⁰.

2.3.3 La *price sensitivity*

Il terzo elemento descrittivo di cui alla definizione di informazione privilegiata dell'art. 181 T.U.F. ricalca il requisito tradizionalmente posto dal legislatore al centro delle fattispecie di *market abuse*, sin dalla legge n. 157/1991.

Alla fattispecie di *insider trading* è riconducibile solo la notizia che, se resa pubblica, sarebbe idonea a influenzare sensibilmente il prezzo degli strumenti finanziari.

Come evidenziato da autorevole dottrina, il vigente assetto normativo conduce a ritenere che il requisito della sensibilità della notizia sia la risultante di due diverse componenti, rispettivamente contenuta nel comma I e nel comma IV dell'art. 181 T.U.F., rilevanti non solo per la compiuta ricostruzione della disciplina dell'*insider trading* ma anche per la corretta interpretazione della fattispecie di manipolazione del mercato di cui all'art. 185 T.U.F.³¹.

Già nel vigore della legge n. 157/1991, si riteneva che l'idoneità all'alterazione del prezzo dello strumento finanziario dovesse essere valutata in concreto ed *ex ante*, secondo lo schema dei reati di pericolo, con la conseguenza che occorreva prescindere da tutte le circostanze conosciute in seguito, esprimendo un giudizio di rilevanza penale del fatto esclusivamente sulla base del bagaglio conoscitivo a disposizione dell'autore dell'illecito.

Tale esegesi risulta vieppiù rafforzata dalla circostanza che la realizzazione di un effettivo perturbamento del prezzo o il conseguimento di un vantaggio economico da parte dell'*insider* sono elementi estranei al perimetro della fattispecie.

Il carattere *ex ante* della valutazione non è però sufficiente a dare contenuto descrittivo al carattere dell'idoneità, occorrendo ulteriormente specificare i criteri di giudizio da impiegare. Un tentativo in questa direzione è stato effettuato dal CESR,

³⁰ Art. 6 par. 2 *Market Abuse Regulation*.

³¹ F. MUCCIARELLI, Commento all'art. 184 T.U.F., cit., 2335.

che nelle proprie Linee Guida ha rilevato come “da un lato la mera possibilità che un’informazione abbia un significativo impatto sui prezzi non è sufficiente a configurare un obbligo di comunicazione, dall’altro non è però necessario un grado di probabilità confinante con la certezza”³².

Prima della riforma del T.U.F. (attuata con legge n. 62/2005) la giurisprudenza tendeva a ricorrere a criteri misti, talvolta polarizzati sul tipo di informazione, talvolta sull’andamento del titolo oggetto della notizia o sulle concrete modalità della condotta dell’*insider*.

Un tentativo di razionalizzazione era stato effettuato addirittura dalla Corte Costituzionale, che pur dichiarando inammissibili alcuni ricorsi aventi ad oggetto la presunta illegittimità costituzionale delle norme che delineano la fattispecie di abuso di informazioni privilegiate per indeterminatezza di alcuni elementi costitutivi, ha colto l’occasione per evidenziare che l’idoneità della notizia a influenzare sensibilmente il prezzo “è strettamente correlata alle caratteristiche dello strumento finanziario al quale la notizia privilegiata si riferisce”³³.

In questo contesto di sostanziale incertezza interpretativa, assume importanza fondamentale la lettura del dettato dell’art. 181 comma I T.U.F. in combinato disposto con la previsione dell’art. 181 comma IV. Con tale ultima disposizione, il Legislatore ha precisato che la notizia sensibile è quella che “presumibilmente un investitore ragionevole utilizzerebbe come uno degli elementi su cui fondare le proprie decisioni di investimento”. In altri termini, la clausola di cui all’art. 181 comma I T.U.F., dice che l’attributo *price sensitive* di una notizia equivale a “informazione che, se resa pubblica, potrebbe influire in modo sensibile sui prezzi”, mentre il significato di tale clausola e dunque il suo contenuto semantico le è assegnato dal comma IV della stessa disposizione³⁴.

La lettura complessiva e coordinata delle due norme, conduce ad affermare che è informazione sensibile - cioè che, se resa pubblica, potrebbe influenzare il prezzo

³² CESR, *Market Abuse Directive, Level 3, second set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive to the market* (CESR/06-562b, July 2007, par. 1.12).

³³ Corte Costituzionale, sentenza n. 382/2004, in *Giur. Comm.*, 2005, II, 107 con nota di C. CASSANI.

³⁴ F. MUCCIARELLI, Commento all’art. 184 T.U.F., cit., 2336.

degli strumenti finanziari - quella che presumibilmente un investitore ragionevole utilizzerebbe come uno degli elementi su cui fondare le proprie decisioni di investimento.

Il parametro di riferimento su cui si incentra il concetto di *price sensitivity* è dunque quello del *reasonable investor* di matrice statunitense, introdotto con la Direttiva 2003/124/CE nell'ambito della regolamentazione MAD1, sui cui deve dunque concentrarsi l'attenzione e lo sforzo ermeneutico dell'interprete³⁵.

Al fine di delineare il perimetro delle informazioni *sensitive*, risulta infatti preliminarmente indispensabile determinare le caratteristiche dell'investitore ragionevole rispetto alla grande varietà di paradigmi soggettivi che si riscontrano nella realtà del mercato finanziario³⁶.

Lo sforzo che si richiede è dunque quello di delineare compiutamente la figura dell'agente modello³⁷: quali sono gli elementi che definiscono la figura del *reasonable investor*?

La tesi che sembra meglio aderire alla *ratio* definitoria della disposizione e alle istanze punitive che costituiscono l'obiettivo ultimo di tale assetto normativo, in un contesto caratterizzato da ampia indeterminatezza, è quella che assume come paradigma l'investitore medio, non necessariamente professionale, che agisce sulla base di criteri razionali di elaborazione delle notizie fornite dal mercato³⁸.

La peculiarità di tale tipo di investitore è dunque la capacità di valutare il patrimonio informativo a sua disposizione, a prescindere dalla sua inclinazione al rischio o alla prudenza nell'investimento³⁹.

Com'è stato osservato da alcuni Autori, infatti, se la costruzione del paradigma dell'agente modello nella teoria generale del reato determina abitualmente (in ragione del preciso scopo cui è destinato) il tendenziale innalzamento dello *standard*

³⁵ Per una analisi giurisprudenziale del problema, v. Cass. Pen., Sez. V, sent. 4/5/2011 – 20/7/2011, Tanzi, in *Dir. pen. e proc.*, 2011, 1096 ss.

³⁶ V. S. SEMINARA, *Informazione finanziaria e mercato: alla ricerca di una strategia di controllo penale e amministrativo*, in *Analisi giur. econ.*, 2006, 262.

³⁷ V. Napoleoni, *Insider trading*, Digesto Penale, Agg., I, Milano, 2008, 589 ss.

³⁸ S. GIAVAZZI, *L'abuso di informazioni privilegiate*, cit., 717.

³⁹ *Ibidem*.

di diligenza richiesto, valorizzando addirittura le conoscenze e professionalità del singolo nel caso concreto – *homo eiusdem condicionis et professionis* – la prospettiva di tutela che sottende la figura del *reasonable investor* impone di considerare “informazione sensibile” ex art. 181 T.U.F. quella che qualunque investitore (appartenente cioè indifferentemente ad una delle categorie in cui tali soggetti vengono abitualmente classificati) avrebbe interesse a conoscere prima di assumere le proprie decisioni⁴⁰.

Oltre che sul piano esegetico, l'archetipo dell'investitore ragionevole pone nondimeno rilevanti problemi anche sul piano probatorio, rischiando di trascendere in valutazioni ampiamente discrezionali e soggettive⁴¹.

Se il concetto di *reasonable man* è, com'è stato in effetti da molti evidenziato, una “semplice convenzione linguistica” priva di qualunque riferimento o parametro oggettivo, occorre allora rifuggire dal tentativo di fondare – dal punto di vista probatorio – l'accertamento della *price sensitivity* esclusivamente sul parametro dell'investitore ragionevole (secondo l'interpretazione sopra descritta), occorrendo invece, senza semplificazioni e ragionamenti presuntivi, valutare il carattere privilegiato o meno dell'informazione anche in base al criterio dell'*idoneità a influire sul prezzo*⁴².

Tale ultima nozione rimanda all'analisi della situazione di mercato e del titolo negoziato, nonché del contesto storico in cui la condotta tipica è stata posta in essere e, secondo il criterio della prognosi postuma, verificare in concreto ed *ex ante* se l'informazione, calata nel caso concreto, fosse qualificabile come interessante per l'investitore medio⁴³.

⁴⁰ F. MUCCIARELLI, Commento all'art. 184 T.U.F., cit., 2340. Lo stesso autore evidenzia come, parlando in termini controfattuali, si potrebbe argomentare osservando che la sensibilità della notizia dipende dalla circostanza che la sua presenza nel patrimonio conoscitivo di qualunque investitore ne avrebbe orientato diversamente, per segno o entità la decisione.

⁴¹ Cfr. G. MARTIELLO, Commento all'art. 9 co.2 lettera a l.L18.4.2005 n. 63, in *Leg.pen.*, 2006, 77.

⁴² L. FOFFANI, artt. 180-183 D.Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 in Commentario breve alle leggi penali complementari, a cura di F. PALAZZO e C.E. PALIERO, Padova, 2007, 716

⁴³ Non condivisibili appaiono dunque le pronunce di merito che hanno ritenuto di fondare il giudizio sul carattere privilegiato o meno dell'informazione o in termini meramente soggettivi (Trib. Milano, Sez. III, sent. 23/1/2007, in *Corr. merito*, 2007, 617) oppure sulla base di ricostruzioni *ex post*

Secondo un orientamento recente e che si ritiene di condividere, a tale verifica probatoria complessa non sfugge neppure la peculiare ipotesi prevista dall'art. 181 comma V T.U.F., che attribuisce il carattere di informazione privilegiata all'ordine di negoziazione trasmesso dal cliente all'intermediario finanziario, non risultando accettabile una presunzione assoluta di *price sensitivity* della notizia⁴⁴.

Che sul piano dell'accertamento probatorio occorra muoversi entro un perimetro più ampio della mera nozione di investitore ragionevole emerge infine dalla stessa Direttiva MAD1, nella quale si rimarca che il presupposto necessario affinché un *reasonable investor* possa considerare l'informazione rilevante, rimane ancorato alla natura della notizia e al contesto in cui essa si inserisce, posto che gli individui che operano sul mercato in modo ragionevole sono quelli che agiscono sulla base di tutte le informazioni a disposizione in quel preciso momento storico, secondo parametri che non si discostano molto da quelli che fondano le valutazioni e strategie degli analisti finanziari⁴⁵. In tale contesto, si è addirittura giunti ad affermare che una valutazione oggettiva sulla concreta potenzialità di influenzare sensibilmente il prezzo del titolo, indipendentemente dall'opinione dell'agente, assorbe la figura del ragionevole investitore, relegata così al ruolo di mera iterazione⁴⁶.

Un ulteriore spunto di riflessione in merito alle modalità di accertamento del carattere privilegiato dell'informazione è fornito dalla nuova disciplina introdotta dal MAR. Il Regolamento comunitario, infatti, pur ribadendo la validità e centralità del modello dell'investitore ragionevole con le medesime caratteristiche del passato, dispone altresì che, per verificare se al momento di procedere ad una scelta di investimento il *reasonable investor* terrà verosimilmente conto o meno di una certa informazione, occorre basarsi sulle notizie precedentemente disponibili⁴⁷.

sull'andamento dello strumento finanziario (Trib. Milano, Sez. III, sent. 25/10/2006, Consorte e altri, in *Foro Ambr.*, 2006, 476.

⁴⁴ S. GIAVAZZI, *L'abuso di informazioni privilegiate*, cit., 717, osserva che la qualificazione di price sensitivity di un ordine in attesa di esecuzione deve essere valutata caso per caso, perché anch'essa dipende da molti fattori (dimensioni dell'ordine, volume degli scambi giornalieri,...).

⁴⁵ F. SGUBBI, *Il problema del risparmio come oggetto di tutela penale*, in *Foro it.*, 2004, V, 138.

⁴⁶ S. SEMINARA, *Informazione finanziaria e diritto penale*, in *AA.VV.*, *Impresa e giustizia penale*, Milano, 2009, 239 ss.

⁴⁷ cfr. Art. 6 n. 3 *Market Abuse Regulation*.

Sempre secondo quanto risultante dalla lettura del MAR, una simile valutazione dovrà necessariamente considerare l'impatto dell'informazione alla luce dell'attività complessiva dell'emittente, dell'attendibilità della relativa fonte e di ogni altra variabile di mercato che, nelle circostanze del caso concreto, possa influire sugli strumenti finanziari⁴⁸.

Un importante iato rispetto al passato si registra invece per quanto attiene alla possibilità di inserire, tra gli elementi di prova utili a valutare la *price sensitivity*, le informazioni *ex post* sugli effetti che la notizia ha concretamente prodotto sul mercato o sul singolo prodotto finanziario⁴⁹. Sotto questo profilo, il MAR si pone in aperto contrasto con la struttura della fattispecie incriminatrice di *insider trading* – illecito di mera condotta e di pericolo – ed è incompatibile con il metodo di giudizio *ex ante* sulla *price sensitivity*⁵⁰.

Un simile approccio ermeneutico e probatorio al tema dell'informazione privilegiata appare foriero di futuri contrasti interpretativi sul piano della qualificazione dell'informazione come idonea o meno a incidere sul prezzo del prodotto finanziario.

2.3 I soggetti attivi

Il reato di abuso di informazioni privilegiate è tradizionalmente qualificato come reato proprio, in virtù della particolare relazione intercorrente tra l'autore del reato e il bene giuridico tutelato.

Il novero di soggetti attivi dell'illecito individuati dal Legislatore, secondo la consueta classificazione suggerita dalla dottrina, comprende gli *insiders* primari e gli *insiders* secondari.

Tale distinzione generale, che si fonda sulle diverse modalità con cui l'autore viene in possesso dell'informazione privilegiata, ha perso la sua iniziale connotazione

⁴⁸ cfr. *Considerando* n. 11 *Market Abuse Regulation*.

⁴⁹ cfr. *Considerando* n. 12 *Market Abuse Regulation*.

⁵⁰ Si tratta però di una impostazione non sconosciuta alla giurisprudenza e adottata anzi dal Tribunale di Torino nel giudizio penale di primo grado del caso Grande Stevens (riguardante la violazione dell'art. 185 TUF), come sarà illustrato *infra*.

meramente descrittiva, per assumere un valore decisivo nella delimitazione – sotto il profilo soggettivo – del perimetro applicativo dell’art. 184 T.U.F.

La riforma del settore attuata nel 2005 ha infatti escluso gli *insiders* secondari dalla fattispecie incriminatrice penale, sanzionando le condotte di *market abuse* solo in via amministrativa ai sensi dell’art. 187 bis T.U.F.⁵¹

2.3.1 *Insiders* primari

Un’ulteriore classificazione dei soggetti attivi appartenenti al *genus* degli *insiders primari* è quella che distingue tra *insiders* istituzionali e *insiders* temporanei.

Alla prima specie appartengono i soggetti che entrano in possesso dell’informazione privilegiata in ragione della funzione svolta all’interno dell’ente, sia in termini di partecipazione al capitale sociale, che con riferimento all’assunzione di cariche gestorie o comunque apicali nell’ambito dell’emittente.

Il gruppo (aperto) degli *insiders* temporanei comprende invece tutti quei soggetti che, benché non organicamente inseriti nella struttura dell’emittente, entrano in possesso della notizia *price sensitive* in ragione di una professione, funzione o ufficio.

In tempi più recenti è stata proposta una nuova categoria di autori, vale a dire quella degli *insiders* criminali: a tale specie apparterrebbero tutti coloro che sono venuti in possesso dell’informazione privilegiata grazie alla commissione di illeciti, i quali costituiscono il mezzo per ottenere la notizia⁵².

Partendo dall’esame degli autori appartenenti al gruppo degli *insiders* primari descritti dall’art. 184 T.U.F., la prima categoria che viene in considerazione è quella degli *insiders* istituzionali, ovvero coloro che compongono gli organi di

⁵¹ Peraltro, come sarà illustrato nel prosieguo, le novità introdotte dal MAR e dalla Direttiva MAD2 sono destinate ad annullare nuovamente, quantomeno sul piano della delimitazione soggettiva delle condotte penalmente rilevanti, la distinzione tra *insiders* primari e secondari.

⁵² Questa l’interpretazione dominante: L. L. FOFFANI, *L’abuso di informazioni privilegiate*, cit., 720. Secondo alcuni autori, dovrebbe essere inclusa nella categoria anche la figura di colui il quale venga a conoscenza dell’informazione privilegiata nell’ambito di un’attività criminale già in corso. Cfr. S. GIAVAZZI, *L’abuso di informazioni privilegiate*, cit., 728.

amministrazione, direzione controllo dell'emittente e coloro che partecipano al capitale sociale.

In questo senso, la disposizione incriminatrice non tipizza la condotta dell'*insider* in base alle modalità con cui l'autore viene in possesso dell'informazione, ma si concentra sul legame funzionale tra soggetto attivo e notizia.

Secondo un'interpretazione minoritaria, che valorizza le connessioni testuali tra l'art. 184 e l'art. 114 T.U.F., la categoria degli istituzionali dovrebbe essere circoscritta solamente a quei soggetti che sono destinatari di specifici obblighi di comunicazione al mercato del Testo Unico⁵³. Tale esegesi non trova tuttavia alcun avallo nella lettera della Legge, dovendo pertanto privilegiare la definizione più ampia di cui all'art. 184 comma I.

Altro problema attinente alla figura degli *insiders* istituzionali riguarda la tipologia delle informazioni privilegiate attraverso le quali gli stessi possono commettere l'illecito di *market abuse*.

Valorizzando il legame funzionale tra autore e notizia risultante dalla struttura della fattispecie delittuosa, è stata infatti prospettata la necessità di circoscrivere la rilevanza penale delle condotte degli *insiders* primari al solo impiego delle notizie appartenenti alla specie delle *corporate information*, con esclusione dunque dall'obbligo di astensione in caso di possesso di quei dati che, appartenendo alla categoria delle *market information*, non siano pervenute nel possesso dell'autore in ragione del suo peculiare vincolo con la società emittente⁵⁴.

Anche tale approccio non trova tuttavia l'avallo del dato testuale e risulta foriero di una irragionevole disparità di trattamento tra *insiders* istituzionali e *insiders* temporanei: ammettendo l'interpretazione poc'anzi proposta, infatti, solo questi ultimi risponderebbero per abuso di *market information*⁵⁵.

⁵³ E. VENAFRO, *Il nuovo oggetto di tutela della fattispecie di insider trading*, in *Dir. pen. proc.*, 7/2007, 948 ss.

⁵⁴ F. MUCCIARELLI, *L'abuso di informazioni privilegiate: delitto ed illecito amministrativo*, in *Dir. pen. proc.*, 2005, 12, 1478. L'autore conclude comunque per la non coerenza di tale opzione interpretativa con l'impostazione di fondo del Testo Unico e le relative esigenze sanzionatorie.

⁵⁵ Circolare Assonime n. 48/2006, in *Riv. Soc.*, 2006, 1128.

Una soluzione intermedia potrebbe essere, secondo parte della letteratura, quella di qualificare gli *insiders* istituzionali come temporanei, allorché l'oggetto materiale del reato sia costituito da una informazione concernente il mercato o altro emittente e non l'ente con il quale hanno un rapporto funzionale: impostazione peraltro già fatta propria dalla giurisprudenza⁵⁶.

Quanto al socio partecipe del capitale di emittenti diversi da quello cui si riferisce l'informazione privilegiata, non essendo la notizia *price sensitive* acquisita in ragione di un particolare ufficio (con la conseguente impossibilità di qualificarlo come insider primario temporaneo), dovrà necessariamente essere qualificato come *insider* secondario, con la conseguente applicabilità delle sole sanzioni amministrative ex art. 187 *bis* T.U.F.⁵⁷.

La categoria degli *insider* temporanei, come detto, ricomprende invece tutti coloro che acquisiscono in via diretta l'informazione, in virtù di un rapporto transitorio con l'emittente (rispetto al quale debbono essere considerati soggetti terzi) a causa alla loro professione, ufficio o funzione, anche pubblica.

Il novero di tali autori potenziali è assai ampio e variegato e non è agevole individuare elementi di comunanza.

Un supporto in tal senso è peraltro fornito dalla disciplina del Testo Unico: l'art. 115 bis T.U.F. prevede infatti l'obbligo per ciascun emittente di istituire un registro sul quale devono essere annotati i nominativi di tutti i soggetti che, in ragione della loro attività, hanno accesso alle *corporate information* di cui all'art. 114 comma I, sottoposte ad obbligo di *disclosure*.

Questa procedura di mappatura, pur non essendo sufficiente a esaurire l'elenco degli *insiders* temporanei – rimanendo esclusi gli *insiders* secondari e altri soggetti istituzionali che possono acquisire la qualità di insider primario – è un ausilio probatorio prezioso per identificare e circoscrivere il novero dei potenziali soggetti attivi di uno specifico episodio di abuso.

⁵⁶ Cass. Pen., Sez. V, sent. 10/6/2006, n. 1465, in *Dir. pen. proc.*, 2007, 8, 1023 ss.

⁵⁷ Cass. Pen., Sez. V, sent. 9/2/2006, in *Riv. trim. dir. pen. econ.*, 2007, 387.

2.3.2 *Insiders secondari*

Gli *insiders secondari*, allo stato destinatari della sola fattispecie sanzionatoria amministrativa, sono definiti dall'art. 187 *bis* comma 4 T.U.F. come quei soggetti che sono in possesso di informazioni privilegiate, che sappiano o avrebbero dovuto sapere trattarsi di informazioni privilegiate⁵⁸.

Il fulcro dei rapporti tra *insider* secondario e informazione privilegiata, che contribuisce alla selezione dei soggetti la cui condotta di negoziazione deve ritenersi illecita (benché, lo si ribadisce, sul piano meramente amministrativo) non è individuato nell'origine e provenienza della notizia – che rimane irrilevante – quanto nella sua natura di informazione *price sensitive*.

Tale considerazione consente di affermare che autori tipici dell'illecito *de quo* sono i gli operatori di cui all'art. 181 comma V T.U.F., che eseguono per conto di terzi gli ordini di *trading* (c.d. *salesamen* e *traders*).

2.3.3 *Outsiders e concorso di persone*

Oltre a tali peculiari categorie di operatori, è stata considerata la possibilità di inserire tra i soggetti attivi del reato i cosiddetti *outsider*.

Trattasi, nello specifico, di tutti quei soggetti che, non essendo portatori di particolari forme di relazione con il mercato e non potendo dunque essere ricompresi in alcuna delle figure delineate dall'art. 184 T.U.F., possono tuttavia fornire un contributo alla realizzazione dell'illecito⁵⁹.

⁵⁸ La definizione è mutuata integralmente dall'art. 4 Direttiva 2003/6/Ce (c.d. MAD1).

⁵⁹ Tale approccio è stato inaugurato dal Tribunale di Milano e recepito dalla giurisprudenza di legittimità. Cfr. Cass. Pen., Sez. V, sent. 7/11/2008, n. 4014.

La questione relativa alla figura dell'*outsider* è ben più semplicemente riconducibile al tema del concorso di persone nel reato di cui all'art. 110 c.p. e in particolare al caso di concorso del terzo nel reato proprio posto in essere dall'*intraeus*⁶⁰.

Come noto, l'art. 110 c.p. mira proprio a sanzionare quelle condotte atipiche poste in essere da soggetti diversi dall'autore dell'illecito, le quali accedono alla condotta tipica fornendo un contributo causale alla commissione del reato. L'*outsider* si pone dunque come *extraneus* che, fornendo il proprio contributo morale o materiale, concorre alla realizzazione dell'illecito ad opera dell'*insider*.

Occorre peraltro evidenziare che, posto che il T.U.F. tipizza la categoria degli *insides* secondari e limita l'illiceità delle condotte ad essi riferibili alla sola sanzione amministrativa, l'interprete ha l'arduo compito di distinguere i comportamenti integranti concorso atipico nel reato dell'*insider* primario da quelle che invece, caratterizzando l'agire degli *insiders* secondari, devono essere relegati al mero ruolo di illeciti amministrativi.

2.3.4 L'*insider* di sé stesso

Altra figura che può ricavarsi dalla casistica degli abusi di mercato è quella dell'*insider* di se stesso, vale a dire il soggetto dalla cui attività (professionale o imprenditoriale) si genera l'informazione privilegiata.

La dottrina si è da sempre interrogata sui limiti di azione sul mercato del titolare (in quanto creatore) della notizia *price sensitive* e sulla possibilità di attribuire rilevanza penale ai suoi comportamenti⁶¹.

Il problema si pone in relazione alla circostanza che, secondo la concezione tradizionalmente accolta dalla dottrina, il reato di abuso di informazioni privilegiate presuppone logicamente la diversità tra il soggetto che utilizza illecitamente la notizia e il creatore della notizia medesima.

⁶⁰ Sul punto v. F. D'ARCANGELO, Il concorso dell'*extraneus* nel delitto di abuso di informazioni privilegiate, in *Il corriere del merito*, 5, 2007, 617 ss.

⁶¹ S. SEMINARA, *Insider trading e gruppi di società*, cit., 19 ss.

Il quesito che si prospetta è dunque se il soggetto che è al contempo creatore ed esecutore dell'iniziativa di mercato sottesa all'informazione privilegiata, o comunque detentore delle notizie su di un progetto che può influenzare il prezzo degli strumenti finanziari, può impiegare tale patrimonio conoscitivo a proprio vantaggio.

Questo tema è di particolare rilevanza nell'ambito dell'operatività delle persone giuridiche, laddove una società si determini - tramite i propri organi esecutivi - ad assumere una certa iniziativa, la cui esecuzione è affidata al medesimo organo che l'ha decisa⁶².

I casi più significativi riguardano l'acquisto di azioni proprie ovvero le decisioni concernenti il lancio di un'OPA (offerta pubblica di acquisto), che abitualmente prima di essere resa nota è preceduta da una fase di c.d. "rastrellamento di titoli" sul mercato. In tale ultima evenienza, peraltro, gli stringenti obblighi di tempestiva comunicazione gravanti sull'emittente lasciano poco margine di operatività alla persona giuridica per operare in regime di squilibrio informativo, tuttavia prima del verificarsi delle circostanze che impongono le comunicazioni ex art. 114 T.U.F., secondo autorevole dottrina le condotte poste in essere dal creatore della notizia non possono essere ritenute tipiche ai sensi dell'art. 184 T.U.F.⁶³.

Depongono in tal senso anche i *consideranda* n. 29 e 30 della Direttiva MAD1 e gli orientamenti espressi in materia dalla CONSOB⁶⁴.

2.3.5. Le novità introdotte dal MAR e dalla MAD2 sul piano dei soggetti attivi

La recente riforma comunitaria della disciplina degli abusi di mercato ha portato considerevoli novità per quanto attiene alla gamma dei soggetti attivi del reato,

⁶² Cfr. Tribunale di Milano, sez. II, sent. 25/10/2006, Consorte e altri, cit., che ritiene che anche l'ideatore della notizia possa essere sanzionato per insider trading in caso di abuso della stessa.

⁶³ S. SEMINARA, *Le fattispecie sanzionatorie della l. 8 febbraio 1992, n. 149 sulle offerte pubbliche*, in *Giur. comm.*, 1994, 53.

⁶⁴ Nella Relazione per l'anno 2006, si legge che "in taluni casi si potrebbe arrivare a non considerare violato il divieto di insider trading qualora l'ente creatore dell'informazione riservata effettui sul mercato operazioni costituenti informazione riservata, o comunque prodromiche alla realizzazione della stessa (si pensi al caso dei rastrellamenti effettuati prima di un'OPA).

suscettibili di vanificare i tentativi di graduare il trattamento sanzionatorio operati a livello nazionale e basati sulla distinzione tra *insiders* primari e secondari.

Con la Direttiva MAD2, la responsabilità penale per le condotte di abuso di informazioni privilegiate viene infatti estesa a tutti i soggetti che apprendono la notizia *price sensitive* in circostanze anche diverse da quelle originariamente tipizzate (e che avevano dato origine alla tassonomia sin qui adoperata), purché consapevoli del carattere privilegiato dell'informazione⁶⁵.

Il recepimento della Direttiva nei termini sopra descritti, comporterà una sostanziale regressione dell'apparato repressivo alla situazione antecedente la riforma del 2005, posto che gli *insiders* secondari saranno necessariamente di nuovo inclusi nel novero dei soggetti attivi dell'art. 184 T.U.F.

Un'ulteriore modifica imposta dalla riforma comunitaria attiene alla tipizzazione di nuove condotte penalmente rilevanti, posto che ai sensi della MAD2 sono suscettibili di integrare abuso di informazione privilegiata anche l'impiego di una raccomandazione o di una induzione da parte del terzo, quando l'autore sia a conoscenza del fatto che tali forme di consiglio si basano su un'*inside information*⁶⁶.

E' stata inoltre prevista espressamente la necessità di sanzionare penalmente le condotte di istigazione, favoreggiamento e complicità nei fatti di *trading* e di comunicazione di informazioni privilegiate.

Anche tale intervento, tuttavia, appare di scarsa portata pratica, posto che i comportamenti tipizzati dalla MAD2 risultano tutt'ora punibili a titolo di concorso *ex* art. 110 c.p.

Dal quadro poc'anzi tratteggiato, emerge l'intenzione delle istituzioni comunitarie di indurre gli Stati Membri a una decisa inversione di tendenza rispetto al passato, mirata alla repressione delle condotte di qualunque soggetto che utilizzi un'informazione privilegiata, a prescindere dalle sue modalità di apprensione.

⁶⁵ Il medesimo approccio estensivo caratterizza il Regolamento MAR.

⁶⁶ E' stato peraltro osservato che l'estensione appare ridondante nella misura in cui chi opera nella consapevolezza che la notizia impiegata è privilegiata di fatto è un *tippee*, già contemplato dalla previsione dell'art. 184 T.U.F. quale soggetto attivo del reato.

Intenzione che, pur condivisibile dal punto di vista degli obiettivi di prevenzione generale dei reati in danno del mercato finanziario dell'Unione, si pongono in contrasto con i corollari del principio di legalità e in particolare con quello della frammentarietà del ricorso alla sanzione penale e di proporzionalità delle pene, producendo di fatto una sostanziale equiparazione tra tutti i tipi di *insider* e un appiattimento verso l'alto del trattamento sanzionatorio.

Senza contare che il nuovo assetto repressivo delineato dalla MAD2, appare idoneo a incrementare sul piano pratico i problemi di compatibilità – già emersi dopo la riforma del 2005 ad opera della Direttiva MAD1 – con il principio del *ne bis in idem*.

Quanto alla peculiare ipotesi riguardante l'*insider* di sé stesso, il Regolamento MAR limita fortemente la possibilità di intervento sanzionatorio, sul presupposto che, dato che l'acquisto e la vendita di strumenti finanziari necessariamente presuppongono una decisione in tal senso da parte del soggetto che procede all'operazione, il successivo acquisto o la successiva vendita in attuazione di tale determinazione non possono essere considerati *insider trading*⁶⁷.

Lo stesso discorso vale per il caso in cui si acceda a una informazione privilegiata nel contesto di un'OPA con lo scopo di acquisire il controllo o di fondersi con società *target*, in cui le condotte prodromiche allo scopo non possono considerarsi possesso di informazione privilegiata in senso stretto.

2.4 Le condotte penalmente rilevanti

Passando all'esame delle condotte tipiche descritte dalla disposizione incriminatrice, occorre evidenziare che esse connotano il delitto di *insider trading* come reato proprio, di mera condotta e di pericolo, per la consumazione del quale è richiesto l'elemento soggettivo del dolo generico.

Ne consegue che, ai fini della consumazione, è sufficiente verificare la corrispondenza tra il comportamento tenuto dall'*insider* nel caso concreto e la condotta tipizzata dalla norma, senza alcuna necessità di dimostrare la produzione di

⁶⁷ Cfr. *considerando* n. 16 k) *Market Abuse Regulation*

un evento o di un danno riguardanti gli effetti sul mercato o sul singolo strumento finanziario: elementi estranei al reato, che possono tutt'al più incidere sul trattamento sanzionatorio (con particolare riferimento alla valutazione del profitto ai fini dell'irrogazione delle sanzioni pecuniarie).

Dalla lettura dell'art. 184 T.U.F. è possibile distinguere tre gruppi di condotte tipiche, riconducibili rispettivamente alle ipotesi di *trading*, *tipping* e *tuyautage*.

Prima di esaminare i suddetti comportamenti tipici, è utile rimarcare che, secondo l'orientamento prevalente in letteratura, non rientrano tra le condotte penalmente rilevanti il c.d. "*trading* di segno opposto" rispetto all'operazione che sfrutta l'informazione sensibile (per l'evidente mancanza di un rapporto di causalità tra il possesso della notizia e l'operazione svolta) e il c.d. "non *trading*", che si sostanzia nella condotta dell'operatore che, a conoscenza della notizia privilegiata, decide di astenersi dal compiere operazioni che, in assenza del privilegio informativo, avrebbe invece ragionevolmente posto in essere sulla base delle informazioni note al mercato. Equiparare infatti la mera inerzia – pur se fondata sull'illegittima asimmetria informativa che la disposizione incriminatrice tende a reprimere – alle condotte attive descritte dalla norma costituirebbe un'inammissibile estensione analogica in *malam partem* dall'ambito applicativo dell'art. 184 T.U.F. Caso del tutto diverso è invece quello del "*trading* per evitare le perdite", che si verifica allorché l'operatore viene in possesso di notizie *price sensitive* negative su un prodotto finanziario e compie operazioni volte a evitare o limitare le proprie perdite: trattandosi di comportamento attivo di negoziazione, questo rientra appieno tra le ipotesi di abuso di informazioni privilegiate⁶⁸.

⁶⁸ Tribunale di Milano, sez. VIII, sent. 14/2/2004, in *Società*, 2005, n. 1, 116, caso che riguarda la vendita massiccia di titoli di un gruppo imprenditoriale da parte di un pool di banche, poi crollati dopo la diffusione di dati negativi contenuti nella relazione semestrale sull'andamento del gruppo.

2.4.1 Il *trading*

Il primo gruppo di condotte contemplate dall'art. 184 T.U.F. è quello che ricomprende l'acquisto, la vendita o l'esecuzione di altre operazioni mediante l'utilizzo dell'informazione privilegiata.

E' indifferente, ai fini dell'integrazione del fatto tipico, che l'operazione sia posta in essere direttamente o indirettamente, per conto proprio o di terzi.

In relazione allo specifico caso dell'esecuzione dell'operazione per conto di terzi, è necessario evidenziare che tale modalità di realizzazione del fatto – che implica abitualmente l'intervento di un soggetto diverso dall'utilizzatore primario dell'informazione che investe – risulta sovrapponibile a quella di *tipping* o addirittura potrebbe integrare concorso atipico ai sensi dell'art. 110 c.p.⁶⁹.

Particolarmente significativa ai fini dell'esegesi della norma appare la descrizione della condotta in termini di "utilizzo" dell'informazione privilegiata, che costituisce un *novum* rispetto all'impostazione originariamente adottata dal Legislatore, che si incentrava sul concetto di "avvalersi" della notizia. L'innovazione lessicale conferma la volontà di abbandonare il principio della *disclose or abstain rule*, basato sull'illiceità presunta di qualunque operazione posta in essere da colui il quale si trovava in posizione di privilegio informativo, per verificare se il soggetto attivo ha effettivamente utilizzato la notizia riservata nell'attività di *trading*.

In tale contesto, diventa pertanto fondamentale accertare l'esistenza di un nesso eziologico – di natura quantomeno concausale – tra l'informazione privilegiata e la decisione di investimento. Nel caso in cui l'operatore ha assunto la decisione di negoziare indipendentemente dal vantaggio informativo (eventualità che sotto il profilo causale rimanda al concetto di cause autonome e indipendenti del fatto), l'illecito non potrà infatti ritenersi perfezionato⁷⁰.

⁶⁹ S. GIAVAZZI, *L'abuso di informazioni privilegiate*, cit., 742

⁷⁰ Sotto il profilo probatorio, la dimostrazione che l'operazione di *trading* è avvenuta indipendentemente dal possesso dell'informazione e non ne è stata influenzata, può essere fornita da elementi del caso concreto quali il "peso" della notizia price sensitive rispetto ad altre di più rilevante importanza, ovvero della predeterminazione di negoziare rispetto al momento in cui il soggetto è

Al fine di agevolare il concreto esplicarsi delle attività tipiche del mercato finanziario che non attentano all'efficienza di esso, il Testo Unico ha previsto una serie di deroghe al divieto di negoziazione posto dall'art. 184 T.U.F., volgarmente note come *safe harbors* o *legitimate behaviours*.

In particolare, l'art. 183 T.U.F. esclude espressamente dall'ambito applicativo della richiamata disposizione incriminatrice (e della speculare fattispecie amministrativa di cui all'art. 187 *bis*) le operazioni di *buy back*, consistenti nell'acquisto di azioni, obbligazioni o altri strumenti propri quotati, effettuate nell'ambito di programmi di acquisto da parte dell'emittente o di società legate da rapporto di controllo o collegamento con esso. Altra categoria autorizzata è quella che riguarda le operazioni di stabilizzazione dei corsi di strumenti finanziari, attuate alle condizioni e sotto la vigilanza di CONSOB ex art. 183 T.U.F.⁷¹. Tra le operazioni lecite *ex lege* rientrano anche quelle che attengono alla politica monetaria, valutaria o alla gestione del debito pubblico. Il novero dei *legitimate behaviours* è stato recentemente ampliato dal Regolamento MAR, che ha inteso fornire tutela a peculiare figure di operatori di mercato in una posizione di fisiologico regime di privilegio informativo.

Per esaurire la casistica delle condotte che più frequentemente vengono ricondotte al paradigma del *trading* – sia ai fini penali che con riferimento alla speculare fattispecie amministrativa – pare opportuno fare cenno al fenomeno del *front running*, consistente nella condotta dell'intermediario che effettua per conto proprio e in anticipo operazioni dello stesso tipo di quelle compiute per conto di un cliente, sfruttando il successivo effetto rialzo sul prezzo dello strumento finanziario⁷².

Altro fenomeno peculiare rientrante nella fattispecie di insider trading è quello del *warehousing*, nell'ambito del quale l'intermediario a conoscenza della futura OPA da parte di un proprio cliente rastrella azioni della società bersaglio, per poi

venuto in possesso dell'informazione privilegiata. Come detto, un esempio tipico di azione causalmente svincolata dall'uso di notizie *price sensitive* è il *trading* di segno opposto.

⁷¹ Se le condizioni poste dall'Autorità di vigilanza non sono rispettate, le operazioni eseguite possono diventare penalmente rilevanti ex art. 184 T.U.F..

⁷² Fenomeno simile è quello del *piggy backing*, in cui l'intermediario, avendo verificato i risultati positivi di certe operazioni poste in essere per conto del cliente, le replica in una fase successiva a proprio favore o in favore di altri investitori.

rivendergliche; anche nello *scalping* l'intermediario specula sul proprio privilegio informativo rispetto ai consigli di investimento resi ai propri clienti.

La riforma comunitaria del 2014 ha introdotto alcune innovazioni specifiche sul tema, posto che viene attribuita espressa rilevanza a comportamenti che già in precedenza la giurisprudenza aveva ricondotto al paradigma del *trading*, quali l'utilizzo di informazioni privilegiate per la revoca o la modifica di un ordine relativo a uno strumento finanziario effettuato prima di avere la disponibilità della notizia *price sensitive*.

In tale evenienza, il Regolamento MAR pone addirittura una presunzione di illiceità dell'operazione tutte le volte che, dopo l'acquisizione dell'informazione privilegiata, l'ordine immesso sul mercato viene revocato o modificato oppure vengono effettuati tentativi in tal senso⁷³.

Una simile impostazione non appare condivisibile - pur dovendosi ritenere applicabile solo alle fattispecie amministrative - posto che in tal modo si realizza una inversione dell'onere probatorio, gravando il soggetto attivo del compito di dimostrare di non aver fatto uso dell'informazione e dunque che la condotta tenuta nel caso di specie è casualmente indipendente dalla situazione di privilegio informativo dell'*insider*⁷⁴.

2.4.2 Il *tipping*

Il secondo ordine di condotte con cui si realizzano gli illeciti di *insider trading* è quello che si sostanzia nella comunicazione a terzi dell'informazione privilegiata, al di fuori del normale esercizio del lavoro, della professione, della funzione o dell'ufficio.

Dalla lettura della disposizione incriminatrice si può dedurre che la condotta tipizzata, meglio nota come *tipping*, si sostanzia nella violazione di un obbligo di riservatezza che, pur non essendo qualificabile come presupposto della condotta, è

⁷³ Cfr. *considerando* 16 d) ed e) *Market Abuse Regulation*.

⁷⁴ S. GIAVAZZI, *L'abuso di informazioni privilegiate*, cit., 747.

elemento che costituisce il minimo comune denominatore di un novero piuttosto variegato di situazioni concrete.

I caratteri peculiari della fattispecie di *tipping* sono la sussistenza del dolo generico in capo all'*insider* primario – che esclude la rilevanza penale delle comunicazioni fortuite di informazioni riservate – e l'irrilevanza dell'utilizzo o meno della notizia *price sensitive* da parte del destinatario della comunicazione (*tippee*).

Inoltre, se l'art. 184 T.U.F. punisce la divulgazione di informazioni privilegiate ad opera dell'*insider* primario, la stessa sorte non tocca all'*insider* secondario, escluso dall'alveo di punibilità della norma.

Quanto alle peculiarità della definizione di cui alla lettera b) della richiamata disposizione, occorre evidenziare che il precedente criterio di selezione delle condotte penalmente rilevanti inserito a livello dell'art. 180 T.U.F., che escludeva le comunicazioni a terzi effettuate per “giustificato motivo”, è stato sostituito con la preclusione della punibilità dell'autore quando la diffusione dell'informazione privilegiata si è verificata nell'ambito del “normale esercizio del lavoro, della professione, della funzione o dell'ufficio”⁷⁵.

In tal modo si è realizzata, secondo quanto osservato da alcuni Autori, una redistribuzione dell'onere probatorio in conformità ai principi dell'ordinamento penale, gravando l'accusa del dovere di dimostrare che la condotta dell'*insider* si è realizzata al di fuori di un contesto lecito⁷⁶.

Quanto al criterio introdotto nel 2005, non vi è dubbio che il concetto di “normalità” della comunicazione nell'esercizio del lavoro, professione, funzione, ufficio impone uno sforzo interpretativo volto a delimitarne l'ambito di applicazione⁷⁷. È stato pertanto proposto di declinare il criterio di normalità in modo da valorizzare (ed escludere dall'area del penalmente rilevante) il “comportamento atteso” – rispetto

⁷⁵ C. E. PALIERO, *Market abuse e legislazione panel: un connubio tormentato*, in *Corriere di Merito*, 2005, 810 ss.

⁷⁶ Nella vigenza della precedente formulazione dell'art. 180, invece, la formula “giustificato motivo” poneva invece in capo all'imputato l'onere di dimostrare che la sua condotta era sostanzialmente scriminata o comunque non punibile.

⁷⁷ Trattandosi di eccezione alla regola della rilevanza penale del fatto, occorre delimitarne adeguatamente il perimetro onde evitare incertezze.

alla comunicazione di notizie price sensitive – da colui il quale svolge una determinata attività, con la conseguenza che la divulgazione deve ritenersi giustificata allorché rientra nello svolgimento ordinario delle attività tipiche della mansione attribuita all'*insider*⁷⁸.

La Corte di Giustizia dell'Unione Europea (CGUE), interpellata dai giudici nazionali in merito all'interpretazione della scriminante, ha fornito un'esegesi più rigorosa e restrittiva, affermando che una notizia *price sensitive* può essere divulgata con le modalità di cui all'art. 184 lett. b) T.U.F. solo se la sua comunicazione “è strettamente necessaria all'esercizio de lavoro, di una professione o di una funzione e avviene nel rispetto del principio di proporzionalità”, tenendo conto sia del livello di sensibilità concreta dell'informazione che dell'effettivo rischio di sfruttamento della notizia da parte di terzi per scopi illeciti⁷⁹.

Passando all'analisi dei casi più frequenti di deroga al divieto di comunicazione e ai relativi limiti, la prima delle situazioni caratterizzate da particolare delicatezza è quella che riguarda i flussi di informazioni che si realizzano nell'ambito delle attività di *due diligence* sull'emittente, finalizzata alla formulazione di un'offerta di acquisizione da parte di terzi⁸⁰.

Inoltre, si è a più riprese discusso in ordine alla rilevanza penale dei flussi di informazioni privilegiate tra organi della società e a livello infra-societario, tendendo ad escluderla laddove si tratti di comportamenti necessitati dalle dinamiche gestionali e di approvazione del bilancio, oppure orientati all'attività di direzione e controllo tipiche dei gruppi societari⁸¹. Con particolare riferimento ai gruppi, è stato peraltro

⁷⁸ S. GIAVAZZI, *Abuso di informazioni privilegiate*, cit., 749. L'Autrice evidenzia che il canone interpretativo del “comportamento generalmente atteso” dal professionista è stato contrapposto spesso a quello che declina la normalità con riferimento alle circostanze del caso concreto. Il primo criterio è tuttavia preferibile perché maggiormente oggettivo. Con la conseguenza che risulteranno penalmente rilevanti tutte le comunicazioni che, pur essendo effettuate in occasione o durante il lavoro, non ne costituiscono esecuzione attesa o predeterminabile.

⁷⁹ CGCE, 22.11.2005, causa C-384/02, in *Foro it.*, 2006, IV, 345.

⁸⁰ Ferma restando la necessità di esaminare la situazione del caso concreto, come rilevato dai Giudici comunitari, la dottrina tende ad escludere la rilevanza penale di tale situazione ex art. 184 lett. b) T.U.F..

⁸¹ C. PEDRAZZI, *Dal diritto penale delle società al diritto penale dei gruppi: un difficile percorso*, in BALZARINI-CARCANO-MUCCIARELLI, *I gruppi di società*, Milano, 1996, III, 1781; F. MUCCIARELLI,

suggerito di distinguere il caso in cui la notizia riguardi investimenti effettuati, la cui comunicazione può ritenersi sempre lecita, dalle decisioni di *trading* futuro della controllata, rispetto alle quali la controllante assume la qualifica di soggetto terzo su cui grava il dovere di astensione dall'uso dell'informazione privilegiata.

Allo stesso modo, è esclusa la rilevanza quale condotta di *tipping* della comunicazione effettuata nei confronti dei consulenti societari, avente ad oggetto dati ed informazioni indispensabili per l'adempimento del mandato professionale (es. società di revisione).

Differente è invece la posizione del socio dell'emittente, il quale ha una serie limitata di diritti di informazione e accesso alle notizie inerenti le vicende societarie e la legittimità della comunicazioni effettuate nei suoi confronti è circoscritta per l'appunto alle notizie correlate ai suoi diritti e riconducibili a tutti i dati necessari per l'assunzione di delibere da parte dell'Assemblea dell'ente⁸².

Altra questione di particolare importanza è quella che attiene ai flussi di informazioni *price sensitive* che coinvolgono gli amministratori senza delega. In questo senso si è ritenuto di distinguere le informazioni indispensabili per consentire al *board* societario di esercitare le necessarie funzioni di vigilanza e intervento nei confronti degli *executives*, da quelle che invece, esulando dal novero delle comunicazioni dovute e funzionali, si manifestano come illecite ai sensi dell'art. 184 T.U.F.⁸³

Nel concludere l'analisi delle condotte di *tipping*, giova richiamare il dettato normativo di cui all'art. 114 T.U.F., che impone all'emittente che comunichi

L'informazione societaria, destinatari e limiti posti dalla normativa in materia di insider trading, in *Banca borsa tit. cred.*, 1999, 6, 745.

⁸² Un elemento di novità sui rapporti tra amministratori e soci è portato dal Regolamento MAR, che chiarisce come l'assetto sanzionatorio del *tipping* non può essere interpretato in modo da impedire i diritti dei soci attribuiti dalla legge in merito alla partecipazione alle vicende societarie e alla conoscenza del generale andamento dell'impresa.

⁸³ Cfr. sul punto Comunicazione CONSOB DME/6027054 del 28/3/2006. Quanto alla qualificazione del consigliere senza deleghe come *tippee*, essa appare difficile in quanto la comunicazione, benché illecita, è avvenuta nell'ambito dell'esercizio delle sue funzioni. Sul punto cfr. S. GIAVAZZI, *L'abuso di informazioni privilegiate*, cit., 752 nota 197.

informazioni privilegiate a soggetti terzi non sottoposti a doveri di riservatezza, di dare immediata e integrale divulgazione delle medesime informazioni al pubblico⁸⁴.

L'illecito di *tipping* non ha subito alcuna modificazione da parte del Regolamento MAR, che ha ripreso testualmente la disposizione previgente, così come la Direttiva MAD2⁸⁵.

2.4.3 Il *tuyautage*

L'ultimo ordine di comunicazioni illecite contemplate dalla fattispecie incriminatrice in analisi è quella che attiene alla raccomandazione ad altri o nell'induzione di altri, sulla base di informazioni privilegiate, al compimento di operazioni di *trading*: fenomeno comunemente noto col termine francese *tuyautage*.

A differenza del *trading* e del *tipping*, per il perfezionamento della condotta di *tuyautage* non è necessario che si verifichi una vera e propria comunicazione dell'informazione privilegiata, ma è sufficiente che l'*insider* si limiti a formulare un suggerimento di investimento a terzi, fondato sulla sua conoscenza della notizia *price sensitive*.

Inoltre, trattandosi di illecito di mera condotta e di pericolo, ai fini della comunicazione non è necessario che la raccomandazione di investimento sia accolta.

Secondo la dottrina maggioritaria, il consiglio di non operare sul mercato o su un determinato strumento finanziario rimane invece del tutto estraneo al perimetro della norma incriminatrice, poiché opinando diversamente si verserebbe in un'ipotesi di estensione analogica *in malam partem* della disposizione penale⁸⁶.

L'illecito di *tuyautage* ha subito importanti interventi di riforma ad opera del Regolamento MAR e subirà parimenti gli effetti della Direttiva MAD2 (qualora

⁸⁴ In caso di comunicazione volontaria, la *disclosure* nei confronti del mercato dev'essere immediata, nel caso di comunicazione involontaria o accidentale, la medesima deve avvenire "senza indugio" (art. 114 comma 4 T.U.F.).

⁸⁵ L'unica modifica riguarda l'introduzione di una nuova causa di giustificazione della divulgazione della notizia, laddove la stessa possa essere qualificata come "*market sounding*" ai sensi della disciplina detta dal Regolamento MAR.

⁸⁶ S. GIAVAZZI, *L'abuso di informazioni privilegiate*, cit., 754.

recepita), posto che l'intervento comunitario ha mutato la fattispecie sotto diversi aspetti.

In primis, rispetto alla formulazione originaria, oltre alla condotta di raccomandazione di operazioni di *trading* è stata inserita quella di "induzione" del terzo ad operare sul mercato.

Questa opzione desta non poche perplessità interpretative, posto che il quadro complessivo ricavabile dalla riforma attuata a livello comunitario sanziona ogni forma di istigazione complicità già con riferimento alle condotte di *trading*, pertanto non sarà agevole distinguerne i diversi ambiti applicativi.

Viene altresì espressamente precisato che l'area di rilevanza del *tuyautage* si estende anche alle raccomandazioni o induzioni che hanno ad oggetto la revoca o la modifica di un ordine di *trading* già emesso.

Ulteriore integrazione alla fattispecie attiene all'estensione della sanzione al soggetto terzo che faccia uso della raccomandazione o si lasci indurre a compiere l'operazione, sapendo o dovendo sapere che esse si fondavano su un'informazione privilegiata.

Dal punto di vista amministrativo questa nuova formulazione non comporta significative estensioni dell'ambito di illiceità della norma, posto che l'art. 187 *bis* T.U.F. già ricomprende tutte le condotte di *trading* effettuate in virtù del possesso di una *inside information*.

Gli effetti più importanti si riscontrano invece a livello dell'art. 184 T.U.F., giacché in tal modo sarà possibile sanzionare anche il destinatario della raccomandazione, che sulla base della precedente disciplina – eccezione fatta per le ipotesi di concorso ex art. 110 c.p. – non era assoggettato a sanzione penale.

2.5 L'illecito amministrativo di *insider trading* di cui all'art. 187 *bis* T.U.F.

Come anticipato nella fase introduttiva della trattazione dell'abuso di informazioni privilegiate, il Legislatore del 2005 ha affiancato alla fattispecie penale di cui all'art.

184 T.U.F. una speculare ipotesi di illecito amministrativo a livello dell'art. 187 *bis* T.U.F., che si differenzia esclusivamente per i soggetti attivi⁸⁷.

Dell'illecito di cui all'art. 187 *bis* T.U.F., rispondono infatti anche gli *insiders secondari*, qualora "in possesso di informazioni privilegiate, conoscendo o potendo conoscere in base ad ordinaria diligenza, il carattere privilegiato delle stesse".

La fattispecie, che sanziona la condotta sia a titolo di dolo che di mera colpa, non opera però alcuna distinzione sul piano del trattamento sanzionatorio: né a livello normativo, né tantomeno nella fase applicativa della sanzione ad opera della CONSOB, che nei procedimenti sino ad oggi conclusi con un provvedimento di irrogazione della sanzione ha dimostrato di non tenere in alcuna considerazione, ai fini della graduazione della pena, l'elemento soggettivo dell'autore.

Il Regolamento MAR e la Direttiva MAD2 sono foriere di importanti novità, peraltro non del tutto positive.

⁸⁷ Art. 187-*bis* (Abuso di informazioni privilegiate)

1. Salve le sanzioni penali quando il fatto costituisce reato, è punito con la sanzione amministrativa pecuniaria da euro ventimila a euro tre milioni [954] 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;
- b) comunica informazioni ad altri, al di fuori del normale esercizio del lavoro, della professione, della funzione o dell'ufficio;
- c) raccomanda o induce altri, sulla base di esse, al compimento di taluna delle operazioni indicate nella lettera a).

2. La stessa sanzione di cui al comma 1 si applica a chiunque essendo in possesso di informazioni privilegiate a motivo della preparazione o esecuzione di attività delittuose compie taluna delle azioni di cui al medesimo comma 1.

3. Ai fini del presente articolo per strumenti finanziari si intendono anche gli strumenti finanziari di cui all'articolo 1, comma 2, il cui valore dipende da uno strumento finanziario di cui all'articolo 180, comma 1, lettera a).

4. La sanzione prevista al comma 1 si applica anche a chiunque, in possesso di informazioni privilegiate, conoscendo o potendo conoscere in base ad ordinaria diligenza il carattere privilegiato delle stesse, compie taluno dei fatti ivi descritti.

5. Le sanzioni amministrative pecuniarie previste dai commi 1, 2 e 4 sono aumentate fino al triplo o fino al maggiore importo di dieci volte il prodotto o il profitto conseguito dall'illecito quando, per le qualità personali del colpevole ovvero per l'entità del prodotto o del profitto conseguito dall'illecito, esse appaiono inadeguate anche se applicate nel massimo.

6. Per le fattispecie previste dal presente articolo il tentativo è equiparato alla consumazione.

Come già evidenziato in precedenza, infatti, l'intervento riformatore comunitario si è orientato nella direzione di una equiparazione delle condotte degli *insiders* primari e secondari, optando per una ri-criminalizzazione del condotte di questi ultimi, per i quali viene richiesto agli Stati Membri di prevedere non solo l'intervento della sanzione amministrativa, ma anche di quella penale ex art. 184 T.U.F.

Il giudizio differenziato di disvalore sociale delle condotte poste in essere dagli *insiders* primari e secondari, che aveva costituito la base per la differenziazione sanzionatoria operata dal legislatore domestico nel 2005, lascia dunque spazio a un sostanziale livellamento delle due figure, che aggrava ulteriormente i problemi di compatibilità della disciplina di risulta di tale ultimo intervento normativo con il divieto di doppio giudizio e doppia sanzione, immanente sia rispetto ai principi fondamentali dell'ordinamento nazionale che (quantomeno nelle intenzioni) a quelli dell'ordinamento comunitario.

2.6 Il sistema sanzionatorio

La repressione dell'illecito di cui all'art. 184 T.U.F. è stata affidata a quello che la dottrina ha definito un "vero e proprio arsenale sanzionatorio"⁸⁸.

Le pene principali della reclusione e della multa sono state raddoppiate ad opera della Legge n. 262/2005 nell'ottica di una più efficace repressione del fenomeno.

Sono state inoltre inserite sanzioni accessorie piuttosto afflittive a livello dell'art. 186 T.U.F. che si affiancano alla previsione della confisca del prodotto o profitto del reato di cui all'art. 187 T.U.F., anche per equivalente. Quanto alle sanzioni accessorie, si richiamano le misure interdittive indicate a livello degli art. 28, 30, 32 bis e ter c.p., particolarmente criticate dalla dottrina perché apparentemente orientate alla neutralizzazione professionale dell'autore del reato piuttosto che a perseguire scopi specialpreventivi⁸⁹.

⁸⁸ S. GIAVAZZI, *L'abuso di informazioni privilegiate*, cit., 759.

⁸⁹ S. SEMINARA, *Disposizioni comuni agli illeciti di abuso di informazioni privilegiate e di manipolazione del mercato*, in *Dir. pen. e proc.*, 2006, 11 ss.

Altra peculiarità dell'apparato repressivo in esame, replicata per l'illecito di manipolazione del mercato, è la possibilità di operare, in fase di irrogazione della sanzione penale, un aumento fino al triplo dei limiti edittali previsti dalla legge ovvero fino a dieci volte il prodotto o profitto conseguito dal reo, quando le circostanze del caso concreto portino il giudice a ritenere la pena inefficace anche se applicata nel massimo edittale (art. 184 comma 3 T.U.F.).

Con riferimento alla fattispecie di *insider trading* ex art. 187 *bis* T.U.F., sono previste sanzioni pecuniarie di tipo amministrativo, cui si affiancano sanzioni accessorie speciali: la perdita dei requisiti di onorabilità per ricoprire incarichi apicali, l'incapacità temporanea di assumere incarichi di amministrazione, direzione e controllo di società quotate, la sospensione dagli ordini professionali di riferimento.

Al pari dell'illecito penale, è inoltre prevista la confisca del prodotto o profitto dell'illecito, secondo la previsione di cui all'art. 187 *sexies* T.U.F.

Complessivamente, può affermarsi che il sistema punitivo delineato dal T.U.F. per gli illeciti di abuso di informazioni privilegiate, è gravemente afflittivo e non sempre proporzionato rispetto all'effettiva lesione del bene giuridico protetto dalle norme, in ragione della vastissima cornice edittale disegnata dalla stratificazione delle discipline punitive e dall'eccessività dei minimi edittali risultanti dalle riforme succedutesi nel corso del tempo.

La medesima riflessione valga per la previsione della confisca obbligatoria, come a più riprese evidenziato addirittura dalla stessa CONSOB⁹⁰.

Ad ogni buon conto l'aspetto di maggiore criticità, che costituisce il fulcro del presente contributo, è quello che attiene al sostanziale cumulo dei sistemi sanzionatori delineati dall'art. 184 e 187 *bis* T.U.F., con la conseguente genesi di un "doppio binario" che pone rilevanti problemi di compatibilità con il principio fondamentale del *ne bis in idem*.

⁹⁰ Cfr. Relazione annuale CONSOB per l'anno 2012, pag. 31 ss..

Principio inteso sia nella sua accezione processuale, come divieto di doppio procedimento e giudizio per il medesimo fatto, sia in senso sostanziale come divieto di duplicazione di sanzioni in relazione a uno stesso comportamento umano⁹¹.

L'intento dichiarato ed evidente del Legislatore del 2005, che su impulso comunitario ha affiancato alla sanzione penale per il *market abuse* quella amministrativa, era quello di derogare al principio di specialità tra illecito penale e illecito amministrativo posto in via generale dalla legge di depenalizzazione (art. 9 Legge n. 689/1981), con lo scopo di legittimare la coesistenza di due separati procedimenti e due distinte sanzioni in relazione al medesimo fatto storico, inquadrabile nell'oggettività giuridica dell'*insider trading*.

La conseguenza pratica della deroga al principio di specialità delineato in via generale dalla Legge n. 689/1981 – ammessa proprio in ragione del fatto che, essendo stabilito con lo strumento della legge ordinaria, può subire una eccezione ad opera di fonti di pari grado – è la possibilità che, in relazione a un medesimo fatto riconducibile alle disposizioni incriminatrici di cui all'art. 184 T.U.F. e 187 *bis* T.U.F., coesistano più giudicati, anche di contenuto opposto.

L'unico gruppo di soggetti che, nella vigenza dell'attuale sistema repressivo degli abusi di mercato, appariva estraneo ai problemi di duplicazione di sanzioni era quello degli *insiders* secondari in quanto individuati come soggetti attivi della sola fattispecie amministrativa. Come detto, anche tale differenziazione rispetto alle problematiche coinvolgenti gli *insiders* primari è destinata a venire meno con il prossimo recepimento della Direttiva MAD2, che ha contemplato l'inclusione degli *insiders* secondari nel novero dei soggetti attivi anche del delitto di cui all'art. 184 T.U.F., con ulteriore ingravescenza dei problemi applicativi derivanti dalla coesistenza di due distinti e autonomi procedimenti repressivi per il medesimo fatto.

L'aspetto singolare e contraddittorio di MAD2, risiede proprio nel fatto che in via di principio viene richiesto agli Stati Membri di adottare un sistema repressivo dei comportamenti lesivi degli interessi comunitari conforme ai principi e alle garanzie

⁹¹ C.E. PALIERO, *Market Abuse e legislazione penale, un connubio tormentato*, in *Corr. Mer.*, 2005, 810; A. NATALINI, *Lungo i confini (incerti) del market abuse. Duplicazioni sanzionatorie a rischio caos*, in *Dir. e Giust.*, 2006, 22.

fondamentali di ciascun ordinamento, facendo espresso riferimento alla tutela del *ne bis in idem* nella regolamentazione dei rapporti tra illeciti penali e sanzioni amministrative. Tuttavia, in aperta controtendenza con l'esigenza da ultimo richiamata, l'approccio ai profili soggettivi dell'illecito è orientato verso l'uniformazione e il livellamento del trattamento sanzionatorio nei confronti degli *insiders* primari e quelli secondari⁹².

A ciò si aggiunga l'ulteriore considerazione che il medesimo problema di duplicazione delle sanzioni è ravvisabile anche con riferimento al distinto e parallelo sistema sanzionatorio dedicato alle persone giuridiche, coinvolte negli illeciti di *insider trading* da soggetti ad esse riferibili.

Come noto, il d.lgs. n. 231/2001 delinea un autonomo sistema sanzionatorio per le persone giuridiche, che reprime le condotte illecite poste in essere da soggetti apicali o subordinati dell'ente medesimo in ragione di una carenza organizzativa della persona giuridica, sempre che i reati siano stati posti in essere nell'interesse o a vantaggio dell'ente e che gli illeciti siano ricompresi nell'elenco tassativo dei c.d. "reati presupposto" che delimita, sul piano oggettivo, l'ambito applicativo del d.lgs. 231/2001.

In tale contesto, l'art. 25 *sexies* d.lgs. 231/2001 prevede che, nel caso in cui soggetti apicali dell'ente o coloro che sono sottoposti a loro direzione vigilanza commettano gli illeciti di abuso di informazioni privilegiate o di manipolazione del mercato, si applica una sanzione pecuniaria da 400 a 1000 quote, con possibilità di aumento fino a dieci volte il prodotto o profitto del reato. Parallelamente, l'art. 187 *quinquies* comma 1 T.U.F. dispone che, nel caso in cui sia commesso nel suo interesse o a suo vantaggio l'illecito amministrativo di abuso di informazioni privilegiate, l'ente è obbligato al pagamento di una somma equivalente alla sanzione amministrativa irrogata alla persona fisica ex art. 187 *bis* T.U.F.: si tratta di sanzione che sottende la medesima logica repressiva di quelle previste dal d.lgs. n. 231/2001, ma dotata di autonomia sia quanto a collocazione sistematica, che con riferimento ai criteri di quantificazione, intimamente connessi con il *quantum* irrogato all'autore persona

⁹² Cfr. *considerando* n. 15 b) MAD2 e *considerando* n. 35 a) Regolamento MAR

fisica dell'illecito amministrativo. A ben vedere si tratta di un'ipotesi sanzionatoria ibrida, che si fonda in parte sul sistema della responsabilità delle persone giuridiche (d.lgs. 231/2001) e in parte sui principi che governano la disciplina della depenalizzazione (legge n. 689/1981), generando un ibrido che non può essere inquadrato né nella sistematica delle sanzioni a carico dell'ente, né nell'ipotesi di corresponsabilità pura che caratterizza l'art. 6 legge n. 689/1981 ma anche le sanzioni previste a livello degli artt. 195 e 196 T.U.F.

Si consideri che proprio la totale assenza di forme di coordinamento tra le disposizioni incriminatrici dirette a carico della persona giuridica e quelle che contemplano la solidarietà con l'autore del reato per le sanzioni pecuniarie, generano un fenomeno di ulteriore ingravescenza degli effetti dell'apparato sanzionatorio degli illeciti di *market abuse*: a cui peraltro occorre aggiungere il provvedimento di confisca espressamente previsto dall'art. 19 d.lgs. 231/2001, che pone seri problemi di coordinamento con quella disciplinata dall'art. 187 T.U.F. e con la misura ablativa (amministrativa) di cui all'art. 187 *sexies* T.U.F.

3. LA MANIPOLAZIONE DEL MERCATO

3.1. Introduzione

Gli illeciti di manipolazione del mercato costituiscono l'evoluzione dell'originario delitto di aggioaggio di cui all'art. 501 c.p. ed assolvono una funzione decisiva ai fini della protezione del corretto sviluppo del mercato finanziario, sia nella sua dimensione nazionale che con riferimento agli interessi comunitari connessi all'operatività del mercato stesso⁹³.

L'attuale sistema delle fattispecie manipolative è frutto della progressiva presa d'atto dell'incapacità del mercato di autoregolamentarsi e della pressante esigenza di tutelare gli investitori comuni, assicurando vigilanza sul rispetto delle regole che stanno alla base del corretto funzionamento delle dinamiche finanziarie.

Nell'ordinamento interno, la repressione delle manipolazioni del mercato finanziario è affidata a due distinte fattispecie di reato descritte a livello dell'art. 185 T.U.F. – una delittuosa e una contravvenzionale - e a un illecito amministrativo contemplato dall'art. 187 *ter* T.U.F., alle quali deve essere aggiunto il reato di aggioaggio “comune” di cui all'art. 2637 c.c.

L'attuale fattispecie di cui all'art. 185 T.U.F. trova il suo fondamento storico nel reato di aggioaggio su strumenti finanziari di cui all'art. 5 della legge n. 157/1991, successivamente accorpato nell'illecito di aggioaggio societario previsto dal codice civile per effetto della riforma dei reati societari del 2002 (legge n. 61/2002)⁹⁴.

⁹³ E. AMATI, *La disciplina penale degli abusi di mercato*, in G. INSOLERA, *La legislazione penale compulsiva*, Padova, 2006, 203 e ss.; L. FOFFANI, sub art. 2637 c.c., in F. C. PALAZZO – C.E. PALIERO, *Commentario breve alle leggi penali complementari*, Padova, 2003, 1899 ss.

⁹⁴ Art. 185 (*Manipolazione del mercato*).

1. Chiunque diffonde notizie false o pone in essere operazioni simulate o altri artifizii concretamente idonei a provocare una sensibile alterazione del prezzo di strumenti finanziari, è punito con la reclusione da uno a sei anni e con la multa da euro ventimila a euro cinque milioni.
2. 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.

Secondo quella che era l'impostazione di fondo della citata riforma, la fattispecie di cui all'art. 2637 c.c. avrebbe infatti dovuto assumere il ruolo di norma di riordino delle frammentarie disposizioni riconducibili al paradigma dell'aggiotaggio, disseminate a livello della normativa societaria, bancaria e finanziaria.

Tale obiettivo è stato frustrato dall'intervento del Legislatore comunitario, che con la già citata direttiva 2003/6/CE (MAD1) in tema di *market abuse* ha imposto una riforma del settore a tutela degli interessi finanziari dell'Unione Europea, obbligando di fatto lo Stato italiano ad introdurre a livello del T.U.F. - con la legge n. 62/2005 - la nuova peculiare fattispecie di manipolazione del mercato di cui all'art. 185, avente ad oggetto gli strumenti finanziari quotati.

Nel recepire le indicazioni comunitarie in merito all'impiego di figure di illecito anche amministrativo oltre che penale - art. 14 Direttiva MAD1 - si è scelto di affiancare alle fattispecie descritte nell'art. 185 T.U.F. un illecito di tipo amministrativo recante la medesima rubrica, affidando alla CONSOB le correlate prerogative sanzionatorie.

Come nel caso del reato di *insider trading*, anche per l'illecito di manipolazione del mercato l'opzione è stata dunque quella della creazione di un doppio binario repressivo avente ad oggetto le medesime condotte tipiche, sebbene diversamente connotate sul piano della qualificazione giuridica.

Tra l'altro la coeva riforma del d.lgs. 58/1998 - attuata con la legge n. 262/2005 - ha generato il medesimo effetto moltiplicativo delle cornici edittali penali e amministrative già descritto nell'analisi del reato di abuso di informazioni privilegiate.

Infine, con il d.lgs. n. 101/2009 - in attuazione della Direttiva MIFID - è stato inserito a livello dell'art. 185 T.U.F. il comma 2 *bis*, che contempla una nuova contravvenzione i cui tratti distintivi attengono al luogo di negoziazione degli

2-*bis*. Nel caso di operazioni relative agli strumenti finanziari di cui all'articolo 180, comma 1, lettera a), numero 2), la sanzione penale è quella dell'ammenda fino a euro centotremila e duecentonovantuno e dell'arresto fino a tre anni.

strumenti finanziari su cui ricade la condotta del soggetto attivo, ovvero i mercati multilaterali in luogo di quello regolamentato⁹⁵.

Quest'ultimo singolare intervento integrativo ha ulteriormente accentuato lo squilibrio punitivo e la disarmonia di fondo del sistema repressivo delle manipolazioni del mercato, il cui sistema sanzionatorio appare anche *prima facie* frutto di interventi ondivaghi e per certi versi schizofrenici, che hanno dato origine a una marcata afflittività delle sanzioni e a una irragionevolmente ampia forbice edittale.

3.2. Le modifiche ai principi fondanti il sistema repressivo delle manipolazioni del mercato: dalla Direttiva MAD1 alla Direttiva MAD2 e al Regolamento MAR

Come già evidenziato nella parte introduttiva del presente lavoro, la Direttiva MAD1 sul *market abuse* è uno dei numerosi interventi di armonizzazione attuati dall'Unione Europea, a tutela dell'integrità e della fiducia degli investitori nel mercato finanziario, elementi indispensabili per garantire lo sviluppo del mercato unico come fondamento stesso della Comunità Economica Europea e oggi dell'Unione.

Oltre a impiegare il classico strumento definitorio delle condotte di manipolazione, essa ha fornito puntuali indicazioni agli Stati Membri circa l'impiego di misure sanzionatorie efficaci, evidenziando una maggiore preferenza per la repressione dell'agiotaggio mediante la configurazione di fattispecie di illecito amministrativo piuttosto che penali, in ragione della ritenuta maggior incisività e libertà d'azione delle autorità di vigilanza incaricate di rilevare le operazioni illecite e del più snello *iter* di irrogazione delle sanzioni amministrative rispetto al tipico giudizio penale e alle correlate garanzie processuali.

Il recepimento della MAD1 non è stato però uniforme nel territorio dell'Unione, nel senso che in alcuni Stati Membri le condotte descritte dalla Direttiva come manipolative sono state sanzionate in via amministrativa con pene modeste e senza

⁹⁵ E. BASILE, *Contravvenzioni e contraddizioni in tema di abusi di mercato. Tutela penale dei sistemi multilaterali e di negoziazione*, in *Riv. trim. dir. pen. economia*, 2011, vol. 24, n. 4, 747 ss.

alcuna previsione di illeciti penali, mentre in altri ordinamenti – tra i quali quello italiano – le misure amministrative si sono dimostrate gravemente squilibrate in senso afflittivo e, in quanto abbinate all'applicazione di sanzioni penali, generatrici del già richiamato sistema del doppio binario sanzionatorio.

A livello transnazionale, tale disarmonia ha favorito il patologico fenomeno del *forum shopping*.

La recente approvazione del Regolamento 596/2014/UE (MAR) e della Direttiva 2014/57/UE (MAD2) costituiscono le contromisure normative adottate a livello comunitario a fronte dell'acclarata disomogeneità dei sistemi repressivi delle manipolazioni realizzati dagli Stati Membri in applicazione della MAD1 e della necessità di bilanciare le esigenze di tutela degli interessi dell'Unione con il rispetto dei principi fondamentali dell'individuo, tra i quali il divieto di doppio giudizio e doppia sanzione per il medesimo fatto⁹⁶.

Con la Direttiva MAD2 e il MAR sono state dunque abrogate la Direttiva MAD1 e le successive Direttive 2003/124/CE, 2003/125/CE e 2004/72/CE, operando un rovesciamento dell'impostazione di fondo delle fonti del 2003: occorre infatti registrare la richiesta rivolta agli Stati Membri di reprimere le condotte manipolative – al pari di quelle di abuso di informazioni privilegiate – ricorrendo principalmente a sanzioni di natura penale (in quanto dotate di maggior efficacia generalpreventiva e dissuasiva), proporzionate anche all'entità dei proventi del reato e ai danni arrecati al mercato. Resta ferma la possibilità per gli ordinamenti nazionali di prevedere anche fattispecie punitive di natura amministrativa e sanzioni accessorie per la violazione del Regolamento MAR.

La riforma comunitaria degli abusi di mercato si occupa peraltro espressamente – come già rilevato *supra* – del problema concernente l'eventuale moltiplicazione di procedimenti e sanzioni e, allo scopo di tutelare il principio del *ne bis in idem*, suggerisce ai singoli Stati Membri di reprimere con lo strumento penale gli illeciti

⁹⁶M. CARNEVALI, *Market abuse. L'evoluzione*, in S. VINCENZI (a cura di), *Gli abusi di mercati, dalle norme alla prassi operativa*, Trento, 2012, 143 ss. I. CALLEGARO, *Market abuse: la nuova prospettiva comunitaria in materia di sanzioni penali*, in *Dir. bancario*, 2015, 6 ss.

connotati da dolo e ricorrere alle più miti (almeno in teoria) misure amministrative per sanzionare le condotte meno gravi e connotate da mera colpa.

3.3. La nozione comunitaria di manipolazione del mercato

Passando alla disamina degli elementi caratterizzanti l'illecito di aggio di aggio finanziario, si evidenzia che nell'ordinamento comunitario, la nozione di "manipolazione del mercato" coincide con qualunque pratica economica che comporti un innalzamento, un abbassamento o anche una stabilizzazione artificiosa dei prezzi di un prodotto finanziario, dimostrativi della circostanza che il meccanismo di formazione fisiologica dei prezzi sia stato turbato, con conseguente alterazione delle dinamiche di mercato.

Il sistema definitivo adottato a livello europeo si basa peraltro su un approccio casistico descrittivo, attraverso il ricorso a modelli comportamentali che consentono (o dovrebbero consentire) di delimitare le modalità della condotta ritenute meritevoli di censura⁹⁷.

In altri termini, il criterio utilizzato per la descrizione del fatto tipico, sia per la manipolazione informativa che per quella operativa, disinteressandosi totalmente degli effetti, si concentra sulla normativizzazione della condotta, andando a censire ed enucleare tutti quei comportamenti della prassi finanziaria che, secondo regole di esperienza, sono privi di qualunque giustificazione economica razionale e pertanto univocamente riconducibili a finalità abusive⁹⁸.

In tale contesto, il nucleo dell'ipotesi di manipolazione operativa viene identificato nella "apparente irrazionalità o antieconomicità dell'operazione" senza attribuire alcun effetto descrittivo agli effetti della stessa sul mercato dei prezzi.

La condotta è illecita in quanto manipolativa, perché l'operazione di *trading* posta in essere non è coerente con il patrimonio informativo dell'autore e quindi non si basa

⁹⁷ F. CONSULICH, *La giustizia e il mercato, Miti e realtà di una tutela penale dell'investimento mobiliare*, Milano, 2011, 170.

⁹⁸ M. B. MAGRO, *La formazione dei prezzi nel mercato finanziario: crisi della razionalità del mercato e massime di esperienza*, in A. CADOPPI, S. CANESTRARI, A. MANNA, M. PAPA, *Diritto Penale dell'Economia*, Tomo I, 495.

su una razionale giustificazione economica, o meglio evidenzia l'esistenza di un intento occulto non coerente con quello che ordinariamente sta alla base dell'operazione stessa.

Ne consegue che le condotte manipolative di tipo operativo non possono essere elencate aprioristicamente in modo tassativo, ma sono classificate come tali in ragione della loro finalità illecita, ovvero nell'intento ingannatorio sotteso all'operazione posta in essere.

Un'operazione che, beninteso, può essere reale ed effettiva, ma frustra l'andamento del mercato nella misura in cui l'obiettivo perseguito dall'autore in questione non coincide con quello tipicamente sotteso all'iniziativa economica attuata, ma con la determinazione di una certa reazione da parte del mercato, che si traduce nella generazione negli investitori dell'erroneo convincimento in ordine all'andamento del prezzo di un titolo.

E' dunque proprio l'effetto alterativo – attuale o potenziale – il minimo comune denominatore dell'elenco aperto delle manipolazioni operative.

Tali peculiarità della definizione normativa (o forse sarebbe meglio dire economica) di manipolazione accolta a livello comunitario, è la causa principale dei dubbi sollevati dalla dottrina circa il rispetto, da parte delle disposizioni incriminatrici in materia, dei principi di tassatività e determinatezza del precetto penale.

3.4. Il bene giuridico protetto e i *safe harbors*

In conformità ai contenuti della Direttiva MAD1, gli illeciti di aggio-taggio previsti nel TUF sono proiettati alla tutela del regolare andamento del mercato finanziario e della fiducia che gli investitori ripongono nei valori mobiliari e negli strumenti derivati.

Senza replicare integralmente le considerazioni già formulate nel corso della disamina delle fattispecie d'*insider trading*, che condividono con quelle manipolative le medesime istanze generali di tutela del mercato finanziario, pare opportuno specificare che la repressione delle condotte manipolative ha il precipuo obiettivo di

evitare che, attraverso la diffusione di informazioni scorrette, siano falsati i processi decisionali di investimento dei singoli, con evidenti e immediati impatti sulla regolarità dei meccanismi di formazione dei prezzi⁹⁹. D'altro canto è già stata evidenziata la centralità delle esigenze di trasparenza e affidabilità dei flussi informativi ai fini del regolare andamento del mercato¹⁰⁰.

In altre parole l'interesse diretto – che è veicolo per la tutela dell'interesse di fondo sulla corretta determinazione dei prezzi – è quello che l'investitore sia titolare di un patrimonio conoscitivo tendenzialmente uniforme a quello degli altri investitori ragionevoli e che le informazioni che egli riceve dal mercato non siano decettive e dunque portatrici di fenomeni di alterata percezione dell'andamento del mercato¹⁰¹.

Peraltro, considerato che alcune condotte certamente tipiche ai sensi delle disposizioni che sanzionano le manipolazioni del mercato rispondono a legittime necessità del singolo emittente o di tutela del mercato nel suo complesso, come avviene in materia di abuso di informazioni privilegiate, il Legislatore nazionale, su indicazione di quello comunitario, ha enucleato una serie di circostanze nelle quali le operazioni astrattamente manipolative sono ritenute lecite. Giova richiamare sul punto la disciplina dei *safe harbours* di cui all'art. 183 T.U.F. (v. *supra*) che in via derogatoria ammette le operazioni di Stati Membri, istituzioni europee e della BCE concernenti la politica monetaria, dei cambi e di gestione del debito pubblico, nonché l'acquisto di azioni proprie da parte degli emittenti attuate nell'ambito di specifici programmi di riacquisto e interventi di stabilizzazione di strumenti finanziari.

Una specifica esenzione che riguarda i soli illeciti manipolativi è inoltre contemplata dall'art. 187 *ter* comma 4 T.U.F., il quale prevede che non è soggetto a sanzione amministrativa colui il quale abbia dimostrato di aver agito per motivi legittimi e in

⁹⁹ C. SANTORIELLO, *Il nuovo diritto penale delle società*, Torino, 2004, 317; E. MUSCO, *I nuovi reati societari*, Milano, 2004, 178.

¹⁰⁰ Cfr. Tribunale di Milano, sent. 4/5/2009, Tanzi (inedita) pag. 98, secondo cui “sotto il profilo dell'interesse tutelato ... la manipolazione è in ogni caso posta non già a tutela del patrimonio dei destinatari della comunicazione, bensì della regolarità *tout court* delle negoziazioni del mercato mobiliare”. Nello stesso senso Trib. Milano, 11/11/2002, Mensi, in *Riv. trim. dir. pen. econ.*, 2003, 747. L'impostazione confermata da Cass. Pen., 20/7/2011, Tanzi, in *Dir. pen. proc.*, 2011, 1096ss.

¹⁰¹ M. B. MAGRO, *La formazione dei prezzi nel mercato finanziario: crisi della razionalità del mercato e massime di esperienza*, cit., 502.

conformità alle prassi ammesse nel mercato regolamentato, in relazione ad operazioni che forniscano o siano idonee a fornire indicazioni false o fuorvianti sulla domanda, l'offerta o il prezzo degli strumenti finanziari, oppure operazioni o ordini di compravendita che consentono di fissare il prezzo degli strumenti finanziari a un livello anomalo o artificiale.

Le prassi ammesse sono individuate dall'art. 180 T.U.F. come quelle prassi di cui è ragionevole attendersi l'esistenza in uno o più mercati finanziari, ammesse o individuate dalla CONSOB in conformità alle disposizioni di attuazione della direttiva MAD1¹⁰².

Al fine di escludere l'antigiuridicità dell'illecito, è pertanto richiesta la presenza coeva di due elementi: uno di carattere oggettivo, vale a dire il carattere di prassi ammessa del comportamento tenuto nel caso di specie dal soggetto attivo, e l'altro di carattere oggettivo, ossia l'avere l'autore agito per motivi legittimi.

Se il requisito oggettivo è verificabile in modo piuttosto agevole attraverso la consultazione dei provvedimenti adottati dalla CONSOB in materia, più generico e indeterminato è il requisito riguardante i "motivi legittimi".

La dottrina ha evidenziato come tale clausola generale consenta di contrastare l'eccessiva estensione dell'ambito applicativo delle fattispecie sanzionatorie in materia di manipolazione del mercato, che come si vedrà sono assai ampie e generiche e scarsamente tipizzate¹⁰³.

Sebbene tale esenzione – che parrebbe escludere l'antigiuridicità della condotta piuttosto che la tipicità del fatto – sia inserita a livello della fattispecie sanzionatoria di tipo amministrativo (art. 187 *ter* T.U.F.), è stato sostenuto che la causa di esenzione in parola sia estensibile anche alla corrispondente fattispecie penale (art. 185 T.U.F.).

¹⁰² Con delibera n. 15233, la Consob ha dettato i criteri e le procedure per l'ammissione delle prassi.

¹⁰³ F. CONSULICH, *Ex facto oritur ius criminale? Le prassi di mercato ammesse, tra crisi della legge e legalità della giustificazione*, in *Riv. società*, n. 2-3, 2011, 281ss; LUNGHINI, *Manipolazione del mercato come difesa dell'impresa?* in *Banca borsa*, 2010, vol. 63, n. 2, 229 ss.

3.5. La manipolazione informativa

La condotta descritta dalla fattispecie incriminatrice di cui all'art. 185 T.U.F. è quella sussumibile nella categoria della c.d. *manipolazione informativa*, che risulta integrata dalla condotta del soggetto attivo che diffonde notizie false al mercato.

La descrizione del fatto tipico rivela la natura d'illecito di pericolo, di mera condotta e a forma libera della manipolazione informativa, i cui confini coincidono con i limiti descrittivi delle nozioni di "diffusione", di "notizia" e della "falsità" di questa.

3.5.1 I concetti di diffusione e di notizia (e la *price sensitivity*)

La condotta tipica descritta dall'art. 185 T.U.F. – e ripresa dalla speculare disposizione amministrativa – si incentra sul concetto di "diffusione" della notizia.

La forma libera che caratterizza la fattispecie in esame si rinviene proprio nell'ampiezza semantica del concetto di diffusione, che abbraccia condotte comunicative di ogni genere e poste in essere con ogni mezzo: sia verbali che scritte, veicolate attraverso qualunque canale (stampa, televisione, radio, internet, ...).

L'unica condizione è che la comunicazione effettuata dal soggetto attivo sia rivolta a un numero indeterminato di soggetti e quindi potenzialmente idoneo a raggiungere un numero indeterminabile di destinatari.

Secondo la dottrina maggioritaria, non è dunque inquadrabile nella nozione di diffusione la condotta comunicativa che si rivolga a un numero circoscritto di persone, o a un gruppo di soggetti numeroso ma con l'intesa della riservatezza nei confronti del pubblico¹⁰⁴.

Il secondo elemento descrittivo della condotta è quello che ruota intorno al concetto di "notizia", la cui diffusione può generare il pericolo di un'alterazione dei prezzi del mercato.

¹⁰⁴ M. B. MAGRO, *La formazione dei prezzi nel mercato finanziario: crisi della razionalità del mercato e massime di esperienza*, cit., 503.

Esso ricomprende informazioni di qualunque natura: a carattere economico, finanziario, commerciale. Nella definizione rientrano certamente a pieno titolo le *market information* e le *corporate information* (v. *supra*).

Ne consegue che la gamma d'informazioni che possono dare origine alle condotte manipolative è più ampia di quella che fa capo alle informazioni privilegiate *ex art.* 184 T.U.F.: le quali, tuttavia, sono ricomprese tra quelle rilevanti *ex art.* 185 T.U.F.

Altro tratto distintivo della notizia di cui all'*art.* 185 T.U.F., rispetto alla nozione d'informazione privilegiata, è che ai fini della commissione della manipolazione non ha alcuna rilevanza il fatto che la notizia oggetto di diffusione sia già pubblica o ancora riservata, essendo del tutto irrilevante il carattere di novità o meno del contenuto della comunicazione. Le disposizioni sanzionatorie delle manipolazioni riprendono dunque un'accezione d'informazione decisamente più ampia di quella che sta alla base delle fattispecie di *insider trading*.

Nella prospettiva di una maggior adesione ai principi di tassatività e determinatezza del precetto, dottrina e giurisprudenza si sono peraltro interrogate sulle caratteristiche devono connotare la notizia oggetto di divulgazione.

Secondo un primo orientamento, maggiormente rigoroso, le notizie rilevanti sono quelle informazioni sufficientemente precise e determinate, che vertono su fatti oggettivi o avvenimenti già verificatisi: sarebbero dunque rilevanti solo le affermazioni meramente descrittive di fatti storici.

Ne deriverebbe l'esclusione di tutte quelle informazioni aspecifiche e prive di elementi concreti di attendibilità, quali le voci correnti nel pubblico (c.d. *rumors*) e tutte le notizie riguardanti eventi futuri ovvero quelle che non attengono a fatti oggettivi ma ad attività valutative, e previsionali. Questo perché la componente soggettiva delle valutazioni e la mancanza di riscontri sui fatti futuri di fatto ostacola il procedimento di falsificazione dell'affermazione secondo il metodo della verifica *ex ante*, unico che può fondare l'accertamento dell'illecito manipolativo.

Un'impostazione ermeneutica più recente, ha tuttavia sottolineato che l'utilizzo del concetto di notizia nell'accezione poc'anzi prospettata, mal si concilia con le

esigenze concrete di tutela del mercato dalla falsa rappresentazione di circostanze idonee ad alterare la percezione degli investitori sull'andamento di uno strumento finanziario. Ciò in considerazione del fatto che, alla base delle scelte d'investimento del singolo vengono, abitualmente poste anche (e soprattutto) notizie di carattere valutativo e previsionale, che modificano le aspettative degli investitori in relazione ad accadimenti futuri. Questo perché anche (e soprattutto) la possibilità di prevedere un evento futuro realizza un vantaggio informativo che il singolo attore del mercato ambisce a utilizzare nelle proprie scelte d'investimento.

D'altro canto, è lo stesso art. 181 T.U.F. che – in materia di *insider trading* – nel descrivere la notizia di carattere privilegiato che costituisce lo strumento per le condotte di abuso, ricomprende anche le informazioni che riguardano fatti futuri, valutati attraverso il canone della ragionevole previsione della loro verifica.

Di talché, le notizie su fatti futuri statisticamente integrano lo strumento più frequente degli atti di manipolazione che mettono concretamente in pericolo il meccanismo di formazione dei prezzi.

La rilevante anticipazione della tutela del bene giuridico protetto dalla norma e la natura di reato di mera condotta, impongono tuttavia un'opera di accurata selezione delle notizie che possono concretamente mettere in pericolo la stabilità del mercato, in modo da integrare quel minimo di offensività richiesto dall'ordinamento per esprimere un giudizio di meritevolezza della sanzione dei confronti dell'autore dell'illecito.

Un supporto di grande importanza sul punto è fornito dalla già esaminata nozione di informazione sensibile di cui art. 181 T.U.F., vale a dire quella utilizzabile dall'investitore ragionevole come uno degli elementi su cui fondare le proprie decisioni di investimento.

I due poli del carattere di rilevanza della notizia sono dunque quello soggettivo del *reasonable investor* e quello oggettivo della idoneità intrinseca della notizia, i quali non possono non assurgere a criteri di selezione delle notizie rilevanti anche ai fini della delimitazione del raggio d'azione dell'illecito di manipolazione informativa, in

quanto strettamente collegati con la valutazione della concreta pericolosità della condotta¹⁰⁵.

3.5.2. La falsità della notizia

Il disvalore della condotta di manipolazione informativa, che connota il comportamento del soggetto attivo dell'idoneità necessaria a porre in pericolo il bene giuridico tutelato dalla norma, è ravvisabile nella falsità della notizia divulgata.

La decettività dell'informazione veicolata dal soggetto attivo è dunque l'elemento centrale della fattispecie incriminatrice, in quanto idoneo a compromettere la capacità critica dell'investitore rispetto all'andamento del mercato, producendo un nocimento alla genuinità delle sue decisioni di investimento.

L'elemento di anti-giuridicità, si rinviene pertanto nella circostanza che le scelte operative degli attori del mercato vengono assunte in ragione di un vizio "a monte", vale a dire in ragione di un errore che non dipende dalle abilità dell'operatore nelle attività di *trading* o *information decoding*, ma che trova la sua origine nella deliberata introduzione sul mercato di un segnale *ex se* ingannevole.

Tradizionalmente, il concetto di falsità appare collegato all'intrinseca idoneità ingannatoria nei confronti dei destinatari della notizia: si tratta dunque di un aspetto nettamente distinto dalla già esaminata *price sensitivity*, ovvero la capacità dell'informazione a influire sull'andamento dei prezzi.

3.6. La manipolazione operativa

La seconda condotta descritta a livello dell'art. 185 T.U.F. e ripresa dall'art. 187 *ter* T.U.F. è quella che viene sinteticamente classificata come c.d. *manipolazione operativa*.

¹⁰⁵ Il giudizio di astratta idoneità della condotta di diffusione di informazioni false a ingannare un numero indeterminato di soggetti riguarda tanto l'illecito penale quanto quello amministrativo di cui all'art. 187 *ter* T.U.F. e, come già rilevato, deve essere effettuato sulla base di un approccio *ex ante*, nel momento stesso in cui l'informazione decettiva viene divulgata, attraverso l'analisi delle circostanze concrete che connotano quella particolare fase del mercato.

In tale ipotesi, il mercato non viene infatti alterato attraverso l'inopinata e subdola diffusione di notizie ingannevoli, ma mediante lo svolgimento di una o più operazioni, portatrici di una loro intrinseca valenza informativa rispetto alle prospettive di un certo strumento finanziario, idonee ad alterare la percezione, da parte del mercato, delle reali condizioni di salute del titolo negoziato.

Questo scopo può essere perseguito, alternativamente, con operazioni simulate o altri artifici concretamente idonei a provocare una sensibile alterazione del prezzo di strumenti finanziari.

3.6.1 Le operazioni simulate

La prima categoria di comportamenti riconducibili alla manipolazione operativa è quella che attiene alla effettuazione di operazioni simulate.

Con tale elemento descrittivo della fattispecie, si è inteso fare riferimento al compimento di una serie di operazioni il cui effetto finale è diverso da quello che ci si attende da quella concreta tipologia di investimento.

L'esempio paradigmatico è quello dell'esecuzione di una serie di operazioni reali, annullate da altre di segno opposto.

Benché la manipolazione operativa si manifesti nel suo complesso come una modalità di commissione dell'illecito di aggio finanziario dalle maglie piuttosto larghe, in ragione della presenza nella struttura della fattispecie dell'elemento costitutivo degli "altri artifici", ci si è interrogati a lungo sul significato da attribuire alla nozione di "operazioni simulate", onde verificare – in particolare – se essa sia dotata di una propria autonomia rispetto alle definizioni ricavabili dalle altre branche dell'ordinamento¹⁰⁶.

¹⁰⁶ FABRIZIO TROVATORE, *Aggiotaggio su strumenti finanziari*, in Rabitti Bedogni (a cura di), *Il testo unico della intermediazione finanziaria*, Milano, 1998, 1001; C. PEDRAZZI, *Società commerciali (disciplina penale)*, in *Digesto pen.*, XIII, Torino, 1997, 411; Trib. Milano, Ufficio Gip, ordinanza 14/11/2005, in *Foro ambr.*, 2005, 329.

Secondo una parte della dottrina, l'elemento normativo *de quo* farebbe necessariamente riferimento alla categoria civilistica della simulazione e alla disciplina di cui all'art. 1414 c.c.

In tal senso, il concetto di simulazione dovrebbe essere inteso nel senso restrittivo posto dalle categorie giuridiche di diritto civile, con ciò limitando l'area penalmente rilevante dell'art. 185 T.U.F. a quegli atti che fanno apparire una realtà diversa da quella effettiva, sia in modo assoluto che relativo (secondo la tradizionale tassonomia delle simulazioni). La conseguenza pratica di questa impostazione è che tutte le operazioni reali e formalmente lecite orientate al condizionamento del mercato rimarrebbero sottratte all'applicazione della disposizione incriminatrice della manipolazione.

L'interpretazione dell'elemento normativo che ha ricevuto i maggiori consensi è tuttavia più estensiva e affranca la definizione simulata dalle categorie giuridiche di diritto civile, attribuendo al concetto di "atto simulato" una valenza autonoma e sostanzialmente corrispondente a quella di "atto fraudolento".

In tal modo si realizza una più accentuata valorizzazione non tanto del rapporto tra negozio reale e negozio occulto, quanto piuttosto dell'intrinseca idoneità dell'azione a ingannare i terzi¹⁰⁷.

Rientra dunque nella categoria delle operazioni simulate "ogni condotta, lecita o illecita, caratterizzata – in sé o nel suo complesso o alla luce del contesto in cui si svolge – da una oggettiva valenza ingannatoria, a causa della sua capacità di influenzare l'andamento dei prezzi mediante la rappresentazione di una situazione di mercato non corrispondente alla realtà o la dissimulazione di una situazione reale"¹⁰⁸.

Tra le *action based manipulation*, particolare rilevanza assumono le transazioni di strumenti finanziari che non comportano una reale modifica della proprietà del titolo o del rischio connesso ad esso, meglio note come *wash trades* e gli *improper match orders*.

¹⁰⁷ Questo approccio ermeneutico produce tuttavia un'ulteriore carenza di determinatezza e tassatività della fattispecie manipolativa, che si somma a quello che contraddistingue la nozione di "altri artifici".

¹⁰⁸ S. SEMINARA, L'aggiotaggio (art. 2637), in A. GIARDA - S. SEMINARA (a cura di), *I nuovi reati societari: diritto e processo*, Padova, 2002, 556 ss.

3.6.2 Gli “altri artifici”

La seconda modalità con cui l’art. 185 T.U.F. descrive la manipolazione operativa è quella che contempla l’utilizzo, da parte del soggetto attivo, di artifici idonei a provocare l’alterazione del prezzo degli strumenti finanziari.

Questo elemento della fattispecie è talmente ampio da ricomprendere in sé qualunque mezzo che sia però connotato da un’intrinseca idoneità a produrre gli effetti indicati dalla disposizione incriminatrice quali conseguenze immediate e dirette dell’attività decettiva.

Non solo mezzi illeciti, dunque, ma anche iniziative intrinsecamente lecite poste in essere per perseguire lo scopo illecito che caratterizza l’atto di manipolazione.

In tale contesto, l’aggiotaggio finanziario (così come quello societario di cui all’art. 2637 c.c.) può essere definito come reato a forma libera, “integrato da qualsivoglia operazione che – quand’anche conforme alle norme giuridiche e alla prassi economica – riveli, alla luce delle modalità di realizzazione, del contesto di esecuzione e dell’ambiente cui è diretta, una dimensione decettiva ben evidente”¹⁰⁹.

La giurisprudenza ha recepito tale impostazione, evidenziando che la nozione di “altri artifici” comprende tutte le condotte apparentemente lecite le quali, combinate tra loro ovvero realizzate in determinate circostanze di tempo e di luogo, assumono una oggettiva connotazione distorsiva del gioco della domanda e dell’offerta, influenzando in tal modo sulle libere scelte di investimento¹¹⁰.

E’ pertanto ovvio che l’analisi dell’interprete non può né deve concentrarsi sulle caratteristiche intrinseche dello strumento utilizzato dal soggetto attivo, quanto

¹⁰⁹ A. ROSSI VANNINI, *Le fattispecie penali di aggio e manipolazione del mercato (art. 2637 c.c. e 185 d.lgs. 24 febbraio 1998 n. 58): problemi e prospettive*, in AA.VV. *Studi in onore di Giorgio Marinucci*, vol. III, a cura di E. DOLCINI – C.E. PALIERO, Giuffrè, Milano, 2006, 2656.

¹¹⁰ Tribunale di Milano, sent. 11/11/2002, *Mensi*, cit.

piuttosto sulla non veridicità dei segnali che il medesimo strumento, per come concretamente impiegato, lancia al mercato¹¹¹.

Occorre pertanto analizzare il processo causale di potenziale induzione in errore che l'attività posta in essere dall'autore del reato può ingenerare: operazione resa ancor più difficile dalla circostanza che – come si vedrà – ai fini della rilevanza penale del comportamento non occorre che tale alterazione si verifichi poi effettivamente.

Il rischio concreto che si manifesta in tale contesto, nel quale a valle non è necessario accertare la sussistenza di un danno e a monte non è indispensabile che il mezzo utilizzato sia intrinsecamente illecito, è di operare uno svuotamento sostanziale dell'elemento oggettivo della fattispecie e di ancorare la valutazione della rilevanza penale del fatto ai soli profili soggettivi dell'azione, esprimendo un giudizio di fatto unicamente sulle intenzioni che hanno mosso il soggetto agente.

Di qui l'avvertita necessità, in dottrina come in giurisprudenza, di un maggiore sforzo esegetico della nozione di "altri artifici", che ha dato origine al contrapporsi di due distinti orientamenti.

Secondo un approccio marcatamente soggettivistico, al fine di delimitare i confini del concetto di altri artifici si dovrebbe necessariamente privilegiare la componente soggettiva della condotta dell'autore, in particolare verificando se lo scopo che muove l'agire dell'individuo sia l'alterazione del corso dei prezzi. Con la conseguenza che l'artificio sarebbe penalmente rilevante ai sensi dell'art. 185 T.U.F. anche nel caso in cui siano impiegati mezzi leciti, tuttavia finalizzati al perseguimento di uno scopo *contra ius*. Di talché l'artificio ben potrebbe essere costituito da un negozio giuridico con effetti reali e generalmente leciti che tuttavia, per le particolari circostanze di modo, tempo e luogo, risulta inequivocabilmente diretto ad alterare la percezione del mercato sulla domanda e offerta del titolo.

Tale impostazione, peraltro accolta dalla recente giurisprudenza, allarga a dismisura l'ambito operativo della fattispecie e, esigendo la sola illiceità dello scopo e non quella dei mezzi, pone seri problemi di determinatezza del precetto e dunque di

¹¹¹ M. B. MAGRO, *La formazione dei prezzi nel mercato finanziario: crisi della razionalità del mercato e massime di esperienza*, cit., 508.

legalità, non essendo accettabile un giudizio di responsabilità penale che si attesti solo sulla valutazione dell'atteggiamento psichico dell'autore, rifiutando la necessaria verifica dell'intrinseca e astratta idoneità dell'azione, *ex ante* e in concreto a ingannare il mercato.

L'orientamento più garantista privilegia invece una lettura della nozione di artificio che abbraccia altresì la componente oggettiva dell'illecito e che deve pertanto connotare anche l'azione concretamente posta in essere dall'autore del reato.

Secondo la concezione oggettiva, pertanto, al fine di ritenere integrati gli elementi tipici della fattispecie occorre valutare l'effettiva capacità decettiva del comportamento umano, tenendo conto di tutte le circostanze del caso concreto che possono essere di ausilio per effettuare tale genere di giudizio.

Si tratta, conclusivamente, di ogni genere di comportamento, non inquadrabile nella categoria della manipolazione informativa o nel concetto di "operazioni simulate", che per le modalità concrete del fatto appare idoneo a produrre un effetto manipolatore mediante una *immutatio veri*, vale a dire un'alterazione del rapporto tra ciò che è espresso e il suo significato.

Un caso tipico di condotte apparentemente lecite che, tuttavia, calate nel caso concreto, assumono i caratteri di artificiosità e fraudolenza, è quello dell'esecuzione di più operazioni che singolarmente considerate appaiono legittime ma, laddove analizzate nel contesto complessivo del loro concatenarsi, rivelano il loro scopo ingannatorio. In tale eventualità, l'artificio si annida nel collegamento occulto tra le singole iniziative apparentemente lecite, la cui finalità decettiva si può cogliere soltanto attraverso una valutazione complessiva e coordinata dei vari atti posti in essere. Negli altri artifici ben possono essere ricomprese, dunque, quelle condotte *prima facie* lecite ma che, "combinare tra loro, ovvero realizzate in determinate circostanze di tempo e di luogo intenzionalmente realizzino una distorsione del gioco della domanda e dell'offerta in modo tale da indurre in errore gli investitori"¹¹².

¹¹² Trib. Milano, 11/11/2002, Mensi, *Riv. trim. dir. pen. econ.*, 2003, 747, con nota di V. Fondaroli, Aggiotaggio mediante altri artifici: disvalore del fatto e disvalore del contesto; Trib. Milano, 27/3/2006, Crovetto. Cass. Pen., Sez. V, sent. 2/10/2008, n. 2063, in Cass. pen., 2010, 1920; Trib.

3.6.3 L'artificio come violazione degli obblighi informativi

La dottrina e la giurisprudenza si sono peraltro interrogati circa la riconducibilità, alla categoria delle manipolazioni operative cagionate da altri artifici, della violazione degli obblighi di comunicazione imposti dalla legge agli emittenti.

In particolare, è stata spesso analizzata la rilevanza, ai fini della commissione dell'illecito di cui all'art. 185 T.U.F., del mancato rispetto dei doveri di *disclosure* posti dall'art. 114 T.U.F., dal Regolamento Emittenti e dalle norme secondarie emanate dal CONSOB.

Tradizionalmente, anche in ragione del dettato della direttiva MAD1, si riteneva che gli illeciti di manipolazione non potessero essere realizzati con modalità puramente omissive, vale a dire astenendosi dal rendere al mercato informazioni riguardanti circostanze idonee a condizionare le scelte di azione dell'investitore ragionevole.

Tale impostazione era suffragata dalla circostanza che la semplice omissione è comportamento estraneo alla definizione tipica di manipolazione del mercato e che neppure il legislatore comunitario ha mai considerato il puro e semplice silenzio come comportamento idoneo a costituire aggio; attribuire rilievo penale alla mera omissione condurrebbe allo svuotamento dell'elemento della fattispecie costituito dall'artificio¹¹³.

Questo orientamento è stato peraltro seguito anche dalla giurisprudenza, che ha sottolineato come il concetto stesso di artificio designa l'attuazione di un espediente generatore di un'apparenza, e dunque una rappresentazione positiva di un fatto o una situazione non corrispondente al vero. Ne deriva che ai fini dell'integrazione dell'illecito è necessaria una "predisposizione positiva di mezzi", rimanendo invece esclusi "il mero comportamento negativo, il generico silenzio, la pura inerzia"¹¹⁴.

Milano, Sez. II, sent. 14/11/2005, Rossi, in Foro ambr., 2005, 329; Trib. Milano, Sez. II, sent. 12/8/2008, 5805.

¹¹³ G. FANELLI, *L'aggiotaggio tra informazione e mercato*, in *Riv. pen.*, 2005, vol. 131, n. 2, 107 ss; L. TERZI, *Rilievi critici in tema di manipolazione del mercato*, in *Riv. pen.*, 2008, vol. 134, n. 11, 1101.

¹¹⁴ Trib. Milano, sent. 4/5/2009, Tanzi, cit., pag. 249.

Nel tempo si è però fatto strada un diverso approccio interpretativo che, facendo leva sui vasti confini della modalità della condotta di manipolazione operativa attuata tramite “altri artifici”, ha ritenuto passibili di sanzione penale i comportamenti omissivi posti in essere in violazione degli obblighi di *disclosure* previsti dall’ordinamento, ovviamente a condizione della loro idoneità a influire sensibilmente sui prezzi degli strumenti finanziari.

La più recente giurisprudenza ha accolto tale esegesi, limitando la rilevanza penale delle omesse comunicazioni al caso in cui la deliberata e fraudolenta omissione si inserisca in un contesto comunicativo.

La condotta c.d. mista (comunicativa su taluni aspetti e reticente su altri), infatti, annulla gli scopi che stanno alla base dei doveri di *disclosure*, posto che la mancata comunicazione di elementi e circostanze significative distorce il contenuto informativo della notizia resa nota al pubblico¹¹⁵.

Ne consegue che non solo la diffusione di notizie false, ma anche l’omissione di informazioni vere – e dovute in virtù di particolari obblighi giuridici in tal senso – può costituire artificio idoneo a connotare dal punto di vista modale la condotta tipica di manipolazione del mercato.

Un esempio paradigmatico di omissione manipolativa è l’esecuzione di operazioni concordate sulla base di patti parasociali non comunicati al mercato¹¹⁶, ovvero la formulazione dei c.d. *pseudo cross orders*, in cui si verifica una violazione del dovere normativamente posto in capo all’operatore di informare il pubblico circa la natura meramente strumentale della transazione¹¹⁷.

¹¹⁵ L. D. CERQUA, voce *Reati di agiotaggio*, in *Dig. disc. pen.*, Agg. t. II, Torino, 2008, 903.

¹¹⁶ F. MUCCIARELLI, *Altri artifici: una (controversa) modalità di realizzazione del delitto di manipolazione del mercato*, in *AA.VV., Studi in onore di Mario Romano*, III, Napoli, 2011, 2025; ORSI, *La manipolazione del mercato mediante la diffusione di false notizie*, in *Resp. amm. soc. e enti*, 2009, vol. 1, 75 ss.

¹¹⁷ Il fenomeno si verifica nel momento in cui un singolo investitore intende trasferire i propri titoli da un portafoglio all’altro, entrambi di sua proprietà, e per essere sicuro che il suo ordine di vendita confluisca realmente nel portafoglio di destinazione incontrandosi con il suo ordine di acquisto (c.d. *match*), procede ad eseguire dei *cross orders*, inserendo gli ordini in un corridoio tra la migliore offerta di acquisto e la migliore offerta di vendita. In questo caso occorre comunicare al sistema lo scopo delle due disposizioni per evitare che il mercato interpreti l’operazione come uno scambio tra parti indipendenti, quando si tratta di due azioni di segno opposto provenienti da un unico soggetto.

In questi casi, l'elemento di conoscenza che viene trattato dagli scambi intercorsi su un certo titolo risulta alterato a causa del contestuale occultamento di quella intesa sottostante in grado di conferire a una serie di operazioni una valenza del mercato differente rispetto a quella che appare.

3.7. Il pericolo (concreto) di alterazione dei prezzi

Il delitto di manipolazione del mercato è riconducibile alla categoria dei reati di mera condotta e di pericolo, altrimenti detti a consumazione anticipata, in quanto non richiede il verificarsi di un evento naturalistico eziologicamente correlato alla condotta illecita.

Ne consegue che l'effettiva sensibile alterazione dei prezzi del mercato non è richiesta ai fini della consumazione dell'illecito, essendo bastevole accertare, ai fini del perfezionamento dell'elemento oggettivo, che l'attività manipolativa posta in essere dal soggetto attivo sia stata concretamente idonea, secondo un giudizio svolto *ex ante*, a generare la predetta alterazione dei prezzi¹¹⁸.

La qualificazione del delitto come reato di pericolo concreto è certificata dalla lettera della legge, laddove l'art. 185 T.U.F. esige che gli atti manipolativi siano "concretamente idonei" a produrre la sensibile alterazione del prezzo degli strumenti finanziari.

Siffatto giudizio si declina nella valutazione in ordine alla probabilità che un numero indeterminato di soggetti, il cui patrimonio conoscitivo entri in contatto con le informazioni decettive derivanti dalle condotte manipolative, prenda decisioni d'investimento differenti da quelle che avrebbe assunto in mancanza della manipolazione, con conseguente alterazione – a livello macroeconomico – del prezzo dello strumento finanziario su cui ricade la condotta illecita.

Cfr. sul punto E. DESANA, *OPA obbligatoria da concerto occulto. Alcune considerazioni a margine della vicenda SAI-Fondiaria*, in *Giur.it.*, 2004, n.11, 2112 ss.

¹¹⁸E. MOLINARO, *Il pericolo concreto della fattispecie di manipolazione del mercato al banco di prova del processo penale*, in *Cass. pen.*, 2011, vol. 51, n. 10, 3584; F. GIUNTA, *Lineamenti di diritto penale dell'economia*, Torino, 2004, 338 ss.

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

Il rischio che la norma mira a prevenire è quindi quello di una modificazione del valore di scambio apprezzabile dal punto di vista quantitativo, ma non determinato né determinabile a priori.

Questa scelta legislativa ha portato a forti critiche, posto che il nucleo centrale della fattispecie di manipolazione, che dovrebbe costituire il parametro di riferimento per misurare il disvalore della condotta e fungere da strumento di selezione dei comportamenti meritevoli di sanzione penale, è affetto da un'intrinseca e irrisolvibile genericità¹¹⁹.

Tale vizio si declina in una situazione di assoluta incertezza sui criteri di valutazione che il Giudice deve utilizzare in fase di accertamento della concreta messa in pericolo dell'interesse tutelato. Ne consegue la necessità di operare una misurazione in termini di soglie quantitative, che offre ampi margini di discrezionalità al soggetto demandato di svolgere questa complessa valutazione. Infatti “gli strumenti finanziari sono per loro natura oltremodo variabili, contrassegnati da ampia oscillazione di valori, ed assai sensibili a perturbazioni dovute a fattori esterni, cosicché è assai arduo isolare questa instabilità fisiologica e cogliere una particolare probabilità di lesione”¹²⁰.

La difficoltà di valutazione non attiene quindi solo alla indeterminatezza della soglia di alterazione che rende tipico il fatto di manipolazione, ma altresì alla oggettiva difficoltà di attribuire oltre ogni ragionevole dubbio la modificazione dell'andamento del prezzo di un determinato titolo, tra molteplici e concomitanti fattori di alterazione, proprio alla condotta illecita posta in essere dal soggetto attivo.

¹¹⁹ S. SEMINARA, *La CONSOB e la tutela penale del mercato mobiliare*, in *Manuale di diritto penale*, in PEDRAZZI, ALESSANDRI, L. FOFFANI, S. SEMINARA, SPAGNOLO (a cura di), cit., 473.

¹²⁰ M. B. MAGRO, *La formazione dei prezzi nel mercato finanziario: crisi della razionalità del mercato e massime di esperienza*, cit., 517.

Dal punto di vista pratico, per accertare l'esistenza del pericolo concreto di sensibile alterazione dei prezzi, al Giudice è demandato lo svolgimento un giudizio prognostico, che richiede di valutare, secondo una prospettiva *ex ante*, quale sarebbe stato il comportamento dell'investitore sul mercato in virtù della condotta manipolativa posta in essere dall'autore del reato, secondo il modello della c.d. "prognosi postuma".

Secondo l'ormai consolidato orientamento della giurisprudenza, tale metodo di ricostruzione dell'evento – in questo caso giuridico, coincidente con il concretizzarsi del pericolo di sensibile alterazione dei prezzi – richiede l'individuazione di una legge di copertura, universale o statistico probabilistica, o comunque una massima di esperienza in grado di fondare il giudizio di regolarità causale tra la condotta e l'evento.

Senonché, nello specifico caso della manipolazione del mercato, ciò che pare doversi desumere dalla struttura della fattispecie è la necessità di effettuare una prognosi sulla sensibile alterazione dei prezzi, che all'atto pratico si riduce (sotto il profilo microeconomico) alla previsione del comportamento che sarebbe stato tenuto dal *reasonable investor* di fronte alla condotta manipolatrice e (sotto il profilo microeconomico) alle conseguenze di tale comportamento sul prezzo dello strumento finanziario.

Occorre tuttavia prendere atto della circostanza che non esiste una legge scientifica di copertura, né universale né statistico probabilistica, in grado di esprimere un giudizio di regolarità causale sul comportamento umano¹²¹.

Per porre rimedio a tale deficit, è stato dunque proposto di ricorrere a quella che la dottrina delle scienze economiche definisce la *legge della razionalità economica* e di efficienza dei mercati.

L'assunto su cui si fonda questa impostazione è che le preferenze individuali espresse nei confronti di una certa decisione siano connotate da stabilità e costanza,

¹²¹ Ibidem.

con la conseguente possibilità di arrivare a prevedere il comportamento umano di fronte a una certa situazione¹²².

La predetta tesi è stata tuttavia certificata come fallace nella misura in cui assume erroneamente una relazione deterministica – e dunque di regolarità causale – tra informazioni immesse sul mercato (sia direttamente tramite manipolazione informativa che indirettamente attraverso quella operativa) e reazione del mercato stesso, laddove invece è dimostrato che l'andamento del mercato e dei prezzi dei singoli strumenti finanziari sono fortemente influenzati anche da comportamenti emotivi o irrazionali degli investitori¹²³.

I più recenti studi di finanza hanno infatti evidenziato come il paradigma dell'investitore ragionevole non trovi riscontro costante nella pratica, posto che gli individui commettono con frequenza errori di ragionamento e di preferenze d'investimento, che trovano origine nell'utilizzo delle *euristiche*, vale a dire criteri e regole approssimative che sostituiscono nell'uomo medio – privo di effettiva conoscenza del mercato – profili decisionali complessi e che generano scelte di azione spesso distanti o addirittura contrarie da quelle ottimali¹²⁴.

Ne consegue che l'andamento del mercato è inesorabilmente condizionato anche da una componente significativa di decisioni irrazionali degli investitori, idonea a incidere sulla determinazione e sull'andamento dei prezzi dello strumento finanziario con modalità non prevedibili e non determinabili, neppure *ex post*, in termini quantitativi¹²⁵.

In virtù di quanto sinora esposto, è evidente che l'utilizzo di regole di giudizio che presuppongono il carattere deterministico tra informazione immessa sul mercato e scelte d'azione dell'investitore, non può essere ritenuto un *modus operandi* idoneo a

¹²² HA SIMON, *A behavioral model of rational choice*, in *Quarterly Journal of Economics*, 1955, 99.

¹²³ M.B.MAGRO, *Manipolazioni del mercato e diritto penale. Una critica al modello di razionalità economica*, Giuffrè, 2012.

¹²⁴ F. CENTONZE, *Controlli societari e responsabilità penale*, Milano, 2009; F. CENTONZE, *Gli scandali finanziari e i limiti dell'intervento penalistico*, in *Scritti per Federico Stella*, II, Napoli, 2007, 980 ss.; Rigoni, *Finanza comportamentale e gestione del risparmio*, Torino, 2006.

¹²⁵ E. ESPOSITO, *Meccanismi divinatori nei mercati finanziari*, in *Rassegna italiana di sociologia*, XLVI, 2005, n. 1, 95 ss.

fondare autonomamente il giudizio di causalità tra manipolazione (operativa o informativa che sia) e pericolo di alterazione sensibile del prezzo.

Ciò in considerazione del fatto che non è possibile formulare ipotesi comportamentali suffragate da scientificità e accertabili attraverso un giudizio controfattuale secondo il metodo tradizionale della *condicio sine qua non*.

Al fine di non svuotare di significato la struttura e la portata dell'illecito di manipolazione del mercato, la dottrina ha proposto di abbandonare il tradizionale terreno della causalità per affidare l'arduo compito di sostanziare il giudizio d'idoneità delle condotte manipolative alle massime di esperienza, vale a dire generalizzazioni fondate su base empirica, che tuttavia non assurgono al rango di legge scientifica.

Si tratta dunque di utilizzare procedimenti logici di tipo induttivo - come tali aventi carattere prognostico e non falsificabili - tuttavia ritenuti accettabili e affidabili, nella misura in cui le generalizzazioni utilizzate rispecchiano l'esperienza comune¹²⁶.

In tale contesto, sia la reazione dell'investitore alla condotta manipolativa che la conseguente potenziale reazione del mercato devono essere necessariamente ricostruite alla luce di massime di esperienza.

Allo scopo di colmare il *deficit* di certezza che deriva dall'applicazione di questa metodologia, è stato proposto di contestualizzare il giudizio sulla sussistenza del pericolo di alterazione, abbinando la prognosi di azione dell'investitore con elementi empirici del caso concreto.

Come già ribadito, l'illecito di cui all'art. 185 T.U.F. è reato di pericolo che non richiede il verificarsi dell'evento di effettiva alterazione dei prezzi del mercato. Tuttavia, è assai arduo formulare un giudizio di concretizzazione del pericolo previsto dalla fattispecie e misurare l'entità della potenziale alterazione senza valutare tutte le circostanze del caso concreto, e in particolare le quotazioni del titolo prima e dopo la manipolazione e il suo andamento generale nel periodo. Ne consegue

¹²⁶ La differenza tra leggi scientifiche universali e massime di esperienza sta nel fatto che le prime superano il giudizio controfattuale, mentre le generalizzazioni empiriche no, in quanto le spiegazioni causali all'evento sono molteplici e nessuna prevale.

che anche l'effettiva reazione dei mercati può assurgere a elemento empirico per esprimere il difficile giudizio di concretizzazione del pericolo, che costituisce l'evento giuridico del reato¹²⁷.

Il problema è stato affrontato anche dalla giurisprudenza di merito e in particolare dal Tribunale di Torino, che ha evidenziato come la prova dell'offesa al bene giuridico protetto dalla norma non possa prescindere dall'analisi di tutti gli elementi del caso concreto, ivi compreso l'apprezzamento dell'andamento del titolo nelle fasi successive alla condotta manipolativa e alla valutazione in ordine alla sussistenza o meno di cause alternative che possano aver prodotto l'alterazione o neutralizzato gli effetti della condotta illecita.

Ne consegue che la base del giudizio di pericolosità deve comprendere, secondo questa impostazione, tutte le circostanze di fatto, ivi comprese quelle successive all'azione, e dipanarsi nella loro valutazione in termini prognostici e controfattuali¹²⁸.

Il rischio latente di tale approccio, tuttavia, è quello di attribuire centralità a un fatto – l'alterazione del prezzo – estraneo alla fattispecie, con la conseguenza che la decettività della condotta finisce per dipendere non tanto dalle sue caratteristiche intrinseche e valutate in una prospettiva *ex ante*, ma da una valutazione *ex post* degli effetti prodotti sul mercato.

Tale impostazione è stata sconfessata dalla successiva giurisprudenza di merito.

Nella vicenda processuale nota come “caso Antonveneta”, il Tribunale di Milano ha adottato un orientamento ermeneutico decisamente distonico rispetto a quello dei giudici torinesi, collegando la valutazione della pericolosità della condotta di manipolazione operativa alla *price sensitivity* della notizia mendace diffusa sul mercato¹²⁹.

Ne consegue, ad avviso dei giudicanti, che l'accertamento dell'idoneità in concreto della condotta a produrre un'alterazione sensibile dei prezzi del mercato non può che

¹²⁷ F. CONSULICH, *Manipolazione del mercato e disorientamenti dogmatici. Tra eventi di pericolo e pericolo di eventi*, in *Soc.*, 2010, vol. 30, n. 7, 823 ss.

¹²⁸ Trib. Torino, sez. I, sent. 21/12/2010, Gabetti, in *Soc.*, 2011, 7, 823 ss; A. CRESPI, *Manipolazione del mercato e manipolazione delle norme incriminatrici*, in *Banca borsa*, 2009, 107 ss.

¹²⁹ Trib. Milano, Sez. II, sent. 28/5/2011, Fazio e a., in *www.penalecontemporaneo.it*

essere svolto attraverso una seria ed esauriente operazione di prognosi postuma, e non potrà dipendere in via esclusiva – come invece parrebbe trasparire dall’orientamento espresso dal Tribunale di Torino – dall’accertamento *ex post* dell’effettiva alterazione dell’andamento del titolo di interesse.

La Corte di Cassazione ha seguito e segue tale secondo approccio esegetico, ribadendo che la natura di reato di mera condotta e di pericolo che connota il delitto di manipolazione del mercato impone di verificare l’idoneità della condotta al momento in cui la notizia viene diffusa sul mercato e non alla luce dei suoi effetti concreti: con la conseguenza che l’unico criterio di giudizio ritenuto applicabile è quello della prognosi postuma¹³⁰.

3.8. L’illecito amministrativo di cui all’art. 187 *ter* T.U.F.¹³¹

¹³⁰ Cass. Pen., Sez. V, sent. 20/6/2012, 40393, in *www.penalecontemporaneo.it*

¹³¹ Art. 187-*ter* (*Manipolazione del mercato*)

1. Salve le sanzioni penali quando il fatto costituisce reato, è punito con la sanzione amministrativa pecuniaria da euro *ventimila* a euro *cinque milioni* chiunque, tramite mezzi di informazione, compreso internet o ogni altro mezzo, diffonde informazioni, voci o notizie false o fuorvianti che forniscano o siano suscettibili di fornire indicazioni false ovvero fuorvianti in merito agli strumenti finanziari.

2. Per i giornalisti che operano nello svolgimento della loro attività professionale la diffusione delle informazioni va valutata tenendo conto delle norme di autoregolamentazione proprie di detta professione, salvo che tali soggetti traggano, direttamente o indirettamente, un vantaggio o un profitto dalla diffusione delle informazioni.

3. Salve le sanzioni penali quando il fatto costituisce reato, è punito con la sanzione amministrativa pecuniaria di cui al comma 1 chiunque pone in essere:

a) operazioni od ordini di compravendita che forniscano o siano idonei a fornire indicazioni false o fuorvianti in merito all’offerta, alla domanda o al prezzo di strumenti finanziari;

b) operazioni od ordini di compravendita che consentono, tramite l’azione di una o di più persone che agiscono di concerto, di fissare il prezzo di mercato di uno o più strumenti finanziari ad un livello anomalo o artificiale;

c) operazioni od ordini di compravendita che utilizzano artifici od ogni altro tipo di inganno o di espediente;

d) altri artifici idonei a fornire indicazioni false o fuorvianti in merito all’offerta, alla domanda o al prezzo di strumenti finanziari.

4. Per gli illeciti indicati al comma 3, lettere a) e b), non può essere assoggettato a sanzione amministrativa chi dimostri di avere agito per motivi legittimi e in conformità alle prassi di mercato ammesse nel mercato interessato.

5. Le sanzioni amministrative pecuniarie previste dai commi precedenti sono aumentate fino al triplo o fino al maggiore importo di dieci 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, esse appaiono inadeguate anche se applicate nel massimo.

6. Il Ministero dell’economia e delle finanze, sentita la Consob ovvero su proposta della medesima, può individuare, con proprio regolamento, in conformità alle disposizioni di attuazione della direttiva 2003/6/CE adottate dalla Commissione europea, secondo la procedura di cui all’articolo 17, paragrafo

L'illecito amministrativo di manipolazione del mercato costituisce esempio paradigmatico di declinazione, a livello di ordinamento interno, dei principi posti dalla Direttiva MAD1. Proprio la fedele replica dell'impostazione di fondo data dalla Direttiva 2003/6/CE ha reso tale fattispecie una novità assoluta nella storia della repressione dell'agiotaggio in Italia.

Le condotte descritte dalla norma sono assimilabili a quelle poste dallo speculare delitto di cui all'art. 185 T.U.F. e risentono delle stesse criticità ermeneutiche (v. *supra*)¹³².

La prima condotta che viene in rilievo a livello dell'art. 187 ter comma 1 T.U.F. è quella della "diffusione", che ha ad oggetto "informazioni, voci o notizie false o fuorvianti".

Un parziale ampliamento operativo rispetto alla fattispecie propriamente penale è dunque rinvenibile nell'inclusione, a livello delle condotte di manipolazione informativa, della divulgazione di notizie "fuorvianti".

Tale aggettivo pare voler includere, tra i comportamenti sanzionati in via amministrativa, anche quelle condotte aventi ad oggetto informazioni non propriamente false, che seppur dotate di minore offensività appaiono comunque idonee a condizionare negativamente il processo decisionale dell'investitore perché non forniscono una *true and fair view* sull'andamento del mercato¹³³.

La norma reprime così anche la diffusione di voci o *rumors*, che a differenza delle notizie in senso proprio, si sostanziano in contenuti informativi dotati di un'attendibilità decisamente affievolita e di uno scarso controllo delle fonti.

2, della stessa direttiva, le fattispecie, anche ulteriori rispetto a quelle previste nei commi precedenti, rilevanti ai fini dell'applicazione del presente articolo.

7. La Consob rende noti, con proprie disposizioni, gli elementi e le circostanze da prendere in considerazione per la valutazione dei comportamenti idonei a costituire manipolazioni di mercato, ai sensi della direttiva 2003/6/CE e delle disposizioni di attuazione della stessa.

¹³² Cfr. A. ROSSI VANNINI, *Market abuse e insider trading: l'apparato sanzionatorio*, in *La responsabilità amministrativa degli enti*, 2006, 1, 86 ss, che evidenzia come nella fattispecie penale e in quella amministrativa siano ravvisabili "modalità comportamentali, contenuti operativi e soggetti materiali sostanzialmente sovrapponibili o comunque difficilmente distinguibili".

¹³³ M. VIZZARDI, *Manipolazione del mercato: un doppio binario da ripensare?*, in *Rivista italiana di diritto e procedura penale*, n. 2, 2006, 714

Occorre rilevare sin d'ora che la disposizione sanzionatoria non fa alcun riferimento alla necessità che la diffusione sia idonea a alterare in modo sensibile i prezzi del mercato, sicché l'accertamento dell'illecito può prescindere da una verifica in concreto della pericolosità della condotta, attestandosi sul vaglio di insidiosità astratta del comportamento posto in essere dal soggetto attivo.

Ulteriori condotte manipolative di tipo operativo, che si aggiungono a quelle tradizionalmente previste anche dall'art. 185 T.U.F., sono quelle descritte a livello dell'art. 187 *ter* comma 3 T.U.F. e caratterizzate dalla carenza di elementi intrinseci di fraudolenza, ma ritenute meritevoli di sanzione in quanto idonee a provocare una alterazione dell'andamento dei prezzi al di fuori della cerchia dei *safe harbours*.

Rientrano in tale categoria tutte le ipotesi di operazioni fuorvianti dotate di intrinseca decettività, quali i già richiamati atti di *wash trade*, gli *improper matched orders*, le attività di *pump and dump*¹³⁴.

Il richiamo a tali tecniche di manipolazione, in uno con la sufficienza dell'elemento soggettivo della colpa¹³⁵, producono un notevole allargamento dell'area delle condotte rilevanti sul piano amministrativo, che realizza un'ulteriore anticipazione della tutela del bene giuridico costituito dalla protezione del regolare funzionamento del mercato, che può essere ritenuta, dal punto di vista tassonomico e dogmatico, come fondante una fattispecie sanzionatoria di pericolo astratto.

Aldilà della sostanziale sovrapponibilità, dal punto di vista naturalistico, dei fatti descritti dall'illecito penale con quelli individuati dall'art. 187 *ter* T.U.F., l'autonomia di quest'ultima ipotesi sanzionatoria si manifesta a livello del minor grado di offensività che caratterizza le condotte tipizzate dalla norma e l'anticipazione della tutela dell'investitore ragionevole, con conseguente

¹³⁴ Queste ultime caratterizzate dalla creazione di una bolla speculativa attraverso l'apertura di una posizione forte e di lungo periodo su uno strumento finanziario, seguita da ulteriori acquisti a prezzi crescenti, in modo da vendere il pacchetto azionario a valori fortemente incrementati.

¹³⁵ Ai sensi dell'art. 3 Legge n. 689/1981 in materia di illeciti amministrativi.

innalzamento del livello di protezione del mercato, anche da comportamenti astrattamente idonei ad arrecare disturbo al suo funzionamento¹³⁶.

La decisione di costruire l'illecito amministrativo come di pericolo astratto, implica che la valutazione sulla idoneità della condotta a produrre la messa in pericolo del bene giuridico protetto è stata effettuata una volta per tutte dal Legislatore e non è più oggetto di accertamento giudiziale: di talché si porranno problemi meno complessi nella fase di accertamento degli elementi costitutivi della violazione, dovendo lo sforzo del giudicante concentrarsi esclusivamente sulla riconducibilità del comportamento tenuto dal soggetto attivo nel caso concreto, alle condotte descritte dalla norma.

Sul piano strutturale e giuridico, il reato e l'illecito amministrativo di manipolazione del mercato si distinguono conclusivamente per la diversa natura che connota il pericolo: concreto per il delitto, astratto per la figura di cui all'art. 187 *ter* T.U.F..

3.9. Il doppio binario sanzionatorio e i rapporti tra le due fattispecie di aggioaggiamento finanziario

L'accertamento di una responsabilità (dolosa o colposa) per l'illecito amministrativo di manipolazione del mercato comporta quale misura principale l'irrogazione di una sanzione amministrativa da euro centomila a euro venticinque milioni, che può essere aumentata fino al triplo o fino a dieci volte il prodotto o il profitto conseguito dall'illecito, quando per le qualità personali del colpevole, per l'entità del provento o per gli effetti prodotti sul mercato, la sanzione appaia inadeguata anche se applicata nel massimo edittale.

Il trattamento sanzionatorio principale è di per sé caratterizzato da una straordinaria portata afflittiva, che si accresce ulteriormente se si prendono in considerazione le misure e le sanzioni accessorie previste dal T.U.F.¹³⁷.

¹³⁶ D. FONDAROLI, *L'illecito amministrativo di manipolazione del mercato*, in SGUBBI, FONDAROLI, TRIPODI, *Diritto penale del mercato finanziario*, Padova, 2008, 103 ss.

¹³⁷ Art. 187-*quater* (Sanzioni amministrative accessorie)

E' infatti prevista la perdita temporanea dei requisiti di onorabilità e professionalità per ricoprire cariche aziendali e l'incapacità temporanea ad assumere incarichi di amministrazione, direzione e controllo nell'ambito di società quotate e di quelle comprese nel medesimo gruppo delle quotate, oltre che la possibilità per la CONSOB di precludere determinate attività ai professionisti coinvolti e chiedere all'ordine di appartenenza la sospensione temporanea.

A ciò si aggiunga la misura della confisca del prodotto o del profitto dell'illecito, nonché dei beni utilizzati per commetterlo, che può anche essere eseguita per equivalente sul *tantundem* dei proventi del reato ¹³⁸.

Oltre alla responsabilità amministrativa delle persone fisiche, che ben può cumularsi con quella penale ex art. 185 T.U.F. in virtù della clausola di riserva contenuta nell'art. 187 *ter* comma 1 T.U.F., è possibile registrare un'ulteriore duplicazione punitiva, che fa capo al trattamento sanzionatorio previsto dal d.lgs. 58/1998 nei confronti degli enti ai quali la violazione risulta ascrivibile in virtù del rapporto interno con l'autore del delitto di manipolazione.

Parallelamente a quanto evidenziato in tema di *insider trading*, alla responsabilità amministrativa di cui al d.lgs. 231/2001, il T.U.F. affianca infatti un'autonoma

1. L'applicazione delle sanzioni amministrative pecuniarie previste dal presente capo importa la perdita temporanea dei requisiti di onorabilità per gli esponenti aziendali ed i partecipanti al capitale dei soggetti abilitati, delle società di gestione del mercato, nonché per i revisori e i consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede e, per gli esponenti aziendali di società quotate, l'incapacità temporanea ad assumere incarichi di amministrazione, direzione e controllo nell'ambito di società quotate e di società appartenenti al medesimo gruppo di società quotate[958].

2. La sanzione amministrativa accessoria di cui al comma 1 ha una durata non inferiore a due mesi e non superiore a tre anni.

3. Con il provvedimento di applicazione delle sanzioni amministrative pecuniarie previste dal presente capo la Consob, tenuto conto della gravità della violazione e del grado della colpa, può intimare 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 richiedere ai competenti ordini professionali la temporanea sospensione del soggetto iscritto all'ordine dall'esercizio dell'attività professionale[959].

¹³⁸ Art. 187-*sexies* (Confisca)

1. L'applicazione delle sanzioni amministrative pecuniarie previste dal presente capo importa sempre la confisca del prodotto o del profitto dell'illecito e dei beni utilizzati per commetterlo.

2. Qualora non sia possibile eseguire la confisca a norma del comma 1, la stessa può avere ad oggetto somme di denaro, beni o altre utilità di valore equivalente.

3. In nessun caso può essere disposta la confisca di beni che non appartengono ad una delle persone cui è applicata la sanzione amministrativa pecuniaria.

disposizione sanzionatoria (art. 187 *quinquies*) direttamente applicabile alla persona giuridica cui fa capo l'autore dell'illecito di cui all'art. 187 *ter*¹³⁹.

Anche per le manipolazioni ci si trova dunque di fronte a un'anomala situazione di duplicazione del ricorso al doppio binario sanzionatorio, che interessa sia le persone fisiche che le persone giuridiche¹⁴⁰.

Tratteggiate le caratteristiche e le peculiarità dell'apparato sanzionatorio di cui all'illecito ex art. 187 *ter* T.U.F., pare opportuno concludere la trattazione delle fattispecie degli abusi di mercato con l'analisi dei rapporti e delle interferenze tra il reato di manipolazione del mercato e la fattispecie amministrativa di agiotaggio finanziario, propedeutici all'introduzione del tema relativo alle peculiari ricadute del principio del *ne bis in idem* in materia.

E' stato poc'anzi rilevato che l'art. 187 *ter* contiene una clausola di riserva espressa che fa "salve le sanzioni penali quando il fatto costituisce reato", sull'esegesi della quale si sono affrontate nel tempo due tesi radicalmente opposte.

In base ad una prima impostazione, tendente a privilegiare il principio di specialità e la necessità di evitare una duplicazione di procedimenti e sanzioni in relazione al medesimo fatto, tra le due fattispecie sussisterebbe, sul piano giuridico, un rapporto di specialità reciproca o bilaterale¹⁴¹.

¹³⁹ Art. 187-*quinquies* (Responsabilità dell'ente)

1. L'ente è responsabile del pagamento di una somma pari all'importo della sanzione amministrativa irrogata per gli illeciti di cui al presente capo commessi nel suo interesse o a suo vantaggio:

a) da persone che rivestono funzioni di rappresentanza, di amministrazione o di direzione dell'ente o di una sua unità organizzativa dotata di autonomia finanziaria o funzionale nonché da persone che esercitano, anche di fatto, la gestione e il controllo dello stesso;

b) da persone sottoposte alla direzione o alla vigilanza di uno dei soggetti di cui alla lettera a).

2. Se, in seguito alla commissione degli illeciti di cui al comma 1, il prodotto o il profitto conseguito dall'ente è di rilevante entità, la sanzione è aumentata fino a dieci volte tale prodotto o profitto.

3. L'ente non è responsabile se dimostra che le persone indicate nel comma 1 hanno agito esclusivamente nell'interesse proprio o di terzi.

4. In relazione agli illeciti di cui al comma 1 si applicano, in quanto compatibili, gli articoli 6, 7, 8 e 12 del decreto legislativo 8 giugno 2001, n. 231. Il Ministero della giustizia formula le osservazioni di cui all'articolo 6 del decreto legislativo 8 giugno 2001, n. 231, sentita la Consob, con riguardo agli illeciti previsti dal presente titolo[960].

¹⁴⁰ V. NAPOLEONI, *L'insider trading*, in SANTORIELLO C. (a cura di), *La disciplina penale dell'economia – Società, fallimento, finanza*, Torino, I, 2008, 633.

¹⁴¹ C. E. PALIERO, "Market abuse" e legislazione penale: un connubio tormentato, in *Corr. merito*, 2005, 811

Nel caso di specie si dovrebbero pertanto applicare, oltre alla clausola di cui all'art. 187 *ter* T.U.F., anche il principio dettato dall'art. 9 legge n. 689/1981, che regola col principio di specialità i rapporti tra reato e fattispecie amministrativa. Con la conseguenza che occorrerebbe privilegiare il ricorso alla sola sanzione amministrativa ogniqualvolta “per la riscontrata specialità, la norma amministrativa escluda la norma penale, mentre la clausola di riserva iniziale troverebbe spazio in tutti quei casi nei quali, non ricorrendo profili di specialità, verrebbe a profilarsi in concreto un concorso formale tra le due figure: in queste ipotesi, la formula legislativa determinerebbe l'operare del principio di consunzione, con conseguente applicazione della sola sanzione penale”¹⁴².

La teoria *de qua*, indubbiamente pregevole nella misura in cui tenta di porre un argine allo squilibrio repressivo derivante dal cumulo delle sanzioni, non appare condivisibile sia nella misura in cui si fonda sulla categoria della specialità bilaterale, priva di substrato normativo – in quanto non riconducibile né all'art. 15 c.p., né al già citato art. 9 legge n. 689/1981 – sia perché contrasta inesorabilmente con specifiche disposizioni del T.U.F. da cui si ricava in via immediata e diretta la possibilità, prevista dal Legislatore, di una coesistenza di procedimenti penali e amministrativi in relazione al medesimo fatto storico¹⁴³.

In virtù di tali considerazioni, l'unica interpretazione della clausola di riserva conforme al dato letterale e al metodo sistematico, è quella che contempla il concorso tra le due fattispecie di manipolazione, con conseguente deroga al principio di specialità di cui alla legge di depenalizzazione¹⁴⁴.

In passato, i dubbi in ordine alla compatibilità di un siffatto apparato repressivo con il divieto di doppio giudizio e doppia sanzione sono stati bypassati dalla giurisprudenza facendo leva sulla distinzione tra fattispecie di pericolo concreto e di

¹⁴² Ibidem.

¹⁴³ Si fa in particolare riferimento alle previsioni degli artt. 187 *duodecies* e 187 *terdecies* T.U.F., che disciplinano la litispendenza di procedimenti penali e amministrativi (ponendo un divieto di sospensione espresso) e il principio di computabilità delle pene pecuniarie in luogo di quelle amministrative in fase esecutiva.

¹⁴⁴ A. ROSSI VANNINI, *Le fattispecie penali di aggrottaggio e manipolazione del mercato (art. 2637 cod. civ. e 185 d. lgs. 58/98: problemi e prospettive*, cit. , 2644; G. LUNGHINI, *La manipolazione del mercato*, in *Dir. Pen. e Proc.*, 2005, 1479.

pericolo astratto, con la valorizzazione della circostanza che l'art. 187 *ter* T.U.F. può trovare applicazione esclusivamente in relazione a condotte non qualificabili come truffaldine o artificiose, realizzando “una tutela anticipata, attraverso la minaccia di sanzioni amministrative che colpiscono singole condotte astrattamente in grado di produrre un disturbo dei mercati finanziati”, dovendo essere relegate alla natura di illecito amministrativo solo quelle lesioni non concretamente offensive del bene giuridico tutelato. La fattispecie penale, sola o insieme all'illecito amministrativo, sarà invece ravvisabile in presenza di condotte dirette a realizzare operazioni simulate o altri artifici, nonché in quei casi in cui tali azioni siano idonee a concretizzare una sensibile modifica del prezzo degli strumenti finanziari¹⁴⁵.

Siffatta impostazione, come si vedrà, ha subito un repentino quanto incisivo cambio di rotta a partire dal 2014, in virtù dell'avvento di una nuova interpretazione del principio del *ne bis in idem* nell'ordinamento nazionale e della rivisitazione della valenza dei principi fondanti la disciplina del concorso formale di reati.

¹⁴⁵ Cass. Pen., Sez. VI, sent. 16/3/2006, Labella, in *Cass. Pen.* 2007, 56.

CAPITOLO 2. IL *NE BIS IN IDEM*

1. IL PRINCIPIO DEL *NE BIS IN IDEM* NELL'ORDINAMENTO INTERNO

1.1 Il principio nell'ordinamento nazionale

L'origine e la *ratio* del divieto di essere sottoposti a giudizio e sanzione per un medesimo fatto trova uno dei primi riconoscimenti già nel diritto romano, nell'ambito delle *leges actiones*, che avevano stabilito il principio secondo cui *bis de eadem re ne sit actio*¹⁴⁶.

Con tale brocardo si è inteso identificare una preclusione processuale, mediante la quale si impediva che una medesima azione venisse posta in essere nei confronti di uno stesso soggetto a seguito di un giudizio già espresso.

In tal senso, il “giudicato” era inteso nella duplice accezione di procedimento e valutazione dei relativi contenuti, e la sua intangibilità fondata sull'assunto per cui *res judicata pro veritate habetur*.

La formula *ne bis in idem* compare sulla scena con l'avvento del processo giustiniano per qualificare la presunzione di verità della cosa giudicata¹⁴⁷.

Il principio è stato recepito in molte delle legislazioni e codificazioni preunitarie ed è tutt'ora parte integrante della teoria generale del diritto e del processo penale, con lo scopo fondamentale di limitare il potere punitivo dello Stato nei confronti dei singoli, sia sotto il profilo processuale che sanzionatorio: col divieto di doppio giudizio si stabilisce infatti l'intangibilità del risultato del processo¹⁴⁸.

Come è noto, il *ne bis in idem*, nella sua accezione sostanziale ed in quella processuale, come diritto a non essere puniti o giudicati due volte per lo stesso fatto, è concetto immanente ai principi fondamentali degli ordinamenti moderni: tra questi,

¹⁴⁶ ULPiano, *Digesto*, Libro 48, tit. II; GIUSTINIANO, *Codex*, Libro 9, tit. I.

¹⁴⁷ M. T. CICERONE, *Laelius, De Amicitia*, cap. 22, par. 5 ss.

¹⁴⁸ Particolarmente significativa sul punto appare la pronuncia Cass. Pen., SS.UU., sent. 28/6/2005, Donati.

l'interesse di valenza collettiva alla certezza del diritto, attuata anche mediante le statuizioni degli organi giurisdizionali, e la finalità di evitare che le pronunce di tali organi siano sottoposte ad eventuali, continue verifiche che le rendano cronicamente afflitte dal carattere dell'incertezza; la garanzia dei diritti dell'individuo sottoposto a procedimento penale, che non deve trovarsi illimitatamente esposto per lo stesso fatto alla pretesa punitiva dello Stato; le esigenze di economia processuale tese ad evitare un inutile spreco di risorse per l'accertamento di vicende già definite¹⁴⁹.

La giurisprudenza costituzionale ha da tempo individuato i valori che sovrintendono alla opzione normativa del *ne bis in idem*, indicandolo come un principio di civiltà giuridica di generalissima applicazione, pena, in caso contrario, la precarietà nel godimento delle libertà connesse allo sviluppo della personalità individuale¹⁵⁰.

Gli effetti immediati del divieto di *bis in idem* sono di due tipi.

Il primo, di carattere negativo, è ricavabile dalla formulazione dell'art. 649 c.p.p. e consiste nell'impedire che un soggetto venga sottoposto a nuovo procedimento in relazione a un fatto per il quale sia stato già giudicato in via definitiva.

L'effetto positivo è invece ricavabile dalla lettura degli artt. 651 e ss. c.p.p. e consiste nell'obbligo per il giudice penale, civile e amministrativo di esprimere il proprio giudizio sul fatto storico in conformità a quanto accertato già dal giudice penale con la sentenza divenuta irrevocabile.

Ai fini del presente contributo, pare opportuno richiamare il contenuto dell'art. 649 c.p.p., il quale dispone che "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 artt. 69 comma II e 345. Se ciò nonostante viene di nuovo iniziato un procedimento

¹⁴⁹ G. CONSO, *I fatti giuridici processuali penali. Perfezione ed efficacia*, Milano, 1955, 101ss; F. CORDERO, *Riti e sapienza del diritto*, Bari, 1985, 604 ss; F. MANTOVANI, *Concorso e conflitto di norme*, Bologna, 1966, 421.

¹⁵⁰ Cfr. da ultimo la sentenza Corte Cost. n. 200 del 2016 e, prima, l'ord. n. 150 del 1995 dei giudici delle leggi.

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”.

La citata garanzia si pone dunque come tassello di primaria importanza per la tutela dei diritti fondamentali dell'uomo, come sanciti dalla Carta Costituzionale – con particolare riferimento alle prerogative sottese al “giusto processo” di cui all’art. 111 Cost. (c.d. *fair trial of law*) – e riconosciuti a livello sovranazionale sia da accordi convenzionali, sia dall’ordinamento comunitario (v. *infra*).

Le Sezioni Unite Penali della Corte di Cassazione, con la pronuncia n. 34665/2005, hanno affrontato la questione inerente l’ampiezza e i confini del *ne bis in idem* rispetto al contenuto dell’art. 649 c.p.p., stabilendo alcuni principi che assumono rilievo anche nel caso di specie. In particolare, è stato affermato che l’operatività del divieto di doppio giudizio nell’ordinamento penale, non è collegata alla sola disposizione di cui all’art. 649 c.p.p.: tale norma rappresenta infatti l’espressione di un principio più ampio e di portata generale, che rende la duplicazione di un procedimento sugli stessi fatti illeciti incompatibile con le strutture fondanti dell’ordinamento processuale.

In tale contesto, le Sezioni Unite hanno preso atto della necessità, già manifestata da molteplici pronunce, di dare risalto ad una lettura estensiva e non meramente letterale dell’art. 649 c.p.p., facendo leva su un archetipo più ampio che trascende il mero contenuto della disposizione richiamata e si pone a monte di essa, quale direttiva generale nell'applicazione del diritto sostanziale e processuale.

In sostanza, dunque, il *ne bis in idem* assurge a principio generale dell’ordinamento e trova nell’art. 649 c.p.p. solo una delle sua molteplici manifestazioni.

Questo approccio ermeneutico rispetto al *ne bis in idem*, era d’altro canto già stato avallato dalla Corte Costituzionale con la sentenza n. 39/2002.

Tralasciando in questa sede, per ragioni di economia espositiva, le questioni che riguardano il fenomeno di lenta e progressiva erosione del principio d’intangibilità del giudicato, nell’ottica di una maggior garanzia dei diritti fondamentali dell’imputato – che si sostanzia nella graduale moltiplicazione delle ipotesi di

revisione del giudicato, di matrice giurisprudenziale e legislativa – pare invece opportuno analizzare i tre presupposti in presenza dei quali scatta il divieto di doppio giudizio sancito dall’art. 649 c.p.p.

La prima condizione necessaria per invocare l’applicazione del *ne bis in idem* è integrata dall’irrevocabilità del provvedimento emesso.

E’ infatti proprio nella non modificabilità della statuizione del Giudice che si può rintracciare la situazione di preclusione come limite al potere dell’Autorità di operare ulteriori valutazioni (potenzialmente infinite dal punto di vista numerico e differenti sotto il profilo contenutistico) del comportamento tenuto dal singolo consociato.

Negli ordinamenti di *common law*, la reiterazione del procedimento nei confronti del medesimo soggetto viene tradizionalmente qualificata come vero e proprio abuso del processo e comporta la possibilità per il Giudice di interrompere in ogni momento la causa – c.d. *power to stay the proceeding* – per violazione della *double jeopardy rule*¹⁵¹.

Dalle osservazioni formulate emerge dunque che il tratto distintivo della irrevocabilità del provvedimento è la impossibilità di reiterare, attraverso lo strumento dei mezzi di impugnazione, il giudizio sul fatto storico, sulla responsabilità dell’imputato e sull’irrogazione della pena, con conseguente immodificabilità dei contenuti della decisione assunta.

Occorre peraltro evidenziare che l’irrevocabilità non è una condizione assoluta, bensì relativa, posto che la regola dell’intangibilità del giudicato subisce alcune eccezioni sussumibili nella categoria delle “impugnazioni straordinarie”, di cui l’istituto della revisione è forse l’esempio paradigmatico.

Il secondo presupposto di applicazione del divieto di doppio giudizio è la “medesimezza del fatto” su cui è ricaduta la valutazione irrevocabile del Giudice penale: è proprio su tale condizione applicativa che, come si vedrà, in tempi recenti

¹⁵¹ Cfr. C. WELLS, *Abuse of process, a practical approach*, London, 2006, 240 ss. Allo stesso modo la tradizione giuridica tedesca esclude la possibilità di celebrare un nuovo processo una volta che l’azione penale è stata esercitata e si è esaurita, riconoscendo che il primo giudizio priva di perseguibilità il fatto storico, facendo venire meno la legittimità della pretesa punitiva dello Stato (*Erledigungsprinzip*).

si sono registrati gli sviluppi interpretativi maggiormente rilevanti anche rispetto alle ricadute applicative della garanzia in esame nell'ambito degli abusi di mercato.

Il canone dell'*idem factum* pone quale limite all'operatività del *ne bis in idem* la circostanza che i fatti che costituiscono l'oggetto del secondo giudizio siano i medesimi su cui il giudicante si è già espresso in modo definitivo.

In passato, sulla nozione di stesso fatto si sono affrontate due diverse opinioni dottrinarie e giurisprudenziali: da un lato quella che fondava il giudizio d'identità o diversità del giudizio sul *nomen iuris* e dunque sul fatto inteso in senso giuridico come evento tipizzato nella disposizione incriminatrice; dall'altro l'opinione che riteneva doveroso interpretare la nozione di *idem factum* come identità del fatto storico nella sua dimensione naturalistica, derivante dall'atteggiarsi delle componenti condotta-evento-nesso eziologico, a prescindere dalla diversa qualificazione giuridica operata dai giudici intervenuti¹⁵².

Alcuni Autori, valorizzando in modo significativo la *ratio* garantista del principio, hanno proposto di interpretare la medesimezza del fatto in senso estensivo come identità della condotta dell'agente, senza considerare, ai fini dell'applicazione dell'art. 649 c.p.p., l'eventuale identità dell'evento naturalistico e del nesso di causa¹⁵³.

Una simile esegesi appare di difficile applicazione, poiché potrebbe condurre a conseguenze aberranti sul piano pratico: pare dunque più ragionevole mantenere la valutazione dell'*idem factum* quantomeno facendo riferimento alla condotta in relazione al suo "oggetto fisico di incidenza"¹⁵⁴.

L'ultimo dei presupposti per l'applicazione della *double jeopardy rule*, meno problematico sul piano ermeneutico, è quello che attiene all'identità dell'autore: il canone dell'*eadem persona* richiede infatti di verificare la corrispondenza tra il soggetto che ha rivestito il ruolo di imputato nel giudizio pervenuto a sentenza irrevocabile e la persona sottoposta a nuovo procedimento. Nessuna preclusione,

¹⁵² Cfr. Cass. Pen., Sez. I., 23/10/2000, Fumo, in *Cass. Pen.*, 2002, 2416.

¹⁵³ A. PAGLIARO, *Fatto*, (*dir. proc. pen.*) in *Enc. Dir.*, XVI, Milano, 1967, 964.

¹⁵⁴ F. CORDERO, *Procedura Penale*, Giuffrè, Milano, 2006, 1224 ss.

ovviamente, nelle situazioni in cui manca tale identità, quale ad esempio l'ipotesi che un correo sia rimasto estraneo al processo definito con sentenza passata in giudicato.

1.2 Le eccezioni al divieto di doppio giudizio

Nell'ordinamento processuale sono peraltro individuabili alcune eccezioni (in senso lato) al divieto di doppio giudizio.

Due di esse sono espressamente codificate a livello dell'art. 649 c.p.p. Con riferimento alle sentenze di proscioglimento per difetto di una condizione di procedibilità, la richiamata disposizione prevede la possibilità di procedere all'esercizio di una nuova azione penale per lo stesso fatto allorché sopravvenga la condizione di procedibilità risultata mancante nel primo giudizio. La medesima *ratio* che sta alla base del principio del *ne bis in idem* si rintraccia nella seconda ipotesi codificata dall'art. 649 c.p.p., vale a dire quella che riguarda la sentenza che dichiara l'estinzione del reato per morte del reo, la quale non preclude l'instaurazione di un nuovo giudizio per l'*idem factum* qualora si accerti che la morte era stata erroneamente dichiarata.

Alcuni Autori sostengono tuttavia che i due casi appena citati costituiscano delle pseudo-eccezioni, poiché i provvedimenti definitivi del primo giudizio non sarebbero qualificabili come sentenze *tout court*¹⁵⁵.

La declaratoria di estinzione del reato per morte del reo, va considerata infatti quale "pseudo sentenza", in quanto tale inidonea a formare il giudicato.

La sentenza di proscioglimento per mancanza della condizione di procedibilità ha invece valore di mero accertamento della mancanza della condizione, dalla quale deriva l'impossibilità di procedere oltre: la decisione non può dunque assumere i caratteri del giudicato sul fatto oggetto di giudizio¹⁵⁶.

¹⁵⁵ F. CORDERO, *Procedura penale*, cit., 1233 ss.

¹⁵⁶ G. TRANCHINA, *L'esecuzione*, cit., 701.

Oltre ai casi testé analizzati, la *double jeopardy rule* subisce due ulteriori deroghe, riconducibili all'istituto della revisione e a quello della revoca della sentenza di non luogo a procedere.

Benché ad avviso di parte della dottrina la revisione non costituirebbe vera eccezione al divieto di doppio giudizio, non intaccando il fondamento garantistico insito nel *ne bis in idem* in ragione della sua finalità di riforma del giudicato in senso più favorevole alla parte, il carattere eccezionale di tale mezzo di impugnazione (art. 630 c.p.p.) impone di qualificare la previsione come derogatoria al divieto di doppio giudizio, nella sua dimensione – più ampia di quella relativa alla mera protezione del singolo – di regola di impiego razionale delle risorse processuali.

Si consideri inoltre che con la Legge n. 45/2011 sono state introdotte nell'ordinamento ipotesi di revisione *in pejus*, circostanza che impone definitivamente di considerare la revisione come deroga al principio del *ne bis in idem*¹⁵⁷.

Quanto alla sentenza di non luogo a procedere, di cui all'art. 434 c.p.p., la sua riconducibilità al gruppo delle eccezioni al divieto di doppio giudizio non è unanimemente condivisa. In primo luogo, occorre considerare che il divieto posto dall'art. 649 comma I c.p.p. opera solo sul piano delle sentenze irrevocabili (e atti equiparati), rispetto alle quali rimangono ben distinti il provvedimento di non luogo a procedere. Si consideri inoltre che l'art. 434 c.p.p. sottopone la revocabilità della sentenza al sopravvenire di nuove fonti di prova che possano determinare il provvedimento di rinvio a giudizio. D'altra parte, come confermato dalla giurisprudenza di legittimità, la norma che disciplina il regime delle sentenze di non luogo a procedere, conferisce a esse il crisma dell'irrevocabilità in rapporto a una determinata imputazione¹⁵⁸.

Per onere di completezza pare utile fare riferimento anche al provvedimento di archiviazione, che non ha efficacia di giudicato e pertanto si pone al di fuori

¹⁵⁷ F. CAPRIOLI – D. VICOLI, *Procedura penale dell'esecuzione*, cit., 80 ss.

¹⁵⁸ Cass. Pen., SS. UU., 23/2/2002, Romeo.

dell'ambito di operatività dell'art. 649 c.p.p., non potendo conseguentemente essere qualificato come eccezione in senso proprio.

2. IL PRINCIPIO DEL NE BIS IN IDEM NELL'ORDINAMENTO COMUNITARIO E NELLA CEDU

2.1 Introduzione

Storico limite all'attività sovrana dello Stato, il principio del *ne bis in idem*, nella sua duplice accezione sostanziale e processuale, costituisce oggi un tema centrale sia nell'ordinamento interno che a livello sovranazionale.

Sotto tale secondo aspetto, il divieto di doppio giudizio assume implicazioni nuove e di notevole rilievo – sollevando peraltro questioni anche estranee alla sua *ratio* tradizionale – se analizzato nella prospettiva del diritto internazionale¹⁵⁹.

In ambito internazionale, si è in primo luogo posto il problema di stabilire se e a quali condizioni la sentenza definitiva emessa da uno Stato possa precludere ad altro Stato di procedere e sanzionare lo stesso soggetto per il medesimo comportamento. Il presupposto fondamentale per l'operatività di una simile preclusione, è all'evidenza la volontà dei singoli Stati, che possono stipulare accordi bilaterali o multilaterali volti a stabilire i casi di riconoscimento delle decisioni delle autorità giudiziarie straniere e l'estensione della loro forza preclusiva.

L'analisi della portata intraordinamentale del *ne bis in idem* si sostanzia dunque nell'indagine della normativa pattizia risultante dagli accordi internazionali – bilaterali o multilaterali – tra Stati, aventi ad oggetto l'estensione *extraterritoriale* delle sentenze¹⁶⁰.

Ne è dimostrazione il fatto che con l'evoluzione delle organizzazioni internazionali, si è registrato il tentativo di regolamentare in modo adeguato, tra i diritti fondamentali dell'individuo in rapporto con la potestà punitiva statale, proprio il *ne bis in idem*: sia nella sua accezione di divieto di doppio procedimento che in relazione al divieto di doppia sanzione per il medesimo fatto.

¹⁵⁹ G. DELLA MONICA, *Ne bis in idem*, in *I principi europei del processo penale*, (a cura di) A. GAITO, Roma, 2016, 325 ss.

¹⁶⁰ *Ibidem*.

Inoltre, richiamando quanto già osservato in merito alle connotazioni del divieto di doppio giudizio stabilito dalle disposizioni di diritto interno, occorre segnalare che sul piano internazionale il principio del *ne bis in idem* è annoverato tra i diritti fondamentali dell'individuo anche da diverse Carte internazionali ed assume in tal modo i caratteri di principio sovraordinato ai sistemi punitivi domestici, cui questi ultimi sono obbligati a conformarsi¹⁶¹.

Giova ricordare, tra gli altri, l'art. 14 paragrafo 7 del *Patto internazionale sui diritti civili e politici* adottato dall'ONU nel 1966 e l'art. 8 paragrafo 4 della *Convenzione americana sui diritti umani* del 1969.

Un ruolo di prim'ordine rispetto alla tutela di tale principio fondamentale è inoltre svolto dall'art. 4 del Protocollo n. 7 della *Convenzione europea per la salvaguardia dei diritti dell'uomo e delle libertà fondamentali* (CEDU) adottata nel 1950 nell'ambito del Consiglio di Europa.

A livello comunitario, con l'entrata in vigore del Trattato di Lisbona la garanzia ha ricevuto solenne riconoscimento e formale tutela dall'art. 50 della *Carta dei diritti fondamentali dell'Unione Europea* (CDFUE o Carta di Nizza).

Al fine di comprendere a fondo la portata e le ricadute applicative del principio d'interesse sulla disciplina statale degli illeciti di *market abuse*, appare dunque indispensabile analizzare nel dettaglio i contenuti delle fonti sovranazionali del divieto di doppio giudizio, in abbinamento con l'ermeneutica dei Giudici legittimati a fornire un'interpretazione di tali norme vincolante per gli ordinamenti nazionali.

2.2 Il *ne bis in idem* comunitario

I due profili del divieto di doppio giudizio che si manifestano in ambito internazionale, vale a dire quello delle preclusioni interstatuali e quello della valenza sovranazionale della tutela dei diritti fondamentali dell'individuo, si intersecano in modo particolarmente complesso in ambito comunitario.

¹⁶¹ Di talché alla questione della dimensione internazionale della preclusione, si affianca la valenza sovranazionale del principio.

L'art. 50 della Carta di Nizza, rubricato “diritto di non essere giudicato o punito due volte per lo stesso reato”, sancisce solennemente che “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”.

Tale formula costituisce il precipitato del lento sviluppo del principio del *ne bis in idem* nel contesto giudiziario europeo, che ha trasformato il divieto di doppio giudizio da principio di portata “domestica” a regola ubiquitaria, cogente anche con riferimento alle sentenze emesse da giudici estranei all'ordinamento giuridico interno del singolo stato (nei limiti che saranno tracciati di seguito).

Un grande impulso alla razionalizzazione ed estensione del divieto di doppio giudizio e doppia sanzione a livello comunitario, è riconducibile al fenomeno di integrazione giurisdizionale attuato attraverso la ratifica del Trattato di Schengen, ed è proseguito anche in seguito a fronte dei provvedimenti adottati a livello comunitario per rafforzare lo spazio comune di libertà, sicurezza e giustizia dell'Unione Europea.

E' necessario rammentare che, agli esordi delle sovrastrutture europee, la garanzia del divieto di doppio giudizio, pur tendenzialmente riconosciuta a livello di ciascuno degli Stati Membri, incontrava non poche difficoltà ad affermarsi sul piano comunitario, in ragione della grande diffidenza dei singoli ordinamenti statuali a spogliarsi delle proprie prerogative sanzionatorie in presenza di un giudicato reso in altro Stato Membro.

D'altra parte, la stessa Corte Costituzionale negli anni immediatamente successivi alla fondazione della CEE aveva sminuito fortemente le potenzialità – in tema di *ne bis in idem* – di alcuni accordi internazionali, arroccandosi sui contenuti dell'art. 11 c.p., che contempla il rinnovamento del giudizio in Italia per lo stesso fatto già oggetto di sentenza definitiva resa all'estero¹⁶².

A questa impostazione ha fatto per anni da contraltare l'attività ermeneutica della Corte di Giustizia dell'Unione Europea (CGUE), nell'ambito della quale è stato a più

¹⁶² N. GALANTINI, *Il ne bis in idem nello spazio giudiziario europeo: traguardi e prospettive*, in www.penalecontemporaneo.it, 22/2/2011.

riprese ribadito il principio secondo il quale, sebbene la materia penale fosse integralmente riservata alla potestà esclusiva degli Stati Membri, le disposizioni giuridiche interne ai singoli ordinamenti non potessero costituire un ostacolo alle libertà e ai diritti fondamentali garantiti dall'Unione e in tale eventualità la norma nazionale in contrasto avrebbe dovuto cedere il passo al diritto comunitario.

Questo sostanziale vuoto di tutela, ha subito una prima forma di mitigazione con l'introduzione, nel 1988, del “nuovo” codice di procedura penale e delle rinnovate disposizioni in materia di estradizione, posto che l'art. 705 c.p.p. ha sancito il principio generale secondo il quale la Corte d'Appello investita della decisione, pronunci sentenza favorevole in ordine all'extradizione a condizione che non sia in corso un procedimento penale o non sia stata emessa sentenza irrevocabile per lo stesso fatto nei confronti della stessa persona. La richiamata norma replica i contenuti della Convenzione europea di estradizione del 1957 e oggi si pone come principio cardine della disciplina del *Mandato d'Arresto Europeo* (MAE), tuttavia la sua intrinseca debolezza sta nel ristretto campo di applicazione rispetto al quale può operare.

Come già anticipato, la rivoluzione copernicana in favore del riconoscimento a livello eurounitario del divieto di doppio giudizio, si è comunque realizzata compiutamente attraverso la ratifica della *Convenzione di applicazione dell'Accordo di Schengen* (CAAS).

L'art. 54 CAAS sancisce infatti che “una persona che sia stata giudicata con sentenza definitiva in una Parte contraente non può essere sottoposta a 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”.

L'avvento della Convenzione di Schengen ha imposto un deciso *revirement* dei giudici nazionali rispetto all'esistenza di uno spazio giuridico europeo sottoposto al divieto di doppio giudizio e alla contrazione dell'operatività dell'art. 11 c.p. in tale ambito: la Corte di Cassazione ha infatti riconosciuto espressamente l'inapplicabilità

della citata disposizione di legge con riferimento ai rinnovamenti di giudizio sullo stesso fatto riferibili a decisioni adottate in Paesi appartenenti all'area Schengen¹⁶³.

La CGUE, inoltre, ha sin dal primo momento fatto leva sulla propria prerogativa ermeneutica e funzione nomofilattica per esaltare non tanto e non solo l'aspetto relativo all'obbligo di mutuo riconoscimento delle decisioni, quanto piuttosto la valenza del principio quale diritto fondamentale dell'uomo meritevole di tutela anche da parte dell'ordinamento comunitario¹⁶⁴.

Particolarmente significativa in proposito appare la decisione emessa dalla Corte ai sensi dell'art. 267 TFUE – questione pregiudiziale sull'interpretazione di una fonte comunitaria – sulla valenza dell'art. 54 CAAS nel *caso Bourquain*¹⁶⁵.

La richiesta del Tribunale di Ratisbona di fornire la corretta esegesi del concetto di “sentenza definitiva” quale presupposto per l'insorgenza del divieto di doppio giudizio, ha offerto alla Corte lo spunto per affermare che il principio sancito dalla Convenzione di Schengen costituisce uno strumento di garanzia del diritto alla libera circolazione delle persone, nel caso peculiare in cui le stesse siano state già giudicate in relazione a un fatto costituente reato per gli ordinamenti di più Stati Membri; di talché il cittadino europeo è posto in condizioni di muoversi liberamente nell'Area Schengen senza il timore di nuovi procedimenti penali o nuove sanzioni nei suoi confronti.

L'effettività della predetta garanzia, ad avviso della Corte, presuppone un approccio sostanzialistico all'art. 54 CAAS, che rifugga – in ossequio al principio di reciproca fiducia tra Stati Membri e agli obiettivi di armonizzazione delle istituzioni comunitarie – dai classici ed eterogenei schemi formali tipici degli ordinamenti punitivi domestici, per tutelare con la massima estensione i diritti fondamentali nello spazio giudiziario comune.

¹⁶³ Cass. Pen., Sez. I, sent. 2/12/1998, n. 13558.

¹⁶⁴ M. SALVADORI, *La tutela del ne bis in idem tra Corte di Giustizia e Corte Europea dei Diritti dell'Uomo, nuovi problemi di adattamento dell'ordinamento italiano agli obblighi internazionali*, in *Ne bis in idem e procedimento sanzionatorio CONSOB*, cit., 29ss.; G. DELLA MONICA, *Ne bis in idem*, cit., 331 ss.

¹⁶⁵ CGUE, 11/12/2008, causa C-267/07, Bourquain.

L'attività interpretativa della CGUE non si è dunque limitata ad analizzare i presupposti d'insorgenza del meccanismo di mutualità tra Stati Membri, ma si è estesa anche alla valutazione degli elementi sostanziali del divieto di doppio giudizio, vale a dire il concetto di *idem factum* e quello di procedimento (e sanzione) penale.

Con riferimento alla questione definitoria della "medesimezza del fatto" oggetto di secondo giudizio, la CGUE ha enucleato una serie di criteri esegetici che si sono arricchiti nel corso del tempo e hanno costituito l'*humus* su cui è parallelamente proliferata, come si vedrà, l'attività interpretativa della *Corte Europea dei Diritti dell'Uomo* (Corte EDU) sul divieto di *bis in idem* normato dall'art.4 Protocollo n. 7 della CEDU¹⁶⁶.

Il concetto d'identità del fatto oggetto di giudizio viene valorizzato sotto il profilo sostanziale e naturalistico, imponendo all'interprete di mettere a confronto il fatto storico oggetto di giudizio nella sua dimensione empirica, a prescindere dalla qualificazione giuridica di esso e dal bene protetto dalla disposizione sanzionatoria di riferimento¹⁶⁷.

La Corte, ha avuto anche successivamente occasione di ribadire che la nozione di *idem factum* è frutto di un'interpretazione autonoma, che prescinde pertanto dagli orientamenti seguiti dalle Corti nazionali, al fine di garantire l'applicazione uniforme del diritto dell'Unione (*Mantello*, § 38, sent. 16.11.2010, C-261/09). Inoltre, la giurisprudenza della Corte è unanime nel ritenere che l'unico criterio pertinente ai fini dell'applicazione dell'art. 54 CAAS, come stabilito una è quello "*dell'identità dei fatti materiali, intesi come esistenza di un insieme di circostanze concrete inscindibilmente collegate tra loro*" (*Kraaijenbrink*, § 26, sent. 18.7.2007, C-367/05; *Van Esbroeck*, cit. §36; *Van Straaten*, § 48, CGUE sent. 28.9.2006, C-150/05; *Gasparini*, § 54, CGUE sent. 28.9.2006, C-467/04).

¹⁶⁶ D. DEL VESCOVO, *Il principio del ne bis in idem nella giurisprudenza della Corte di giustizia europea, Diritto penale e processo*, 2009, 1427. Cfr. CGUE *Kraaijenbrink*, § 26, sent. 18.7.2007, C-367/05; *Van Esbroeck*, cit. §36; *Van Straaten*, § 48, CGUE sent. 28.9.2006, C-150/05; *Gasparini*, § 54, CGUE sent. 28.9.2006, C-467/04.

¹⁶⁷ CGUE, sent. 18/7/2007, n. 367, in *Cass. Pen.*, 2007, 4787; CGUE, sent. 9/3/2006, *Van Esbroeck*, in *Cass. Pen.*, 2006, 2295.

Il bene giuridico protetto dai singoli ordinamenti statali attraverso le disposizioni poste a confronto, diventa dunque irrilevante: ciò che deve essere qualificato come dirimente ai fini della decisione è invece la sostanziale corrispondenza naturalistica delle condotte contestate, senza possibilità che eventuali elementi accessori di tipicità penale impediscano l'applicazione del richiamato principio generale.

Dalla lettura delle fonti comunitarie del *ne bis in idem*, appare nondimeno chiaro che l'approccio europeo alla garanzia in oggetto ha una connotazione eminentemente transnazionale, di cui appare necessario individuare i limiti applicativi.

E' necessario premettere che il problema della transnazionalità del principio di preclusione del giudicato e in particolare del divieto di *bis in idem* ha attratto l'attenzione della dottrina sin dagli albori delle organizzazioni internazionali, ma anche in relazione al convergere di ulteriori fattori che hanno posto in rilievo la necessità di un approccio extra-domestico ai sistemi punitivi, quali l'aumento esponenziale di spostamenti di persone e risorse economiche tra i vari paesi, il fenomeno della "globalizzazione" dell'attività d'impresa ed economica in genere, la proliferazione di strutture criminali aventi dimensione transnazionale, etc¹⁶⁸.

Nel contempo, occorre dare atto di un sempre maggiore svilimento, da parte dei singoli ordinamenti, della territorialità come criterio selettivo dei comportamenti meritevoli di essere assoggettati alla potestà punitiva statale, in favore di un approccio tendenzialmente universale alla giurisdizione dei fatti illeciti: approccio che d'altra parte caratterizza anche l'ordinamento penale italiano.

Tale impostazione ubiquitaria genera con tutta evidenza un numero assai maggiore di conflitti tra i diversi Stati in ordine all'assoggettamento a processo (e sanzione) di un comportamento illecito, di talché appare lampante l'esigenza di regolare in modo adeguato il divieto di doppio giudizio nella sua dimensione non solo comunitaria, ma transnazionale in genere.

¹⁶⁸ M. PISANI, *Francesco Carrara e il ne bis in idem internazionale*, in *Rivista di diritto internazionale*, 2005, 1022; N. RECCHIA, *Il ne bis in idem transnazionale nelle fonti eurounitarie*, in *Rivista italiana di diritto e procedura penale*, 2017, 1377.

Queste considerazioni consentono di evidenziare che la dimensione interna e quella esterna del *ne bis in idem*, differiscono anche sotto il profilo degli interessi in gioco e del loro bilanciamento: se, per quanto attiene al divieto interno all'ordinamento, lo scopo principale della regola è quello di tutelare il singolo dalla "spada di Damocle" di un nuovo processo, e in via secondaria l'obiettivo di fissare delle preclusioni per razionalizzare il sistema processuale e le risorse ad esso dedicate, sul versante esterno gli interessi in gioco sono differenti e molteplici e subiscono un considerevole bilanciamento.

In tale ultimo ambito, infatti, il bilanciamento tra le istanze punitive dei singoli Stati e i diritti fondamentali dell'individuo viene tendenzialmente traslato dal divieto del doppio procedimento in senso stretto al divieto di doppia sanzione.

La casistica dimostra per l'appunto che, sia sul piano dell'interpretazione che su quello dell'applicazione del divieto di doppio giudizio, il diritto dell'imputato a subire due procedimenti è stato raramente protetto nella sua massima estensione. L'obiettivo che ha animato le decisioni assunte in materia è stato piuttosto quello di riconoscere la potestà giudiziaria degli ordinamenti coinvolti nel singolo caso, impedendo tuttavia che tale riconoscimento della possibilità di sottoporre a nuovo procedimento il medesimo soggetto potesse comportare in concreto una duplicazione di sanzioni per lo stesso fatto. Con ciò comprimendo in modo significativo il perimetro della garanzia in questione, limitata al *ne bis poena in idem*.

Tornando all'analisi delle fonti del *ne bis in idem* transnazionale, occorre prendere atto che la garanzia è richiamata da alcune Convenzioni internazionali ratificate nell'ambito del Consiglio d'Europa, ma trae origine inizialmente da alcuni provvedimenti adottati dalla Comunità Economica Europea nella forma di *soft law*, come tali non vincolanti per gli Stati Membri.

Il primo atto di diritto internazionale che riconosce formalmente il principio di cui si discute è la Convenzione tra Stati Membri dell'allora CEE del 1987, ratificata da un numero piuttosto esiguo di Paesi, tra i quali anche l'Italia (con la legge n. 350/1989).

Come accennato in precedenza, il principio è divenuto ufficialmente parte dell'*acquis* comunitario con la ratifica della CAAS: la Convenzione, avente natura inizialmente pattizia, è poi stata incorporata a tutti gli effetti nell'ordinamento comunitario insieme all'Accordo di Schengen e ai successivi atti attuativi.

L'ultimo formale riconoscimento del divieto di doppio giudizio nella sua dimensione (anche) transnazionale è quello realizzato dall'art. 50 della Carta di Nizza (CDFUE).

Può pertanto affermarsi che l'ordinamento comunitario tutela il cittadino dal rischio di una duplicazione di procedimenti per il medesimo fatto in ambito europeo attraverso due distinte fonti giuridiche: l'art. 50 della Carta di Nizza e l'art. 54 CAAS.

Senonché, le richiamate disposizioni hanno contenuti differenti, che hanno generato – e generano tutt'ora – non banali problemi di coordinamento interpretativo e di prassi applicativa.

L'art. 50 della Carta incentra la propria formulazione sui due presupposti ineludibili per l'insorgere della tutela nei confronti di nuovi giudizi: la medesimezza dei fatti contestati e la duplicità di procedimenti penali.

L'art. 54 CAAS, pur risultando praticamente sovrapponibile alla disposizione della CDFUE sotto il profilo sostanziale, ne differisce profondamente laddove subordina l'operatività della garanzia alla c.d. “condizione di esecuzione”, vale a dire sottopone la possibilità di invocare la preclusione del *ne bis in idem* solo allorché la pena irrogata con la sentenza definitiva sia stata eseguita, sia effettivamente in corso di esecuzione o non possa più essere eseguita secondo la legge dello Stato di condanna¹⁶⁹.

L'apparente contrasto tra le due disposizioni è stato oggetto di pronuncia della CGUE nel recente *caso Zoran Spasic*, nell'ambito del quale è stata sollevata, ai sensi dell'art. 267 TFUE, questione pregiudiziale in ordine all'interpretazione del divieto di doppio giudizio di cui all'art. 54 CAAS, con particolare riferimento alla legittimità

¹⁶⁹ Cfr. N. RECCHIA, *Il ne bis in idem*, cit., 1385; F. TRIPODI, *Il ne bis in idem si confronta con i 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 *Giur. cost.*, 2015, 605 ss.

della citata condizione di esecuzione, in quanto fonte di rango secondario rispetto all'art. 50 della Carta di Nizza, che ai sensi dell'art. 6 del Trattato sull'Unione Europea è considerata fonte di rango primario al pari dei Trattati.

La CGUE, nella richiamata decisione, afferma che la formulazione dell'art. 54 CAAS non viola il principio del *ne bis in idem* solennemente proclamato alla Carta: la condizione di esecuzione mira infatti ad evitare ingiustificati spazi di impunità, escludendo l'operatività del divieto di doppio giudizio in alcune peculiari ipotesi, che di fatto costituirebbero un abuso dell'esistenza di un precedente giudicato attraverso un fenomeno assimilabile, quanto a effetti, a quello del c.d. *forum shopping*¹⁷⁰.

Altro aspetto di rilevanza tutt'altro che trascurabile ai fini della valutazione delle ricadute pratiche dell'assetto normativo comunitario sul *ne bis in idem* transnazionale è quello che attiene alle riserve di cui all'art. 55 CAAS.

La disposizione prevedeva che, al momento della ratifica della Convenzione, gli Stati Membri potessero – in linea con i principi di diritto internazionale – dichiarare di non essere vincolati all'applicazione del divieto di doppio giudizio in alcuni specifici casi contemplati dalla Convenzione stessa, accomunati dalla circostanza che i fatti o i soggetti coinvolti avessero un vincolo piuttosto importante con lo Stato e pertanto rendessero non sacrificabili le istanze punitive dell'ordinamento domestico, quali forme di manifestazione più profonda dell'esercizio della sovranità.

Molti dei Paesi aderenti alla CAAS hanno fatto ricorso alle riserve in questione, ivi compresa l'Italia, che proprio nella legge di ratifica n. 388/1993 ha invocato la disapplicazione della garanzia *de qua* in tutte le circostanze contemplate dall'art. 55 CAAS.

Lo scenario è però mutato profondamente dal momento in cui le disposizioni della CAAS sono divenute parte integrante del diritto comunitario dopo il Trattato di Amsterdam del 1997. Secondo parte della dottrina, il “mutamento d'abito” subito

¹⁷⁰ Sentenza della CGUE (Grande Sezione) 27 maggio 2014, causa C-129/14 PPU, Zoran Spasic.

dall'art. 54 CAAS, avrebbe prodotto la sostanziale inefficacia delle riserve, non più invocabili dagli Stati Membri¹⁷¹.

Il tema non ha però ricevuto particolare attenzione da parte dei giudici comunitari, che anzi nelle pronunce aventi ad oggetto l'art. 55 CAAS non hanno mai fatto alcun cenno al problema della perdurante validità delle riserve¹⁷². L'attuale vigenza delle riserve costituisce quindi un ulteriore grande limite all'operatività dell'art. 50 della Carta di Nizza, senonché anche in questo caso, come in quello della già analizzata condizione di esecuzione, la differente gerarchia delle fonti imporrebbe di formulare un giudizio di prevalenza del divieto di doppio giudizio nell'ampia portata delineata dalla Carta.

2.3 Il *ne bis in idem* nella Convenzione europea dei diritti dell'uomo

Firmata nel 1950 dal Consiglio d'Europa, la *Convenzione europea dei diritti dell'uomo e delle libertà fondamentali* (CEDU) è un Trattato internazionale volto a tutelare i diritti umani e le libertà fondamentali in Europa. Tutti i 47 paesi che formano il Consiglio d'Europa, sono parte della convenzione, 28 dei quali sono membri dell'Unione europea (UE).

Con l'adesione alla CEDU, gli Stati firmatari hanno assunto l'obbligo di garantire la tutela, nell'ambito dei rispettivi ordinamenti, dei diritti e delle libertà riconosciuti dall'originario testo normativo e dai successivi Protocolli Aggiuntivi.

2.3.1 La CEDU e la Corte di Strasburgo

Unitamente alla CEDU è stata istituita la *Corte europea dei diritti dell'uomo* (Corte EDU) quale giudice avente competenza esclusiva a interpretare le norme della

¹⁷¹ D. VOZZA, *Verso un nuovo volto del ne bis in idem internazionale nell'Unione europea?* in www.penalecontemporaneo.it, 3/5/2012.

¹⁷² *Ex multis*, CGUE, Sezione VI, 22/12/2008, causa C-491/07 V. Turansky, par. 29.

Convenzione e a riscontrare – con provvedimento vincolante – la loro violazione da parte degli Stati contraenti su ricorso dei singoli individui¹⁷³.

Gli ultimi anni sono stati segnati da una rinnovata attenzione da parte di giurisprudenza e dottrina per il principio del *ne bis in idem*, sotto la pressante spinta delle pronunce delle Corti europee che si sono succedute sul tema.

“Le sentenze della Corte di Giustizia europea *Aklagaren c. Hans Akerberg Fransson* del 26 febbraio 2013, C-617/10 e quella della Corte EDU del 4 marzo 2014 *Grande Stevens c. Italia* (cui hanno fatto seguito altre pronunce della Corte di Strasburgo di analogo contenuto e tenore), pur con alcune non irrilevanti differenze, hanno posto con forza sulla scena europea e nazionale canoni di applicazione del principio - stabilito dalla Carta di Nizza all’art. 50, e dal Protocollo aggiuntivo alla CEDU n. 7, all’art. 4 - che sembrano proiettarlo verso una massima espansione”¹⁷⁴.

Prima di esaminare l’atteggiarsi della garanzia del divieto di doppio giudizio nel testo della CEDU e valutare l’impatto che l’interpretazione del principio fornita dalla Corte EDU ha avuto sul sistema punitivo degli illeciti di *market abuse*, pare opportuno soffermarsi sui meccanismi di interazione tra l’ordinamento interno e quello sovranazionale delineato dalla CEDU.

Secondo i consolidati approdi ermeneutici della Corte Costituzionale, con riferimento ai rapporti tra disposizioni di legge interna e convenzioni internazionali ratificate dallo Stato Italiano, il Giudice ordinario deve interpretare le leggi interne in conformità al contenuto delle norme espressive di un obbligo internazionalmente assunto, in virtù del disposto dell’art. 117 comma I Costituzione¹⁷⁵.

Nel procedere all’interpretazione delle disposizioni di diritto interno, il giudice nazionale deve allora confrontarsi, nell’attività esegetica che gli è demandata, con i

¹⁷³ La Corte EDU può intervenire su istanza del singolo individuo per accertare la violazione degli obblighi connessi alla CEDU solo laddove questi abbia esperito inutilmente tutti i rimedi di diritto interno previsti per la tutela del diritto riconosciuto dalla CEDU e che si assume essere stato violato (art. 35 CEDU). La regola del previo esaurimento dei rimedi interni è conseguenza della natura sussidiaria del diritto pattizio.

¹⁷⁴ Ufficio del Massimario Penale, Relazione di orientamento n. 26 del 21/3/2017. *Ne bis in idem, percorsi interpretativi e recenti approdi della giurisprudenza nazionale ed europea*, in www.penalecontemporaneo.it.

¹⁷⁵ Corte Costituzionale, sentenze n. 348/2007 e n. 349/2007.

principi giuridici sanciti dalle fonti di rango internazionale, così come interpretati dalle corti sovranazionali riconosciute dall'ordinamento interno¹⁷⁶.

Con riferimento alla *Convenzione Europea dei Diritti dell'Uomo*, il giudice penale deve dunque fornire una interpretazione delle disposizioni di diritto interno che disciplinano diritti e garanzie riconosciute anche dalla CEDU, coerente rispetto ai principi contenuti nella citata Convenzione, così come elaborati dalla giurisprudenza della Corte di Strasburgo.

Non solo.

Un elemento di ulteriore complessità deriva dalla circostanza che la CEDU e l'interpretazione della Corte EDU sono entrate a far parte, a pieno titolo, dei principi fondamentali dell'ordinamento comunitario, in virtù della clausola di rinvio contenuta a livello dell'art. 6 comma II e III del Trattato sul funzionamento dell'Unione Europea (TFUE), a mente del quale "l'Unione aderisce alla Convenzione europea per la salvaguardia dei diritti dell'uomo e delle libertà fondamentali. Tale adesione non modifica le competenze dell'Unione definite nei trattati. I diritti fondamentali, garantiti dalla Convenzione europea per la salvaguardia dei diritti dell'uomo e delle libertà fondamentali e risultanti dalle tradizioni costituzionali comuni agli Stati membri, fanno parte del diritto dell'Unione in quanto principi generali"¹⁷⁷.

2.3.2. Il divieto di doppio giudizio nella CEDU

Il *ne bis in idem* è cristallizzato nell'art. 4 del Protocollo n. 7 della Convenzione, ove si afferma che "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. Le disposizioni del paragrafo precedente non

¹⁷⁶ Corte Costituzionale, sentenza n. 113/2011.

¹⁷⁷ Tale riconoscimento formale costituisce l'ultimo passo di un lento percorso di progressivo riconoscimento, da parte delle istituzioni comunitarie, dell'importanza e centralità dei diritti dell'individuo; percorso inizialmente tracciato dai giudici comunitari, in assenza di riferimenti espressi nei Trattati originari che hanno istituito la CEE.

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. Non è autorizzata alcuna deroga al presente articolo ai sensi dell'articolo 15 della Convenzione”¹⁷⁸.

Per quanto attiene alla garanzia formalizzata dall'art. 4 del Protocollo 7, la giurisprudenza della Corte Europea qualifica la stessa come il divieto di instaurare un nuovo e distinto procedimento penale – definito tale secondo i criteri della CEDU – per un fatto illecito quando un altro procedimento per il medesimo fatto si è concluso con una sentenza definitiva.

Ai fini dell'applicazione del principio in esame, occorre dunque in prima battuta stabilire cosa si debba intendere con i termini “reato” e “medesimo fatto”.

L'elaborazione della Corte EDU sulla portata e sui limiti del principio del *ne bis in idem* - vincolante per il giudice interno nell'attività di interpretazione della CEDU - appare infatti particolarmente decisiva laddove tratteggia i caratteri dei due elementi cardine che sorreggono la richiamata garanzia, ovvero la nozione di “accusa penale” e il concetto di “medesimo fatto”.

Preliminarmente all'esame delle richiamate nozioni, occorre evidenziare che l'attività ermeneutica svolta dalla Corte Europea, sia in tema di *ne bis in idem* che

¹⁷⁸ Traduzione italiana tratta dal sito ufficiale della CEDU www.echr.coe.int. Si riporta di seguito il testo della disposizione nelle lingue ufficiali.

Article 4 – *Right not to be tried or punished twice*

1. *No one shall be liable to be tried or punished again in criminal proceedings under the jurisdiction of the same State for an offence for which he has already been finally acquitted or convicted in accordance with the law and penal procedure of that State.* 2. *The provisions of the preceding paragraph shall not prevent the reopening of the case in accordance with the law and penal procedure of the State concerned, if there is evidence of new or newly discovered facts, or if there has been a fundamental defect in the previous proceedings, which could affect the outcome of the case.* 3. *No derogation from this article shall be made under Article 15 of the Convention.*

Article 4 – *Droit à ne pas être jugé ou puni deux fois*

1. *Nul ne peut être poursuivi ou puni pénalement par les juridictions du même Etat en raison d'une infraction pour laquelle il a déjà été acquitté ou condamné par un jugement définitif conformément à la loi et à la procédure pénale de cet Etat.* 2. *Les dispositions du paragraphe précédent n'empêchent pas la réouverture du procès, conformément à la loi et à la procédure pénale de l'Etat concerné, si des faits nouveaux ou nouvellement révélés ou un vice fondamental dans la procédure précédente sont de nature à affecter le jugement intervenu.* 3. *Aucune dérogation n'est autorisée au présent article au titre de l'article 15 de la Convention.*

più in generale con riferimento a tutti i principi sanciti dalla CEDU, si impronta sul principio di effettività delle garanzie fondamentali.

La Convenzione, infatti, avendo quale obiettivo principale la protezione concreta e reale delle prerogative dei singoli individui, rifiuta procedure interpretative dell'estensione dei diritti fondamentali basate sulle classificazioni sistematiche operate dai singoli ordinamenti nazionali, mirando ad impedire che formalismi ed etichette di sorta possano compromettere l'effettiva tutela dei diritti dell'uomo.

Il principio di effettività, impone quindi, ad avviso della Corte di Strasburgo, l'adozione di un approccio dinamico ed evolutivo, che non sia di ostacolo a riforme o miglioramenti (Scoppola c. Italia n. 2, sentenza del 17 settembre 2009)¹⁷⁹.

Questa circostanza trova poi conferma nel fatto che la Convenzione sia stata predisposta al fine di istituire un sistema superiore di protezione effettiva, per il tramite di garanzie sovranazionali di carattere giurisdizionale, che dunque prescindono dalle classificazioni interne delle procedure e delle relative disposizioni sanzionatorie.

Per quanto attiene alla nozione di "reato" di cui all'art. 4 Protocollo 7 CEDU - nelle due lingue ufficiali, "infraction" e "offence" - la Corte di Strasburgo ha chiarito come tale termine vada interpretato alla luce dei principi generali in materia di "accusa penale" ("accusation en matière pénale" ovvero "criminal charge") di cui all'art. 6 della Convenzione (Zolotoukhine c. Russia, sentenza del 10 febbraio 2009; Haarvig c. Norvegia, sentenza dell' 11 dicembre 2007).

A tal fine, per individuare gli elementi qualificanti il concetto di "accusa penale" rilevante ai fini dell'applicazione del *ne bis in idem* sancito dalla CEDU, occorre fare riferimento alla celebre pronuncia sul *caso Engel*¹⁸⁰.

Attraverso tale decisione, la Corte ha cristallizzato tre criteri per identificare un procedimento e la relativa sanzione come "accusa penale": la qualificazione formale

¹⁷⁹ SCOPPOLA, §104 : "Il est d'une importance cruciale que la Convention soit interprétée et appliquée d'une manière qui en rende les garanties concrètes et effectives, et non pas théoriques et illusoirs. Si la Cour n'adoptait pas une approche dynamique et évolutive, pareille attitude risquerait de faire obstacle à toute forme ou amélioration".

¹⁸⁰ Engel e altri c. Paesi Bassi, sentenza 8 giugno 1976.

o sostanziale dell'illecito operata dal diritto interno, la natura dell'infrazione contestata e la severità della pena prevista dall'ordinamento.

Il primo criterio è stato citato dalla Corte di Strasburgo solo come punto di avvio del procedimento ermeneutico che porta alla effettiva e sostanziale qualificazione di un illecito come penale. I parametri cui è conferita maggiore importanza, sono invece quelli inerenti la natura dell'infrazione e la severità della pena.

Inoltre, essi sono meramente alternativi, potendosi peraltro procedere ad un approccio cumulativo degli stessi, *“quando un'analisi separata di ogni criterio non consente di giungere ad una conclusione circa l'esistenza di un'accusa penale”* (Tomasovic c. Croazia, sentenza 18 ottobre 2011, § 20; Maresti c. Croazia, sentenza 25 giugno 2009, §56; Zolotoukhine, cit., § 53)¹⁸¹.

In relazione alla natura dell'infrazione, i Giudici di Strasburgo hanno ritenuto che il carattere penale della stessa possa essere determinato sulla base di differenti elementi, tra i quali spiccano la funzione repressiva/dissuasiva della norma e la classificazione di procedimenti analoghi negli altri paesi membri del Consiglio d'Europa (Ozturk c. Germania, 21 febbraio 1984)¹⁸².

Costituiscono inoltre elementi rilevanti, l'accertamento della provenienza dell'azione, che se posta in essere da una pubblica autorità in virtù di poteri legalmente riconosciuti è sintomatica di una natura penale della sanzione, così come lo è la dipendenza della condanna dalla constatazione di profili di responsabilità (Benham c. Regno Unito, 10 giugno 1996, §56).

¹⁸¹ Zolotoukhine, § 53: *“Selon la jurisprudence constante de la Cour, l'existence ou non d'une accusation en matière pénale doit s'apprécier sur la base de trois critères, que l'on désigne couramment sous le nom de « critères Engel ». Le premier est la qualification juridique de l'infraction en droit interne, le second la nature même de l'infraction et le troisième le degré de sévérité de la sanction que risque de subir l'intéressé. Les deuxième et troisième critères sont alternatifs et pas pas nécessairement cumulatifs. Cela n'empêche pas l'adoption d'une approche cumulative 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”*.

¹⁸² Ozturk, §53: *“Le caractère général de la norme et le but, à la fois préventif et répressif, de la sanction suffisent à établir, au regard de l'article 6 (art. 6) de la Convention, la nature pénale de l'infraction litigieuse”*.

Il criterio della severità della pena consente invece di qualificare l'accusa come di matrice penale assumendo come parametro il massimo edittale previsto per l'illecito (Campbell e Fell c. Regno Unito, 28 giugno 1984, §72).

In talune pronunce, la stessa Corte EDU ha espressamente affermato che alcuni procedimenti amministrativi e le correlate sanzioni possono rientrare nella nozione convenzionale di "materia penale" (Schmautzer vs. Austria, 23 ottobre 1995; Malige c. Francia, 23 settembre 1998).

Neppure la consistenza meramente patrimoniale della pena irrogata all'esito del procedimento può essere utilizzata per escludere la natura penale del medesimo. Ciò che rileva per conferire natura penale anche ai procedimenti che prevedono sole pene pecuniarie, è la finalizzazione sanzionatoria e dissuasiva di queste ultime piuttosto che restitutoria, oltre che l'afflittività delle stesse (Bendenoun c. Francia, 24 febbraio 1994, §47).

Approfondendo il tema del criterio della sanzione, dall'esame del diritto vivente della Corte EDU appare chiaro che neppure la consistenza meramente patrimoniale della pena irrogata all'esito del procedimento può essere utilizzata per escludere la natura penale del medesimo.

Sono stati infatti qualificati come penali dalla Corte anche semplici procedimenti sulle maggiorazioni di imposta, in cui i provvedimenti finali - di carattere meramente patrimoniale - non erano però qualificabili come forme di riparazione del danno causato, ma veri e propri provvedimenti punitivi miranti a sanzionare e dissuadere dalla reiterazione del reato (Tomasovic c. Croatia, cit.; Jussola c. Finlandia 2001, §30-31; Ezeh and Connors c. Regno Unito 1998, § 82-86)¹⁸³.

Ciò che rileva per conferire natura penale anche ai procedimenti che prevedono sole pene pecuniarie, è dunque, secondo la Corte di Strasburgo, la finalizzazione

¹⁸³ TOMASOVIC, §22: "*The corresponding provision of the Act was directed towards all citizens rather than towards a group possessing a special status [and] the primary aims in establishing the offence in question were punishment and deterrence, which are recognized as characteristic features of criminal penalties*".

sanzionatoria e dissuasiva di queste ultime piuttosto che restitutoria, oltre che l'afflittività delle stesse¹⁸⁴.

La seconda nozione giuridica che assume valore dirimente nella determinazione dell'applicabilità (o meno) del principio del *ne bis in idem* ad una determinata situazione processuale, com'è stato precedentemente osservato, è quella di "medesimo fatto".

Sul punto, si rivela ancora una volta decisiva l'attività ermeneutica operata dalla Corte Europea sulle disposizioni della Convenzione.

Particolare valenza in tal senso deve essere attribuita alla pronuncia emessa della Grande Chambre della Corte Europea nel caso *Zolotukhin c. Russia*.

Con tale decisione i Giudici di Strasburgo, richiamati i precedenti orientamenti sul tema della qualificazione di una situazione come "medesimo fatto" rilevante ex art. 4 Protocollo 7 CEDU, hanno ritenuto opportuno procedere ad una loro revisione ed integrazione¹⁸⁵.

La Corte EDU ha infatti osservato che i precedenti approcci di verifica dell'identità del fatto contestato erano portatori di una incertezza giuridica eccessiva, incompatibile con l'esigenza di garantire effettività al principio del *ne bis in idem* a livello di CEDU.

Al fine di armonizzare l'interpretazione di medesima infrazione ai fini dell'art. 4 Protocollo n. 7, sono stati dunque esaminati gli altri strumenti internazionali in cui si consacra il *ne bis in idem* (art. 14 del Patto internazionale dei diritti civili e politici, art. 50 della Carta di Nizza, art. 54 CAAS, Statuto della Corte penale internazionale), facendo leva sulla circostanza che la *Corte di Giustizia CE* e la *Corte interamericana dei diritti dell'uomo* hanno ritenuto di adottare un approccio alla garanzia *de qua*

¹⁸⁴ TOMASOVIC, § 24: "The Court notes that it is a common feature of all criminal-law systems that some criminal offences are liable to fines while others entail deprivation of liberty".

¹⁸⁵ Il primo criterio originariamente utilizzato per qualificare l'identità di due accuse riguardava la nozione di "medesimo comportamento" del ricorrente, indipendentemente dalla qualificazione giuridica ad esso attribuita. Il secondo criterio utilizzato, che assumeva come ipotesi di lavoro che gli illeciti contestati avessero come base lo stesso comportamento, ammetteva che questo potesse essere costitutivo di diverse infrazioni giudicabili in distinti procedimenti, anche da parte di distinte autorità. Il terzo approccio poneva l'accento sull'identità degli elementi essenziali delle due infrazioni (*Franz Fischer vs Austria*, *W.F. vs Austria*, *Sailer vs Austria*).

fondato sull'identità dei fatti materiali piuttosto che della qualificazione giuridica degli stessi, trattandosi di coerente applicazione del principio del *favor rei*, posto che l'autore, una volta giudicato e sanzionato per un determinato comportamento materiale, non ha più da temere ulteriori procedimenti *lato sensu* sanzionatori per i medesimi fatti storici¹⁸⁶.

A tal fine, "l'esame va condotto sui fatti che costituiscono un insieme di circostanze fattuali concrete, riferibili al medesimo contravventore, e indissociabilmente legate fra loro nel tempo e nello spazio"¹⁸⁷.

La Corte di Cassazione non si è dimostrata insensibile all'evoluzione giurisprudenziale poc'anzi descritta, che ha caratterizzato le pronunce della Corte di Strasburgo in tema di valutazione della "medesimezza del fatto", ed ha anzi manifestato il serio sforzo di recepire l'esegesi operata dalla Corte Europea e conferire alla stessa una portata generale.

In particolare, con la sentenza n. 26414/2012, la Sesta Sezione, chiamata a giudicare in ordine alla accoglibilità di una domanda di estradizione presentata dal Governo di uno stato straniero per l'esecuzione di una sentenza di condanna riguardante fatti già oggetto di precedente giudizio penale in Italia, ha preso atto di come la più recente elaborazione della giurisprudenza della Corte Europea abbia privilegiato "il criterio dell'identità dei fatti materiali" ai fini dell'applicazione del *ne bis in idem* e si sia conformata a tale orientamento. Oltre a tale osservazione, la Cassazione ha evidenziato che, nel più generale panorama internazionale, appare ormai predominante l'approccio più favorevole alla questione, vale a dire quello che, nel valutare la nozione di "*idem*", valorizza l'identità dei fatti materiali, imponendo al giudice il confronto non tra le fattispecie giuridiche rispettivamente contestate nei diversi procedimenti ma un giudizio di "piena coincidenza storico naturalistica delle basi fattuali poste a fondamento delle correlative valutazioni giudiziali".

¹⁸⁶ ZOLOTOUKHINE, §82, "*En conséquence, l'article 4 du Protocole n. 7 doit être compris comme interdisant de poursuivre une personne pour une seconde infraction pour autant que celle-ci a pour origine des faits identiques ou des faits qui sont en substance les mêmes*".

¹⁸⁷ ZOLOTOUKHINE, §84: "*La Cour doit donc faire porter son examen sur ces faits qui constituent un ensemble de circonstances factuelles concrètes impliquant le même contrevenant et indissociablement liées entre elles dans le temps et l'espace*".

L'orientamento interno di cui si è appena fatta menzione, seppur all'epoca minoritario, è perfettamente sovrapponibile anche ai principi elaborati dalla Corte di Giustizia dell'Unione Europea, aventi ad oggetto il differente (ma correlato) tema del *ne bis in idem* sancito dall'art. 54 Accordo di Schengen.

L'analisi delle fonti internazionali del *ne bis in idem* poc'anzi effettuata, consente di affermare che le coordinate del principio fornite dai due ordinamenti sovranazionali (CEDU e UE) sono piuttosto differenti.

La coerenza di contenuto delle due fonti giuridiche da cui trae origine l'obbligo di conformazione dello Stato italiano, è stata tuttavia sempre garantita dalla Corte di Giustizia dell'Unione Europea, che nell'applicare i principi CEDU – vincolanti nell'Unione ai sensi dell'art. 6 TUE – e nel coordinarli con le fonti comunitarie, ha sempre tenuto in considerazione gli orientamenti espressi dalla Corte di Strasburgo.

Inoltre, con la nota giurisprudenza *Bosphorus*, la Corte EDU ha affermato solennemente l'obbligo per le istituzioni europee di garantire all'interno dell'Unione una protezione dei diritti fondamentali dell'uomo equivalente a quella assicurata dalla CEDU, sicché la conformità del comportamento di uno Stato Membro al diritto UE in linea di principio non può comportare una violazione dei diritti riconosciuti dalla Convenzione¹⁸⁸.

¹⁸⁸ Corte EDU, sent. 30/6/2005, ricorso n. 45036/98, *Bosphorus vs. Ireland*, par. 155 ss.

3. LE INTERFERENZE DEL *NE BIS IN IDEM* CON LA DISCIPLINA DEGLI ABUSI DI MERCATO: IL CASO *GRANDE STEVENS CONTRO ITALIA*¹⁸⁹

La vicenda nell'ambito del quale si è registrata una significativa interazione tra i problemi riguardanti l'interpretazione del *ne bis in idem* convenzionale e l'applicazione del doppio binario sanzionatorio previsto dal Legislatore nazionale in materia di abusi di mercato, è quella riguardante il caso *Grande Stevens e altri c. Italia*.

E' infatti a partire dalla decisione della Corte EDU sul caso *de quo* che nell'ordinamento interno ha preso avvio un intenso dibattito, tutt'ora aperto, sulla compatibilità generale dei meccanismi punitivi fondati sul c.d. doppio binario sanzionatorio con la garanzia del *ne bis in idem* quale principio immanente di diritto interno e sovranazionale.

3.1. I fatti oggetto di ricorso alla Corte EDU

La vicenda che ha originato la pronuncia della Corte EDU è nota per la rilevanza che ha avuto sul piano del mercato finanziario nazionale. Pare tuttavia opportuno ripercorrerne brevemente i tratti salienti¹⁹⁰.

¹⁸⁹ Corte EDU, sent. 4/3/2014, ricorso n. 18640/10 - Grande Stevens e altri c. Italia. La traduzione in lingua italiana utilizzata ai fini del presente elaborato è quella effettuata dal Ministero dello Giustizia, Direzione generale del contenzioso e dei diritti umani, traduzione effettuata da Rita Pucci, Rita Carnevali, Martina Scantamburlo e Anna Aragona. Revisione a cura di Martina Scantamburlo, in www.giustizia.it

¹⁹⁰ Si riporta qui di seguito, ai fini di una migliore comprensione della vicenda posta alla base della decisione, il riassunto dei fatti contenuti nella sentenza della Corte EDU. «All'origine della causa vi sono cinque ricorsi (nn. 18640/10, 18647/10, 18663/10, 18668/10 e 18698/10) proposti contro la Repubblica italiana con i quali tre cittadini e due società di tale Stato, i sigg. Franzo Grande Stevens, Gianluigi Gabetti e Virgilio Marrone, nonché Exor S.p.a. e Giovanni Agnelli & C. S.a.s. («i ricorrenti»), hanno adito la Corte il 27 marzo 2010 in virtù dell'articolo 34 della Convenzione per la salvaguardia dei diritti dell'uomo e delle libertà fondamentali («la Convenzione»). I ricorrenti sono stati rappresentati dagli Avv. A. e G. Bozzi, dei fori rispettivamente di Milano e Roma. Il sig. Grande Stevens è stato rappresentato anche dall'Avv. N. Irti, del foro di Milano. Il governo italiano («il Governo») è stato rappresentato dalla sua agente, E. Spatafora, e dalla sua co-agente, P. Accardo. I ricorrenti lamentano in particolare che i procedimenti giudiziari di cui hanno formato oggetto non sono stati equi e non hanno avuto luogo davanti ad un «tribunale» indipendente ed imparziale, che è stato leso il loro diritto al rispetto dei loro beni e che sono stati vittime di una violazione del principio *ne bis in idem*. Il 15 gennaio 2013, i ricorsi sono stati dichiarati parzialmente irricevibili e le doglianze

relative all'articolo 6 della Convenzione, nonché agli articoli 1 del Protocollo n. 1 e 4 del Protocollo n. 7 sono state comunicate al Governo. Come consentito dall'articolo 29 § 1 della Convenzione, è stato inoltre deciso che la camera si sarebbe pronunciata contestualmente sulla ricevibilità e sul merito.

All'epoca dei fatti, il sig. Gianluigi Gabetti era il presidente delle due società ricorrenti e il sig. Virgilio Marrone era il procuratore della società Giovanni Agnelli & C. s.a.p.a.

Il 26 luglio 2002, la società anonima FIAT (Fabbrica Italiana Automobili Torino) sottoscrisse un prestito convertendo con otto banche. Il contratto scadeva il 20 settembre 2005 e prevedeva che, in caso di mancato rimborso del prestito da parte della FIAT, le banche avrebbero potuto compensare il loro credito sottoscrivendo un aumento del capitale societario. Così, le banche avrebbero acquisito il 28% del capitale sociale della FIAT, mentre la partecipazione della società anonima IFIL Investments (divenuta poi, il 20 febbraio 2009, Exor s.p.a., come sarà di seguito denominata) sarebbe passata dal 30,06% al 22% circa.

Il sig. Gabetti, desideroso di ottenere una consulenza legale per trovare il modo di permettere alla Exor di rimanere l'azionista di maggioranza della FIAT, si rivolse in quell'ottica ad un avvocato specializzato in diritto societario, l'Avv. Grande Stevens. Secondo quest'ultimo, una delle possibilità era rinegoziare un contratto di equity swap (ossia un contratto che consente di scambiare la performance di un'azione contro un tasso di interesse, senza dovere anticipare denaro) del 26 aprile 2005 riguardante circa 90 milioni di azioni FIAT che la Exor aveva concluso con una banca d'affari inglese, la Merrill Lynch International Ltd, e la cui scadenza era fissata al 26 dicembre 2006. A parere dell'Avv. Grande Stevens, quella era una delle strade per evitare il lancio di un'offerta pubblica di acquisto («OPA») sulle azioni FIAT.

Senza menzionare la Merrill Lynch International Ltd per timore di violare i suoi doveri di riservatezza, il 12 agosto 2005 l'Avv. Grande Stevens chiese alla Commissione nazionale per le società e la Borsa (la «CONSOB», che nel sistema giuridico italiano ha, tra i suoi fini, quello di garantire la tutela degli investitori e l'efficacia, la trasparenza e lo sviluppo dei mercati borsistici), se, nell'ipotesi da lui prospettata, si sarebbe potuto evitare un'OPA. Al tempo stesso, l'Avv. Grande Stevens cominciò ad informarsi presso la Merrill Lynch International Ltd in merito alla possibilità di modificare il contratto di equity swap. Il 23 agosto 2005, la CONSOB chiese alle società Exor e Giovanni Agnelli di diffondere un comunicato stampa che indicasse le iniziative assunte in vista della scadenza del prestito convertendo con le banche, i fatti nuovi riguardanti la società FIAT e i fatti utili a spiegare le fluttuazioni delle azioni FIAT sul mercato. Il sig. Marrone spiega che quel giorno era in ferie aveva informato l'Avv. Grande Stevens della richiesta della CONSOB e gliene aveva trasmesso una copia. Il sig. Marrone sostiene di non avere partecipato alla redazione dei comunicati stampa descritti nei successivi paragrafi 13 e 14. Il sig. Gabetti spiega che il 23 agosto 2005 era ricoverato negli Stati Uniti. Aveva ricevuto una bozza di comunicato stampa e aveva contattato telefonicamente l'Avv. Grande Stevens. Questi gli aveva confermato che, poiché numerosi elementi rimanevano da chiarire, l'ipotesi di una rinegoziazione del contratto di equity swap non poteva considerarsi un'opzione concreta e attuale. In tali circostanze, il sig. Gabetti approvò la bozza di comunicato. Il comunicato stampa emesso in risposta, approvato dall'Avv. Grande Stevens, si limitava a indicare che la Exor non aveva «né avviato né studiato iniziative riguardanti la scadenza del prestito convertendo» e che auspicava «di rimanere l'azionista di riferimento della FIAT». Non fu fatta menzione dell'eventuale rinegoziazione del contratto di equity swap con la Merrill Lynch International Ltd, considerata dai ricorrenti una mera ipotesi futura per mancanza di un fondamento fattuale e giuridico chiaro. La società Giovanni Agnelli confermò il comunicato stampa della Exor. Dal 30 agosto al 15 settembre 2005, l'Avv. Grande Stevens proseguì le trattative con la Merrill Lynch International Ltd per verificare la possibilità di modificare il contratto di equity swap. Il 14 settembre 2005, nel corso di una riunione della famiglia Agnelli, fu deciso che il piano studiato dall'Avv. Grande Stevens dovesse essere sottoposto all'approvazione del consiglio di amministrazione della Exor. Lo stesso giorno, la CONSOB ricevette una copia del contratto di equity swap e fu informata delle trattative in corso al fine di utilizzarlo per consentire alla Exor di acquisire azioni FIAT. Il 15 settembre 2005, in esecuzione di deliberazioni dei rispettivi consigli di amministrazione, la Exor e la Merrill Lynch International Ltd conclusero l'accordo che modificava il contratto di equity swap. Il 17 settembre 2005, rispondendo alla domanda rivolta dall'Avv. Grande Stevens il 12 agosto 2005 (paragrafo 9 supra), la CONSOB comunicò che, nell'ipotesi prospettata, non vi era l'obbligo di lanciare un'OPA.

Il 20 settembre 2005 la FIAT aumentò il suo capitale; le nuove azioni emesse furono acquisite dalle otto banche a compensazione dei loro crediti. Lo stesso giorno, entrò in vigore l'accordo che modificava il contratto di equity swap. Di conseguenza, la Exor conservò la sua partecipazione del 30% nel capitale FIAT.

Il 20 febbraio 2006, la Divisione mercati e consulenza economica – ufficio Insider Trading – di seguito l'«ufficio IT») della CONSOB contestò ai ricorrenti la violazione dell'articolo 187 ter punto 1 del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58. Ai sensi di tale disposizione, intitolata «manipolazione del mercato», «Salve le sanzioni penali quando il fatto costituisce reato, è punito con la sanzione amministrativa pecuniaria da euro 20.000 a euro 5.000.000 chiunque, tramite mezzi di informazione, compreso internet o ogni altro mezzo, diffonde informazioni, voci o notizie false o fuorvianti che forniscano o siano suscettibili di fornire indicazioni false ovvero fuorvianti in merito agli strumenti finanziari.»

Secondo la tesi dell'ufficio IT, l'accordo che modificava l'*equity swap* era stato concluso o era in procinto di esserlo prima della diffusione dei comunicati stampa del 24 agosto 2005, quindi non era normale che questi non ne facessero menzione. I ricorrenti furono invitati a presentare la loro difesa.

L'ufficio IT trasmise poi il fascicolo all'ufficio sanzioni amministrative (di seguito «l'ufficio sanzioni») della CONSOB, corredandolo di una relazione istruttoria datata 13 settembre 2006, che menzionava gli elementi a carico e le argomentazioni degli accusati. Stando a tale relazione, le difese avanzate dai ricorrenti non erano tali da consentire di archiviare il fascicolo.

L'ufficio sanzioni comunicò la relazione ai ricorrenti e li invitò a presentare per iscritto, entro il termine di trenta giorni che scadeva il 23 ottobre 2006, le argomentazioni che ritenevano necessarie per la loro difesa. Nel frattempo, l'ufficio IT continuò a esaminare la causa dei ricorrenti, acquisendo informazioni orali e analizzando i documenti ricevuti il 7 luglio 2006 dalla Merrill Lynch International Ltd. Il 19 ottobre 2006, detto ufficio trasmise all'ufficio sanzioni una «nota complementare» in cui affermava che i nuovi documenti esaminati non consentivano di giungere a conclusioni diverse. Il 26 ottobre 2006, i ricorrenti ricevettero una copia della nota complementare del 19 ottobre 2006 e dei suoi allegati; fu concesso loro un nuovo termine di trenta giorni per presentare eventuali osservazioni. Senza comunicarla ai ricorrenti, l'ufficio sanzioni presentò la sua relazione (datata 19 gennaio 2007 e contenente le sue conclusioni) alla commissione - la CONSOB propriamente detta -, vale a dire all'organo incaricato di adottare l'eventuale provvedimento di applicazione di sanzioni. Questa si componeva, all'epoca dei fatti, di un presidente e di quattro membri, nominati dal Presidente della Repubblica su proposta del Presidente del Consiglio dei ministri. Il loro mandato durava cinque anni ed era rinnovabile una sola volta.

Con provvedimento n. 15760 del 9 febbraio 2007, la CONSOB comminò ai ricorrenti le seguenti sanzioni amministrative pecuniarie: 5.000.000 EUR al sig. Gabetti, 3.000.000 EUR al sig. Grande Stevens, 500.000 EUR al sig. Marrone, 4.500.000 EUR alla società Exor, 3.000.000 EUR alla società Giovanni Agnelli.

Ai sigg. Gabetti, Grande Stevens e Marrone fu applicato il divieto di assumere incarichi di amministrazione, direzione e controllo di società quotate in borsa, rispettivamente per sei, quattro e due mesi.

In particolare, secondo la CONSOB, dal fascicolo emergeva che il 24 agosto 2005, data dei comunicati stampa in questione, il piano volto a conservare una partecipazione del 30% nel capitale della FIAT sulla base di una rinegoziazione del contratto di equity swap sottoscritto con la Merrill Lynch International Ltd era già stato studiato e in corso di esecuzione. Ne conseguiva che i comunicati stampa davano una rappresentazione falsa della situazione dell'epoca. La CONSOB sottolineò anche la posizione occupata dalle persone interessate, la «gravità oggettiva» dell'illecito e l'esistenza del dolo.

I ricorrenti proposero ricorso in opposizione avverso tale sanzione dinanzi alla corte d'appello di Torino. Denunciarono, tra l'altro, che il regolamento della CONSOB era illegale in quanto, contrariamente a quanto richiesto dall'articolo 187 *septies* del decreto legislativo n. 58 del 1998 (paragrafo 57 *infra*), non rispettava il principio del contraddittorio. Il sig. Grande Stevens osservò inoltre che la CONSOB lo aveva accusato e punito per avere preso parte alla pubblicazione del comunicato stampa del 24 agosto 2005 in qualità di amministratore della Exor. Davanti alla CONSOB l'interessato aveva eccepito invano di non possedere tale qualità e di essere semplicemente l'avvocato

e il consulente del gruppo Agnelli. Dinanzi alla corte d'appello il sig. Grande Stevens confermò che, non essendo amministratore, non poteva avere partecipato alla decisione di pubblicare il comunicato stampa in questione. In una memoria del 25 settembre 2007, il sig. Grande Stevens comunicò che, nel caso in cui la Corte d'Appello avesse ritenuto insufficienti o inutilizzabili i documenti acquisiti agli atti, egli chiedeva di convocare ed esaminare i testimoni «sui fatti riferiti nei documenti succitati». Nella memoria egli non indicò chiaramente né i nomi di tali testimoni né le circostanze sulle quali essi avrebbero dovuto testimoniare. In una memoria in pari data, il sig. Marrone citò due testimoni, le cui dichiarazioni avrebbero provato che egli non aveva partecipato alla redazione dei comunicati stampa, e precisò che la Corte d'Appello avrebbe potuto, ove occorresse, procedere alla loro audizione. Con sentenze depositate in cancelleria il 23 gennaio 2008, la corte d'appello di Torino ridusse come segue, per alcuni dei ricorrenti, l'importo delle sanzioni amministrative pecuniarie comminate dalla CONSOB: 600.000 EUR per la società Giovanni Agnelli s.a.p.a.; 1.000.000 EUR per la Exor s.p.a.; 1.200.000 EUR per il sig. Gabetti. Nell'intestazione delle sentenze emesse nei confronti dei sigg. Gabetti e Marrone e della Exor S.p.a. era indicato che la corte d'appello si era riunita in camera di consiglio. La parte «procedura» delle sentenze pronunciate contro il sig. Grande Stevens e Giovanni Agnelli & C. S.a.s. menzionava che era stata disposta la comparizione delle parti in camera di consiglio. La durata del divieto di assumere incarichi di amministrazione, direzione e controllo di società quotate in borsa pronunciato nei confronti del sig. Gabetti fu ridotta da sei a quattro mesi. La Corte d'Appello rigettò tutte le altre doglianze degli interessati. Essa notò tra l'altro che, anche dopo la trasmissione del fascicolo all'ufficio sanzioni, l'ufficio IT conservava il diritto di proseguire la sua attività di indagine, non essendo vincolante il termine di 210 giorni previsto per i provvedimenti della CONSOB. Peraltro, il principio del contraddittorio era rispettato dato che, come nel caso di specie, gli accusati erano stati informati dei nuovi elementi raccolti dall'ufficio IT e avevano avuto la possibilità di presentare le loro repliche. La Corte d'Appello osservò anche che corrispondeva a verità il fatto che la CONSOB avesse da un lato comminato le sanzioni previste dall'articolo 187 *ter* del decreto legislativo n. 58 del 1998 e dall'altro denunciato alla procura la commissione del reato di cui all'articolo 185 punto 1 dello stesso decreto. Ai sensi di tale disposizione, «*Chiunque diffonde notizie false o pone in essere operazioni simulate o altri artifici concretamente idonei a provocare una sensibile alterazione del prezzo di strumenti finanziari, è punito con la reclusione da uno a sei anni e con la multa da euro 20.000 a euro 5.000.000.*»

Secondo la Corte d'Appello, queste due disposizioni avevano ad oggetto la stessa condotta (la «diffusione di informazioni false») e perseguivano lo stesso scopo (evitare manipolazioni del mercato), ma differivano quanto alla situazione di pericolo che si presumeva fosse stata generata da tale condotta: per l'articolo 187 *ter*, era sufficiente di per sé avere fornito indicazioni false o fuorvianti in merito agli strumenti finanziari, mentre l'articolo 185 richiedeva inoltre che tali informazioni fossero state tali da provocare una sensibile alterazione del prezzo degli strumenti in questione. Come indicato dalla Corte Costituzionale nell'ordinanza n. 409 del 12 novembre 1991, al legislatore era consentito di sanzionare un comportamento illecito al tempo stesso con una sanzione amministrativa pecuniaria e con una sanzione penale. Inoltre, l'articolo 14 della direttiva 2003/6/CE (paragrafo 60 *infra*), che invitava gli Stati membri dell'Unione Europea ad applicare sanzioni amministrative nei confronti delle persone responsabili di una manipolazione del mercato, conteneva anch'esso la menzione «*fatto salvo il loro diritto di imporre sanzioni penali*».

Sul merito, la Corte d'Appello osservò che dal fascicolo risultava che, all'epoca in questione, la rinegoziazione dell'*equity swap* era stata analizzata nei minimi dettagli e le conclusioni cui era giunta la CONSOB (vale a dire che il piano esisteva già un mese prima del 24 agosto 2005) erano ragionevoli alla luce dei fatti accertati e della condotta delle persone interessate.

Quanto al sig. Grande Stevens, era vero che egli non era amministratore della Exor s.p.a.. Tuttavia, l'illecito amministrativo punito dall'articolo 187 *ter* del decreto legislativo n. 58 del 1998 poteva essere commesso da «chiunque», quindi in una qualsiasi qualità; ora, di certo il sig. Grande Stevens aveva partecipato al processo decisionale che aveva portato alla pubblicazione del comunicato stampa nella sua qualità di avvocato consultato dalle società ricorrenti.

I ricorrenti proposero ricorso per cassazione. Nel terzo e nel quarto motivo del ricorso, dedussero in particolare una violazione dei principi del giusto processo, sanciti dall'articolo 111 della Costituzione, a causa soprattutto: dell'assenza di contraddittorio nella fase istruttoria dinanzi alla CONSOB; della

mancata trasmissione agli imputati della relazione istruttoria dell'ufficio sanzioni; dell'impossibilità, secondo loro, di depositare memorie e documenti e di essere sentiti personalmente dalla commissione; del fatto che l'ufficio IT aveva proseguito l'inchiesta e trasmesso una nota complementare dopo la scadenza del termine fissato a tale scopo.

Con sentenze del 23 giugno 2009, il cui testo fu depositato in cancelleria il 30 settembre 2009, la Corte di Cassazione rigettò i loro ricorsi. In particolare, essa ritenne che il principio del contraddittorio fosse stato rispettato nel procedimento dinanzi alla CONSOB, rilevando che questa aveva informato gli interessati della condotta loro contestata e tenuto conto delle loro rispettive difese. La mancata audizione dei ricorrenti e la mancata trasmissione agli stessi delle conclusioni dell'ufficio sanzioni non violavano tale principio, in quanto le disposizioni costituzionali in materia di giusto processo e di diritto alla difesa si applicavano soltanto ai procedimenti giudiziari, e non al procedimento per l'applicazione di sanzioni amministrative.

Ai sensi del decreto legislativo n. 58 del 1998, la condotta dei ricorrenti contestata poteva formare oggetto non solo di una sanzione amministrativa comminata dalla CONSOB, ma anche delle sanzioni penali previste dall'articolo 185 punto 1, citato nel precedente paragrafo 33.

Il 7 novembre 2008, i ricorrenti furono rinviati a giudizio dinanzi al Tribunale di Torino. Erano accusati di avere dichiarato, nei comunicati stampa del 24 agosto 2005, che la Exor auspicava di rimanere l'azionista di riferimento della FIAT e non aveva né avviato né studiato iniziative riguardanti la scadenza del prestito convertendo, mentre l'accordo che modificava l'*equity swap* era già stato esaminato e concluso, informazione che sarebbe stata tenuta nascosta al fine di evitare un probabile crollo del prezzo delle azioni FIAT.

La CONSOB si costituì parte civile, com'era sua facoltà fare ai sensi dell'articolo 187 *undecies* del decreto legislativo n. 58 del 1998.

Dopo il 30 settembre 2009, data del deposito in cancelleria della sentenza di rigetto del ricorso per cassazione proposto dai ricorrenti avverso la condanna inflitta dalla CONSOB (paragrafo 38 *supra*), gli interessati chiesero l'abbandono delle azioni penali nei loro confronti in virtù del principio *ne bis in idem*. In particolare, all'udienza del 7 gennaio 2010, essi eccepirono l'incostituzionalità delle disposizioni pertinenti del decreto legislativo n. 58 del 1998 e dell'articolo 649 del codice di procedura penale (il «CPP» - si veda il paragrafo 59 *infra*), per incompatibilità, a loro giudizio, con l'articolo 4 del Protocollo n. 7.

Il pubblico ministero si oppose a tale eccezione, sostenendo che il «doppio processo» (amministrativo e penale) era imposto dall'articolo 14 della direttiva 2003/6/CE del 28 gennaio 2003 (paragrafo 60 *infra*), alla quale il legislatore italiano aveva dato esecuzione introducendo gli articoli 185 e 187 *ter* del decreto legislativo n. 58 del 1998.

Il Tribunale di Torino non si pronunciò immediatamente sulla questione incidentale di costituzionalità sollevata dalla difesa. Ordinò una perizia per determinare le fluttuazioni delle azioni FIAT tra il dicembre 2004 e l'aprile 2005 e per valutare gli effetti dei comunicati stampa del 24 agosto 2005 e delle informazioni diffuse il 15 settembre 2005.

Con sentenza del 21 dicembre 2010, il cui testo fu depositato in cancelleria il 18 marzo 2011, il Tribunale di Torino assolse il sig. Marrone in quanto non aveva contribuito alla pubblicazione dei comunicati stampa, e assolse anche gli altri ricorrenti perché non era stato provato che la loro condotta fosse stata tale da provocare una significativa alterazione del mercato finanziario. Il tribunale osservò che il fatto che i comunicati stampa contenessero informazioni false era già stato sanzionato dall'autorità amministrativa. Secondo il tribunale, la condotta contestata agli interessati mirava, probabilmente, a tenere nascosta alla CONSOB la rinegoziazione del contratto di *equity swap*, e non a fare aumentare il prezzo delle azioni FIAT.

Il tribunale dichiarò manifestamente infondata la questione incidentale di costituzionalità sollevata dai ricorrenti. Osservò che la legge italiana (articolo 9 della legge n. 689 del 1981) vietava un «doppio giudizio», penale e amministrativo, su uno «stesso fatto». Ora, gli articoli 185 e 187 *ter* del decreto legislativo n. 58 del 1998 non punivano lo stesso fatto: solo la disposizione penale (l'articolo 185) richiedeva che la condotta fosse stata tale da provocare una sensibile alterazione del prezzo di strumenti finanziari (si veda Corte di Cassazione, sesta sezione, sentenza del 16 marzo 2006, n. 15199). Inoltre, l'applicazione della disposizione penale presupponeva l'esistenza di un dolo, mentre la disposizione amministrativa si applicava in presenza di un semplice comportamento colpevole.

Nell'anno 2005 le società Giovanni Agnelli sapaz e Ifil Investments s.p.a. (confluita nella Exor s.p.a. a seguito di fusione con IFI s.p.a.) impiegarono un contratto di *equity swap* stipulato con l'istituto bancario inglese Merrill Lynch da una società collegata, per mantenere il controllo della Fiat e contrastare l'effetto diluitivo derivante dall'aumento del capitale che nel settembre del 2005 ha portato all'ingresso, di otto banche nella compagine sociale di Fiat, sulla base di una conversione in azioni dei crediti rispettivamente vantati nei confronti della società, in virtù di quanto previsto dai relativi contratti di finanziamento. Nell'agosto del 2005, in vista dell'aumento di capitale anzidetto, la CONSOB, avendo rilevato un andamento anomalo del titolo Fiat, chiese a IFIL e a Giovanni Agnelli di comunicare al mercato se ci fosse allo studio in quel momento una qualche iniziativa da parte della maggioranza societaria per evitare la prevedibile perdita del controllo di Fiat.

D'altra parte, le azioni penali successive alla pronuncia della sanzione pecuniaria prevista dall'articolo 187 *ter* del decreto legislativo n. 58 del 1998 erano autorizzate dall'articolo 14 della direttiva 2003/6/CE.

Quanto alla giurisprudenza della Corte citata dai ricorrenti (Gradinger c. Austria (23 ottobre 1995, serie A n. 328-C), Sergueï Zolotoukhine c. Russia ([GC], n. 14939/03, CEDU 2009.), Maresti c. Croazia (n. 55759/07, 25 giugno 2009), e Ruotsalainen c. Finlandia (n. 13079/03, 16 giugno 2009)), essa non era pertinente nel caso di specie, in quanto si riferiva a casi in cui uno stesso fatto era punito con sanzioni penali e amministrative e in cui queste ultime avevano carattere punitivo e potevano comprendere restrizioni della libertà ovvero (causa Ruotsalainen) erano di importo superiore alla sanzione penale pecuniaria.

La procura propose ricorso per cassazione, sostenendo che il reato contestato ai ricorrenti era «di pericolo» e non «di danno». Esso poteva quindi essere integrato anche in assenza di danno per gli azionisti.

Il 20 giugno 2012 la Corte di Cassazione accolse in parte il ricorso proposto dalla procura e cassò la decisione di assoluzione delle società Giovanni Agnelli e Exor, nonché dei sigg. Grande Stevens e Gabetti, confermando invece la decisione di assoluzione del sig. Marrone, poiché questi non aveva preso parte alla condotta contestata.

Con sentenza del 28 febbraio 2013, la Corte d'Appello di Torino condannò i sigg. Gabetti e Grande Stevens per il reato previsto all'articolo 185 punto 1 del decreto legislativo n. 58 del 1998, ritenendo che fosse altamente probabile che, senza le false informazioni incluse nel comunicato stampa emesso il 24 agosto 2005, il valore delle azioni FIAT si sarebbe abbassato in misura assai più significativa. Essa assolse invece le società Exor e Giovanni Agnelli, ritenendo che non potessero essere giudicate responsabili di fatti illeciti.

La Corte d'Appello escluse nel modo più assoluto una violazione del principio del *ne bis in idem*, confermando, fondamentalmente, il ragionamento seguito dal Tribunale di Torino.

Stando alle informazioni fornite dal Governo il 7 giugno 2013, i sigg. Gabetti e Grande Stevens hanno proposto ricorso per cassazione avverso tale sentenza, e il procedimento era ancora pendente a tale data. Nei loro ricorsi, questi due ricorrenti hanno invocato la violazione del principio *ne bis in idem* e chiesto di sollevare una questione incidentale di costituzionalità dell'articolo 649 del CPP”.

Il 24/8/2005 le due società, in ottemperanza alla richiesta ricevuta, diffusero un comunicato i cui contenuti, alla luce degli eventi successivi – attivazione del contratto di *equity swap* – sono stati ritenuti non conformi alla richiesta formulata dall’Autorità di Vigilanza.

In tale contesto, la CONSOB contestò alle società e ai suoi manager e consulenti di aver fornito al pubblico informazioni non veritiere sull’oggetto della comunicazione, ponendo in essere l’illecito di cui all’art. 187 *ter* T.U.F. (manipolazione del mercato).

Ne nacque un procedimento sanzionatorio amministrativo conclusosi con la Delibera n. 15760/2007 con cui CONSOB applicò pene pecuniarie estremamente afflittive e la sospensione dei manager coinvolti dalle cariche societarie.

La violazione dell’art. 187 *ter* T.U.F. è stata confermata nel 2008 dalla Corte d’Appello di Torino e nel 2009 dalle Sezioni Unite Civili della Corte di Cassazione.

In relazione ai medesimi fatti e ai medesimi comunicati, nello stesso periodo è stato incardinato un procedimento penale (e un parallelo procedimento *ex d.lgs. 231/2001*) nei confronti dei manager e delle persone giuridiche già sanzionate in via amministrativa, avente ad oggetto il reato di manipolazione del mercato di cui all’art. 185 T.U.F. Dopo un primo giudizio assolutorio ad opera del Tribunale di Torino nel 2010, gli imputati sono stati ritenuti responsabili del reato loro ascritto dalla Corte d’Appello di Torino, che ha invece assolto gli enti coinvolti dagli illeciti contestati ai sensi del d.lgs. 231/2001. Il giudizio si è concluso nel 2013, con la dichiarazione di estinzione del reato da parte della Corte di Cassazione per la maturazione dei termini di prescrizione.

3.2 Il ricorso alla Corte di Strasburgo

Le persone fisiche sanzionate in via amministrativa dalla CONSOB, ritenendo che il procedimento contemplato dal T.U.F. fosse gravemente lesivo dei diritti di difesa degli incolpati e che il passaggio in giudicato della sentenza delle Sezioni Unite Civili avrebbe dovuto certificare l’impossibilità da parte dell’Autorità Giudiziaria italiana, di procedere nei loro confronti per gli stessi fatti nell’ambito di un giudizio

penale per lo speculare reato di cui all'art. 185 T.U.F., hanno presentato ricorso alla Corte EDU, lamentando sia la violazione dell'art. 6 CEDU, relativo alle garanzie del giusto processo (in particolare il diritto al contraddittorio) sia del divieto di doppio giudizio come contemplato dall'art. 4 Protocollo 7 CEDU, come interpretato dalla Corte di Strasburgo.

3.3 La decisione della Corte EDU

Con sentenza del 4/3/2014, la Corte di Strasburgo ha affermato che le sanzioni irrogate all'esito dell'iter sanzionatorio CONSOB hanno natura penale ai fini dell'applicazione, al relativo procedimento, delle garanzie del giusto processo contemplate dall'art. 6 CEDU.

La Corte ha inoltre evidenziato che il procedimento svolto avanti alla CONSOB non garantisce il rispetto del principio d'imparzialità dell'organo giudicante e del diritto al contraddittorio e alla celebrazione del giudizio di appello in pubblica udienza.

In particolare, affermato che in discussione nel caso sottoposto alla CONSOB era "il fondamento di un'accusa penale" e che conseguentemente era applicabile al caso di specie l'art. 6 della CEDU, la Corte di Strasburgo ha sottoposto ad esame l'intero *iter* procedimentale che ha condotto alla irrevocabilità delle sanzioni amministrative, individuando una serie di violazioni dei principi del *fair trial* come delineato dalla richiamata disposizione convenzionale.

Sotto un primo profilo, la Corte ha rilevato che la fase procedimentale svoltasi avanti alla Commissione Nazionale Società e Borsa non era adeguatamente presidiata dalle garanzie dell'equo processo, sia per le carenze di contraddittorio e di eguaglianza nelle armi tra accusa e difesa, sia per la mancanza di un'udienza pubblica¹⁹¹.

¹⁹¹ Per un approfondimento sull'aspetto relativo alle implicazioni della sentenza sul procedimento sanzionatorio amministrativo, cfr. P. MONTALENTI, *Riflessi sull'ordinamento italiano del mercato finanziario*, in E. DESANA, P. MONTALENTI, M. SALVADORI (a cura di), *Ne bis in idem e procedimento sanzionatorio Consob al vaglio della Corte europea dei diritti dell'uomo*, Atti della Tavola Rotonda del 17 aprile 2014, Napoli, 2016, 75 e ss.

Mancanza di udienza pubblica che è stata peraltro riscontrata anche con riferimento alla successiva fase di gravame, giudiziale in senso proprio, celebrata avanti alla Corte d'Appello di Torino.

Oltre a questi vizi procedurali, la Corte EDU ha affermato che la CONSOB non può essere qualificato un giudice terzo e imparziale ai sensi dell'art. 6 CEDU, in ragione della compresenza, in seno allo stesso organo, di competenze istruttorie, accusatorie e giudicanti.

Per quanto attiene invece all'avvenuta reiterazione di giudizio nei confronti dei ricorrenti, per il reato di cui all'art. 185 T.U.F., dopo la condanna definitiva della Corte di Cassazione per lo speculare illecito amministrativo di cui all'art. 187 *ter* T.U.F., i Giudici di Strasburgo hanno stabilito che tale seconda iniziativa giudiziaria costituiva violazione del principio del *ne bis in idem* stabilito dal Protocollo addizionale alla Convenzione¹⁹².

In particolare, la Corte ha evidenziato quanto segue.

“220. La garanzia sancita all'articolo 4 del Protocollo n. 7 entra in gioco quando viene avviato un nuovo procedimento e la precedente decisione di assoluzione o di condanna è già passata in giudicato. In questa fase, gli elementi del fascicolo comprenderanno ovviamente la decisione con la quale si è concluso il primo «procedimento penale» e la lista delle accuse mosse nei confronti del ricorrente nell'ambito del nuovo procedimento. Tali documenti includono ovviamente un'esposizione dei fatti relativi all'illecito per cui il ricorrente è stato già giudicato e una descrizione del secondo illecito di cui è accusato. Tali esposizioni costituiscono un utile punto di partenza, per l'esame da parte della Corte, per poter stabilire se i fatti oggetto dei due procedimenti sono identici o sono in sostanza gli stessi. Non è importante sapere quali parti di queste nuove accuse siano alla fine ammesse o escluse nella procedura successiva, poiché l'articolo 4 del Protocollo n. 7 enuncia una garanzia contro nuove azioni penali o contro il rischio di tali azioni, e non il divieto di una seconda condanna o di una seconda assoluzione (Sergueï Zolotoukhine, sopra citata, § 83). 221. La Corte, pertanto, deve esaminare la causa

¹⁹² Corte EDU, sent. 4/3/2014, ricorso n. 18640/10 - Grande Stevens e altri c. Italia, cit., par. 202 e ss.

dal punto di vista dei fatti descritti nelle suddette esposizioni, che costituiscono un insieme di circostanze fattuali concrete a carico dello stesso contravventore e indissolubilmente legate tra loro nel tempo e nello spazio; l'esistenza di tali circostanze deve essere dimostrata affinché possa essere pronunciata una condanna o esercitata l'azione penale (Sergueï Zolotoukhine, sopra citata, § 84). “222. Applicando tali principi nel caso di specie, la Corte osserva anzitutto che ha appena concluso, dal punto di vista dell'articolo 6 della Convenzione, che era opportuno considerare che il procedimento dinanzi alla CONSOB riguardava una «accusa in materia penale» contro i ricorrenti (paragrafo 101 *supra*) e osserva anche che le condanne inflitte dalla CONSOB e parzialmente ridotte dalla corte d'appello sono passate in giudicato il 23 giugno 2009, quando sono state pronunciate le sentenze della Corte di Cassazione (paragrafo 38 *supra*). A partire da tale momento, i ricorrenti dovevano dunque essere considerati come «già condannati per un reato a seguito di una sentenza definitiva» ai sensi dell'articolo 4 del Protocollo n. 7”.

Tanto premesso, i Giudici di Strasburgo hanno esaminato la questione concernente l'identità dei fatti storici posti alla base dei due procedimenti oggetto del ricorso.

“224. 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 Sergueï 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. 225. Dinanzi alla CONSOB, i ricorrenti erano accusati, sostanzialmente, di non aver menzionato nei comunicati stampa del 24 agosto 2005 il piano di rinegoziazione del contratto di *equity swap* con la Merrill Lynch International Ltd mentre tale progetto già esisteva e si trovava in una fase di realizzazione avanzata (paragrafi 20 e 21 *supra*). Successivamente, essi sono stati condannati per tale fatto dalla CONSOB e dalla Corte d'Appello di Torino (paragrafi

27 e 35 *supra*). 226. Dinanzi ai giudici penali, gli interessati sono stati accusati di avere dichiarato, negli stessi comunicati, che la Exor non aveva né avviato né messo a punto iniziative con riguardo alla scadenza del contratto di finanziamento, mentre l'accordo che modificava l'*equity swap* era già stato esaminato e concluso, informazione che sarebbe stata tenuta nascosta allo scopo di evitare un probabile crollo del prezzo delle azioni FIAT (paragrafo 40 *supra*). 227. Secondo la Corte, si tratta chiaramente di una unica e stessa condotta da parte delle stesse persone alla stessa data. Peraltro la stessa Corte d'Appello di Torino, nelle sentenze del 23 gennaio 2008, ha ammesso che gli articoli 187 *ter* e 185 punto 1 del decreto legislativo n. 58 del 1998 avevano ad oggetto la stessa condotta, ossia la diffusione di false informazioni (paragrafo 34 *supra*). Di conseguenza, la nuova azione penale riguardava un secondo «illecito», basato su fatti identici a quelli che avevano motivato la prima condanna definitiva. 228. Questa constatazione è sufficiente per concludere che vi è stata violazione dell'articolo 4 del Protocollo n. 7”.

Di estremo rilievo appare anche la chiosa che la Corte EDU pone rispetto alle eccezioni sollevate dal Governo Italiano in merito alla ritenuta necessità del doppio binario sanzionatorio in materia di abusi di mercato, in quanto asseritamente imposta dal diritto comunitario e in particolare dalla Direttiva MAD1.

Sul punto i Giudici della CEDU rilevano che “nella misura in cui il Governo afferma che il diritto dell'Unione europea avrebbe apertamente autorizzato il ricorso a una doppia sanzione (amministrativa e penale) nell'ambito della lotta contro le condotte abusive sui mercati finanziari (paragrafo 216 *supra*), la Corte, pur precisando che il suo compito non è interpretare la giurisprudenza della CGUE, osserva che nella sua sentenza del 23 dicembre 2009, resa nella causa Spector Photo Group, sopra citata, la CGUE ha indicato che l'articolo 14 della direttiva 2003/6 non impone agli Stati membri di prevedere sanzioni penali a carico degli autori di abusi di informazioni privilegiate, ma si limita ad enunciare che tali Stati sono tenuti a vigilare affinché siano applicate sanzioni amministrative nei confronti delle persone responsabili di una violazione delle disposizioni adottate in applicazione di tale direttiva. Essa ha anche messo in guardia gli Stati sul fatto che tali sanzioni amministrative potevano,

ai fini dell'applicazione della Convenzione, essere qualificate come sanzioni penali (paragrafo 61 *supra*). Inoltre, nella sentenza *Åklagaren c. Hans Åkerberg Fransson*, sopra citata, in materia di imposta sul valore aggiunto, la CGUE ha precisato che, in virtù del principio *ne bis in idem*, uno Stato può imporre una doppia sanzione (fiscale e penale) per gli stessi fatti solo a condizione che la prima sanzione non sia di natura penale”.

3.4. Le conseguenze della sentenza sulla disciplina sanzionatoria degli abusi di mercato: la natura penale delle sanzioni CONSOB

La sentenza emessa nel *caso Grande Stevens* ha un impatto indubbiamente deflagrante – quantomeno in potenza - sui principi fondanti l'ordinamento penale interno, derivante dal differente approccio (vincolante) della CEDU e della Corte di Strasburgo alla natura penale o amministrativa delle sanzioni contemplate dalle fonti giuridiche statali.

Occorre infatti rammentare che nell'adempiere al proprio compito ermeneutico del testo della Convenzione, la Corte EDU utilizza nozioni giuridiche autonome e svincolate da quelle accolte dai singoli ordinamenti degli Stati contraenti, con l'effetto programmato di “permettere alla propria giurisprudenza di penetrare allo stesso modo nei diversi sistemi nazionali ed evitare che gli stati si sottraggano agli obblighi derivanti dalla Convenzione adottando, nella disciplina legale, l'una o l'altra qualificazione e terminologia”¹⁹³.

Al fine di vagliare (con esito positivo) l'applicabilità dell'art. 6 CEDU e le garanzie del giusto processo al procedimento CONSOB, la Corte ha dovuto esprimersi necessariamente sulla natura delle sanzioni normativamente previste a fronte della violazione dell'art. 187 *ter* T.U.F..

¹⁹³ G. ZAGREBELSKY, *La natura delle sanzioni Consob, le esigenze dell'equo processo e il ne bis in idem nella Convenzione Europea dei diritti umani*, in E. DESANA, P. MONTALENTI, M. SALVADORI (a cura di), *Ne bis in idem e procedimento sanzionatorio Consob al vaglio della Corte europea dei diritti dell'uomo*, Atti della Tavola Rotonda del 17 aprile 2014, Napoli, 2016, 16.

Occorre infatti ricordare che l'art. 6 della Convenzione pone una serie di presidi a tutela dell'individuo allorché egli sia sottoposto a una "accusa penale", di talché la natura dell'*iter* sanzionatorio avviato dall'autorità statale diviene aspetto dirimente per valutare l'applicabilità al caso specifico delle garanzie della Convenzione.

Nonostante la qualificazione operata dal diritto interno in termini di sanzione meramente amministrativa, la Corte EDU ha ritenuto che, ai fini della CEDU e in base alle autonome categorie giuridiche che costituiscono il fondamento della Convenzione, le sanzioni previste dal T.U.F. come conseguenza dell'illecito di cui all'art. 187 *ter* hanno natura penale.

Tale statuizione ha due ordini di conseguenze di enorme rilievo.

La prima è che l'*iter* d'irrogazione delle predette sanzioni deve rispettare i principi del *fair trial* di cui all'art. 6 CEDU.

La seconda – e più importante ai fini del presente contributo – riguarda la necessità di considerare la sanzione come pena ai fini dell'applicazione del divieto di *bis in idem* di cui all'art. 4 Protocollo 7 della CEDU, nella sua duplice accezione, processuale e sanzionatoria.

A tal proposito, i Giudici di Strasburgo hanno fatto richiamo al costante orientamento giurisprudenziale in materia da parte della Corte, che ai fini della identificazione della natura di una certa sanzione privilegia criteri di tipo sostanziale, rispetto ai quali i canoni formali si pongono in termini di subvalenza.

Tali strumenti interpretativi affondano le loro radici nella giurisprudenza della Corte e sono noti come criteri *Engel* poiché affermati per la prima volta in modo razionale e coordinato nella decisione resa in favore dell'omonimo ricorrente.

In particolare, la natura formalmente penale attribuita dall'ordinamento interno a una determinata sanzione viene mantenuta dalla Corte EDU ai fini della valutazione dell'applicabilità delle garanzie convenzionali, ma non viceversa: con tutta evidenza, tale approccio eleva lo standard di garanzie dell'individuo, impedendo il fenomeno inverso di svilimento delle stesse per ragioni di forma.

Viceversa, qualora il sistema punitivo domestico riconosca alla sanzione una natura diversa (e meno garantita) di quella penale, la Corte di Strasburgo – in presenza di convergenti *marker* di tipo sostanziale – può comunque affermarne la natura penale ai fini dell'applicazione della Convenzione.

In particolare, i Giudici convenzionali facendo leva pongono l'accento sul criterio relativo al carattere eminentemente sanzionatorio – anziché meramente risarcitorio – della misura, che può essere desunto da una serie di indicatori quali il *nomen iuris* della disposizione, il grado di afflittività e la carenza di profili restitutori.

Sul tema in oggetto, l'orientamento dei Giudici di Strasburgo appare convergente (pur se non del tutto) con quello espresso dalla Corte di Giustizia sull'art. 50 della Carta di Nizza.

Nella sentenza resa dalla CGUE nel caso Fransson¹⁹⁴, la cui *ratio decidendi* è peraltro ripresa dalla sentenza della Corte EDU, la Corte di Lussemburgo ha infatti affermato – in un caso riguardante la materia tributaria – che il divieto di doppio giudizio e doppia sanzione posto dalla Carta di Nizza non escludono in astratto la possibilità per uno Stato Membro di imporre sanzioni penali e amministrative per le medesime violazioni tributarie, a condizione che la misura amministrativa non possa essere considerata sostanzialmente penale alla luce dei già citati *criteri Engel*.

Come anticipato, l'impatto potenziale del principio espresso dalla Corte EDU sul sistema *lato sensu* punitivo domestico è di enorme portata, perché impone la necessità di trasferire – quantomeno *ratione materiae* – l'approccio sostanzialistico ai principi della CEDU nell'ordinamento interno, fondato sulla forma.

In proposito, basti pensare che la definizione di un fatto come “reato” (piuttosto che illecito amministrativo o illecito civile) viene storicamente ricondotta dalla dottrina al dato formale della qualificazione della relativa sanzione come pena. Ciò dimostra in modo inequivocabile che l'approccio di fondo della distinzione tra illecito penale e illecito amministrativo è di tipo altamente formalistico e in quanto tale confligge con l'ordinamento posto dalla CEDU.

¹⁹⁴ CGUE, Grande Sezione, 26/2/2013, C-617/10, in www.penalecontemporaneo.it, 15/4/2013 con nota di D. VOZZA.

A livello dell'assetto sanzionatorio degli abusi di mercato, lo scenario attuale è quello della convivenza di due disposizioni – art. 185 e art. 187 *ter* T.U.F. – che prevedono due procedimenti e molteplici sanzioni di natura sostanzialmente penale.

Occorre considerare che al momento della ratifica del Protocollo 7 alla CEDU, lo Stato italiano aveva posto una riserva relativa alle disposizioni contenute negli artt. 2, 3 e 4 del Protocollo, limitando l'applicazione di tali articoli alle infrazioni, procedure e decisioni qualificate come penali dalla legge italiana: con ciò tentando di bypassare i criteri sostanzialistici che permeano la CEDU e la sua interpretazione giudiziale.

Nella decisione in commento, tuttavia la Corte di Strasburgo ha dichiarato l'inefficacia della riserva, perché confliggente con il disposto dell'art. 57 della Convenzione, che vieta la formulazione di riserve di carattere generale alle disposizioni della Convenzione¹⁹⁵.

Sebbene la pronuncia della Corte sul caso Grande Stevens sia intervenuta dopo il passaggio in giudicato della sentenza con cui la Corte di Cassazione ha dichiarato l'estinzione del reato ascritto agli imputati per intervenuta prescrizione, essa pone in capo allo Stato contraente una serie di stringenti obblighi, contemplati dall'art. 46 della CEDU. In particolare, la decisione assunta dalla Corte EDU impone allo Stato italiano, sotto la supervisione del Consiglio d'Europa, di procedere alla modifica delle disposizioni di diritto interno incompatibili con i principi enunciati dalla Corte di Strasburgo, attraverso misure di tipo legislativo o interventi giurisprudenziali di carattere generale, idonee a evitare la reiterazione delle medesime violazioni accertate in sentenza¹⁹⁶.

In tal senso, autorevole dottrina ha evidenziato che, ai fini dell'adempimento degli obblighi di conformazione derivanti dalla pronuncia in questione, non è sufficiente considerare le interferenze procedurali che si generano a livello del sistema sanzionatorio nella specifica materia degli abusi di mercato, dovendo invece essere

¹⁹⁵ M. SALVADORI, *La tutela del ne bis in idem tra Corte di Giustizia e Corte Europea dei Diritti dell'Uomo, nuovi problemi di adattamento dell'ordinamento italiano agli obblighi internazionali*, cit., 26 ss.

¹⁹⁶ Cfr. G. ZAGREBELSKY, *La natura delle sanzioni Consob, le esigenze dell'equo processo e il ne bis in idem nella Convenzione Europea dei diritti umani*, cit., 22.

affrontato a viso aperto il problema della duplicazione di procedimenti e sanzioni a livello ordinamentale.

Occorre dunque procedere a una riforma organica che consenta di rispettare il *ne bis in idem* nei rapporti tra illeciti penali e amministrativi – secondo le definizioni di diritto interno - in tutti quei casi in cui il Legislatore ha derogato al principio di specialità posto dall'art. 9 Legge n. 689/1981. Ulteriori profili di potenziale interferenza con la *double jeopardy clause* sono stati individuati nella coesistenza di procedimenti penali e di responsabilità contabile.

Nell'immediatezza della pronuncia della Corte Europea, la dottrina si è interrogata sulle modalità concrete di trasfusione dei principi affermati dalla sentenza Grande Stevens nelle situazioni di *bis in idem* che si possono verificare in applicazione del diritto domestico. I casi che possono verificarsi nella pratica sono di tre tipologie. Il primo attiene alla circostanza in cui un procedimento penale e un procedimento amministrativo per lo stesso fatto siano entrambi conclusi. Il secondo riguarda l'eventualità in cui un giudizio sia definito e l'altro pendente, mentre l'ultimo caso è quello della contemporanea pendenza dei due *iter* sanzionatori.

L'ostacolo ermeneutico principale è stato individuato nella lettera dell'art. 649 c.p.p., che disciplina casi e modalità di applicazione del divieto di doppio giudizio, facendo però esclusivo riferimento ai procedimenti penali, con esclusione di quelli riguardanti sanzioni di tipo amministrativo.

I già descritti meccanismi d'interazione tra i principi della CEDU e la (vincolante) giurisprudenza convenzionale con il diritto interno, come descritti dalla Corte Costituzionale con le sentenze n. 348/2007 e 349/2007, impongono al Giudice di valutare preliminarmente la possibilità di fornire alla disposizione di diritto interno un'interpretazione conforme ai dettami della Convenzione e solo in subordine, qualora il dato letterale sia radicalmente incompatibile con la prevalente norma convenzionale, sollevare questione di legittimità costituzionale per contrasto della disposizione nazionale con l'art. 117 Cost. quale norma interposta.

Al fine di risolvere il problema in via interpretativa e senza ricorrere all'intervento dei Giudici Costituzionali, è stato proposto di usufruire dei principi affermati dalla Corte Costituzionale con le ordinanze n. 318/2001 e 319/2001. A mente dei quali, sulla base di "un'accezione più piena del principio *ne bis in idem*, tale che in esso sia compreso il divieto di sottoporre a procedimento penale una stessa persona più di una volta per il medesimo fatto, debba trovare applicazione l'art. 529 c.p.p., la cui operatività non è limitata ai casi di difetto delle condizioni di procedibilità espressamente enumerate nel Titolo III del Libro V del codice di procedura penale, ma può essere ragionevolmente estesa fino a comprendere tutte le ipotesi in cui per quel medesimo fatto l'azione penale non avrebbe potuto essere coltivata in un separato procedimento perché già iniziata in un altro"¹⁹⁷.

Un'ulteriore opzione di adeguamento dell'ordinamento interno ai principi stabiliti dalla Corte di Strasburgo è l'utilizzo delle intersezioni tra principi sanciti dalla CEDU e l'ordinamento comunitario, nonché tra quest'ultimo e l'ordinamento interno.

Occorre in proposito ricordare che, ai sensi dell'art. 6 TUE, il diritto comunitario deve essere interpretato in modo tale da garantire nella massima estensione i principi fondamentali sanciti dalla CEDU e quelli sanciti dalla Carta di Nizza¹⁹⁸.

In tale contesto, parte della dottrina ha proposto una soluzione dalla portata potenzialmente dirompente, che fa leva sulla "trattatizzazione indiretta" delle norme della CEDU (come interpretate dalla giurisprudenza della Corte di Strasburgo) per il tramite dell'art. 50 della Carta di Nizza.

In virtù della clausola di equivalenza di cui all'art. 52 TUE, il *ne bis in idem* sancito dall'art. 50 della Carta di Nizza deve offrire il medesimo livello di protezione di quello posto dall'art. 4 Protocollo n. 7 CEDU e pertanto essere interpretato in conformità all'esegesi di quest'ultima norma.

¹⁹⁷ Ibidem.

¹⁹⁸ F. VIGANÒ, *Doppio binario sanzionatorio e ne bis in idem: verso una diretta applicazione dell'art. 50 della Carta?*, in www.penalecontemporaneo.it, 30/6/2014.

In virtù dell'effetto diretto delle disposizioni della Carta di Nizza nell'ordinamento dei singoli Stati Membri e dei cogenti obblighi di diretta attuazione del diritto comunitario nell'ordinamento nazionale, il Giudice domestico ha il dovere di disapplicare le disposizioni di diritto interno incompatibili con il diritto dell'Unione.

Di talché, secondo il consolidato orientamento della Corte GUE che afferma la diretta applicabilità negli ordinamenti dei singoli Stati Membri dei diritti sanciti dall'art. 50 della Carta di Nizza, i principi sanciti dalla Corte EDU nel caso Grande Stevens potranno trovare applicazione diretta da parte del Giudice nazionale, senza dover interpellare la Corte Costituzionale¹⁹⁹.

In tale contesto, nel caso di specie il giudice penale si troverebbe abilitato, *omisso medio*, a pronunciare sentenza di proscioglimento per violazione del *ne bis in idem*, disapplicando l'art. 649 c.p.p., in favore delle disposizioni comunitarie che disciplinando tale diritto dell'individuo²⁰⁰.

3.5 Le conseguenze della sentenza sulla disciplina sanzionatoria degli abusi di mercato: la conferma della concezione strettamente empirica di “medesimezza del fatto”

Nella *ratio decidendi* della sentenza sul caso Grande Stevens è possibile individuare una chiara presa di posizione dei Giudici di Strasburgo sul concetto di medesimezza del fatto, propedeutica all'applicazione del divieto di doppio giudizio e doppia sanzione.

Nel caso di specie, l'argomento giuridico utilizzato sia dal giudice nazionale, sia poi dal Governo italiano nel procedimento avanti alla Corte EDU, secondo il quale non vi sarebbe identità strutturale tra l'illecito amministrativo e il delitto di manipolazione del mercato in ragione di differenti modalità descrittive della condotta

¹⁹⁹ CGUE, Grande Sezione, 26/2/2013, C-617/10, Aklagaren c. Hans Akerberg Fransson, par. 45 e 47.

²⁰⁰ Nella giurisprudenza nazionale già si annoverano casi di applicazione diretta dell'art. 50 Carta di Nizza: Tribunale di Milano, Sezione GIP, 2/7/2011, in Cass. pen., 2012, 3889, con nota di C. Amalfitano, Il principio del *ne bis in idem* tra CAAS e Carta dei diritti fondamentali dell'Unione Europea. Un argomento *a contrario* in favore di tale approccio si ricava anche da C. Cost., 11/3/2011, n. 80.

e differenti connotazioni dell'elemento soggettivo, è stato integralmente respinto perché contrario al costante orientamento espresso in materia dalla Corte di Strasburgo.

Il riferimento principale è quello alla sentenza resa dalla Grande Camera nel *caso Zolotoukhine*, che conferma l'approccio convenzionale volto a garantire un elevato standard di tutela dell'individuo nei confronti del potere punitivo statale.

Nonostante il dato lessicale dell'art. 4 Protocollo 7 sia apparentemente favorevole ad un approccio formalistico al concetto di medesimezza del fatto - nella misura in cui i termini inglese "infraciton" e francese "offence" nelle versioni ufficiali del testo convenzionale parrebbero attribuire grande rilievo al profilo della qualificazione giuridica - l'esegesi che la Corte EDU ha dato alla disposizione privilegia la concezione di medesimezza in termini di *idem factum* e non di *idem legale*. Il criterio di valutazione che occorre utilizzare per verificare la sussistenza del presupposto dell'identità del fatto oggetto di giudizio è dunque di tipo empirico e storico, e non invece formale e giuridico.

In altri termini, nell'applicazione del divieto di doppio giudizio ai sensi della CEDU, non assume alcun rilievo la circostanza che gli elementi costitutivi delle fattispecie astratte tipizzate dalle disposizioni sanzionatorie a confronto siano diversi o identici. Ciò che rileva è unicamente l'identità dei fatti storici che hanno dato luogo ai due giudizi.

Al netto delle argomentazioni di senso opposto ricavabili dalle sentenze di legittimità e merito rese nella vicenda Grande Stevens e che hanno reso indispensabile il ricorso alla Corte di Strasburgo, l'approccio sostanzialistico poc'anzi descritto ha fatto ingresso da tempo anche nella giurisprudenza nazionale in tema di *ne bis in idem*.

Sin dal 2005, infatti, le Sezioni Unite della Corte di Cassazione, avevano accolto l'approccio naturalistico *de quo*, affermando in linea di principio il primato del criterio storico-naturalistico (ma in sostanza mettendo a confronto gli elementi

costitutivi dei reati, secondo la classica tripartizione di condotta-evento-nesso di causa, in riferimento alle stesse condizioni di tempo, di luogo e di persona)²⁰¹.

Autorevole dottrina ha rilevato la piena coincidenza degli approcci convenzionale e nazionale sul punto, osservando come in entrambi i casi “quello che rileva è l’identità del fatto; poco importa che lo si qualifichi diversamente sul piano giuridico, riconducendolo a paradigmi punitivi la cui sfera di presione non coincide, o coincide solamente in parte”²⁰².

²⁰¹ Cass. Pen., SS.UU., sent. 28/06/2005 – dep. 28/09/2005, n. 34655, P.G. in proc. Donati ed altro, Rv. 231799.

²⁰² G.M. FLICK – V. NAPOLEONI, *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 E. DESANA, P. MONTALENTI, M. SALVADORI (a cura di), *Ne bis in idem e procedimento sanzionatorio Consob al vaglio della Corte europea dei diritti dell’uomo*, Atti della Tavola Rotonda del 17 aprile 2014, Napoli, 2016, 16.

CAPITOLO 3. LO SCENARIO ATTUALE, TRA INCERTEZZE APPLICATIVE E PROSPETTIVE DI RIFORMA

1. LE PRIME APPLICAZIONI DELLA SENTENZA GRANDE STEVENS NELL'ORDINAMENTO NAZIONALE

La sentenza emessa dalla Corte Europea dei Diritti dell'Uomo nel caso *Grande Stevens e altri vs Italia* ha dato nuova linfa al tema dei rapporti tra diritto sanzionatorio “domestico” e fonti giuridiche sovranazionali, sollecitando la comunità scientifica e la giurisprudenza a prendere posizione sui nuovi temi giuridici derivanti dall'applicazione al diritto interno sia dei principi del giusto processo cristallizzati nella Convenzione Europea dei Diritti dell'Uomo, che di quelli derivanti dall'adesione all'Unione Europea.

Negli ultimi anni si è dunque assistito a una forte proliferazione sia di contributi dottrinari sul tema dell'applicazione al diritto interno del principio del *ne bis in idem* “sostanziale” – con una necessaria rilettura dell'art. 649 c.p.p. – sia di interventi della giurisprudenza di merito, che in applicazione dei principi stabiliti dalla CEDU e dal TFUE, hanno talvolta emesso pronunce di proscioglimento *ex art. 649 c.p.p.* in presenza di precedente provvedimento sanzionatorio di tipo amministrativo per la medesima condotta illecita contestata nel procedimento penale, talaltra hanno chiesto l'intervento “chiarificatore” della Corte Costituzionale o (per quanto attiene all'applicazione del c.d. *ne bis in idem* comunitario) della Corte di Giustizia dell'UE.

Le ricadute della sentenza Grande Stevens, non sono peraltro confinate entro il perimetro della disciplina degli abusi di mercato, ma si espandono nell'intero ordinamento punitivo nazionale, sia penale che amministrativo, con effetti potenzialmente dirompenti anche in altri settori rispetto ai quali il Legislatore nazionale ha contemplato un sistema sanzionatorio connotato da una pluralità di sanzioni e correlati procedimenti.

Come già evidenziato in precedenza, infatti, se l'art. 9 della legge n. 689/1981 sancisce il principio di specialità tra fattispecie penali e amministrative, non mancano all'interno dell'ordinamento ambiti nei quali la legge prevede più o meno espressamente ipotesi di cumulo, cui si accompagna una convivenza di procedimenti di accertamento di diversa natura in ordine al medesimo fatto storico.

E' in queste materie, dunque, che i principi posti dalla sentenza della Corte EDU hanno portato una ventata di novità e di spunti interpretativi: tra di esse spicca per importanza pratica quella degli illeciti tributari²⁰³.

1.1 Le pronunce in materia penal-tributaria

Alla suddetta materia, è stata infatti riconosciuta una sorta di autonomia sistemica rispetto all'ordinamento penale, che ha contribuito alla proliferazione di principi peculiari e alla creazione di un sistema di "convivenza" di sanzioni penali e sanzioni amministrative correlate al medesimo comportamento illecito da parte del contribuente, con la conseguente generazione (e crescita) di un doppio binario sanzionatorio²⁰⁴.

Ed è proprio partendo dall'assunto dell'illegittimità di tale doppio binario che numerosi Giudici hanno rimesso alla Corte Costituzionale la decisione in ordine alla compatibilità dell'attuale formulazione dell'art. 649 c.p.p. con il principio del *ne bis in idem* sostanziale, così come accolto dalla CEDU.

1.1.1. Le ordinanze del Tribunale di Bologna e del Tribunale di Monza

Di particolare interesse risulta essere in proposito l'ordinanza del 21/4/2015 con cui il Tribunale di Bologna ha rimesso gli atti del procedimento – avente ad oggetto la violazione dell'art. 10 ter d.lgs. n. 74/2000 – alla Corte Costituzionale, ritenendo l'illegittimità costituzionale dell'art. 649 c.p.p. (divieto di doppio giudizio) per

²⁰³ *Ibidem*.

²⁰⁴ Si rileva che le più recenti pronunce della Corte EDU in tema di *ne bis in idem* attengono proprio alla materia degli illeciti tributari. Si veda in ultimo C. eur. dir. uomo, Quarta Sezione, sent. 10 febbraio 2015, Kiiveri c. Finlandia.

contrasto con l'art. 117 co. 1 Cost. in riferimento all'art. 4 Prot. 7 CEDU, nella parte in cui lo stesso art. 649 c.p.p. non prevede l'applicabilità della disciplina del divieto di un secondo giudizio al caso in cui all'imputato sia già stata inflitta, per il medesimo fatto nell'ambito di un procedimento amministrativo, una sanzione alla quale debba riconoscersi natura penale ai sensi della giurisprudenza rilevante della Corte EDU²⁰⁵.

Il Tribunale ha dunque ritenuto di sottoporre alla Corte costituzionale, attraverso il grimaldello dell'art. 117 co. 1 Cost., lo scioglimento dell'antinomia tra il diritto nazionale - che non prevede alcun divieto di celebrare un processo penale per fatti già sanzionati in via definitiva nell'ambito di un procedimento formalmente qualificato come amministrativo (ancorché di natura sostanzialmente punitiva, secondo i noti criteri elaborati dalla Corte EDU) - e l'art. 4 Prot. 7 CEDU, che sancisce invece a livello europeo il diritto al *ne bis in idem* in una estensione assai più vasta di quella riconosciuta dalla giurisprudenza nazionale in sede di interpretazione dell'art. 649 c.p.p.

La Corte costituzionale, interpellata dal Tribunale di Bologna nei termini poc'anzi descritti, ha disposto la restituzione degli atti alla luce delle novità introdotte dal d. lgs. 24 settembre 2015, n. 158; in particolare - in ordine agli artt. 10-ter e 13 del d.lgs. n. 74 del 2000 - novità consistenti nell'introduzione di una causa di non punibilità per il caso del pagamento dell'imposta dovuta e delle sanzioni amministrative, sicché *“spetta al Giudice rimettente valutarne le complesse ricadute nel giudizio a quo, specie in termini di rilevanza”*²⁰⁶.

Nel medesimo contesto si inserisce l'ordinanza di rimessione del Tribunale di Monza del 30/6/2016, con cui il Giudice di merito ha sollevato, una nuova questione di legittimità costituzionale dell'art. 649 c.p.p., per contrasto con l'art. 117 Cost. in relazione all'art. 4 Prot. n. 7 CEDU, *“nella parte in cui non prevede l'applicabilità della disciplina del divieto di un secondo giudizio nei confronti dell'imputato al quale, con riguardo agli stessi fatti, sia già stata irrogata in via definitiva,*

²⁰⁵ Trib. Bologna, ord. 21 aprile 2015, giud. Cenni.

²⁰⁶ C. Cost., Ord. n. 112 del 20/5/2016.

nell'ambito di un procedimento amministrativo, una sanzione di carattere sostanzialmente penale ai sensi della Convenzione Europea dei Diritti dell'Uomo e dei relativi Protocolli"²⁰⁷.

1.1.2. Il rinvio pregiudiziale del Tribunale di Bergamo

Diversa opzione operativa è quella selezionata dal Tribunale di Bergamo, che di fronte ad un'ipotesi di reato relativa alla violazione dell'art. 10 *ter* d.lgs. n. 74/2000 e in presenza di un identico - sotto il profilo fattuale - illecito amministrativo (art. 13 co. 1 d.lgs. 471/1997) investe della questione inerente le modalità di corretta applicazione del principio del *ne bis in idem* la Corte di giustizia UE, attraverso lo strumento del rinvio pregiudiziale di interpretazione di cui all'art. 267 TFUE, chiedendo in particolare al supremo organo giurisdizionale dell'Unione "*se la previsione dell'art. 50 CDFUE, interpretato alla luce dell'art. 4 Prot. n. 7 CEDU e della relativa giurisprudenza della Corte europea dei diritti dell'uomo, osti alla possibilità di celebrare un procedimento penale avente ad oggetto un fatto (omesso versamento IVA) per cui il soggetto imputato abbia riportato sanzione amministrativa irrevocabile*"²⁰⁸.

Nel caso di specie, l'imputato è stato tratto a giudizio per il delitto di cui all'art. 10-*ter* d.lgs. 74/2000 (omesso versamento di iva), dopo essere già stato sanzionato in via definitiva con sanzione amministrativa per il medesimo illecito omissivo, ai sensi dell'art. 13 d.lgs. 471/1997.

Ad avviso del Giudice penale, la pendenza del procedimento per il delitto di cui all'art. 10-*ter* d.lgs. 74/2000 può costituire una violazione del *ne bis in idem* sancito dall'art. 50 Carta di Nizza, che – come già evidenziato *supra* - deve essere interpretata in modo da garantire un livello di tutela quantomeno pari a quello assicurato dalla CEDU.

²⁰⁷ Trib. Monza, ord. 30 giugno 2016, Giud. Cavallini, imp. C. S.

²⁰⁸ Trib. Bergamo, ord. 16 settembre 2015, Giud. Bertoja.

Partendo da tali premesse ermeneutiche, il Tribunale di Bergamo afferma che le garanzie offerte dall'art. 50 della Carta di Nizza debbano essere ricostruite alla luce della giurisprudenza della Corte EDU sulla portata dell'art. 4 Prot. 7 CEDU, menzionando espressamente le più recenti pronunce sul tema del *ne bis in idem* (*Nykanen c. Finlandia e Lucky Dev c. Svezia*) che si inseriscono nel solco della sentenza Grande Stevens.

La causa è tutt'ora pendente avanti alla Corte di Lussemburgo (C-524/15), allo stesso modo di identica pregiudiziale sollevata *ex art. 267 CDFUE* dal Tribunale di Santa Maria Capua Vetere (C-217/15).

Occorre in proposito evidenziare che nella causa relativa alla questione interpretativa sollevata dal Giudice di Bergamo, la Grande Sezione della CGUE, con ordinanza 25/1/2017, ha riaperto la già in precedenza chiusa fase orale dinanzi alla Quarta Sezione, che aveva constatato la sopravvenuta "rilevanza delle questioni" che la sentenza della Corte di Strasburgo A e B c. Norvegia del 15/11/2016 (cfr. *infra*) ha sollevato "per quanto concerne l'interpretazione dell'art. 50 della Carta dei diritti fondamentali dell'Unione Europea" e per tale motivo aveva rimesso la questione alla Grande Sezione²⁰⁹.

1.1.3. Il rinvio pregiudiziale del Tribunale di Torino e la decisione della CGUE²¹⁰

Il caso oggetto dell'ordinanza del Tribunale di Torino è quello dell'illecito di omesso versamento delle ritenute d'imposta, sanzionato sia dall'art. 13 d.lgs. n. 471/1997, che prevede l'applicazione di una sovrattassa a titolo di sanzione amministrativa, sia dall'art. 10-*bis* d.lgs. n. 74/2000, che commina invece, per il mancato pagamento del medesimo debito tributario, una pena detentiva (la reclusione da sei mesi a due anni).

²⁰⁹ Ufficio del Massimario Penale, Relazione di orientamento. *Ne bis in idem*: percorsi interpretativi e recenti approdi della giurisprudenza nazionale ed europea, (Rel. 26/17), Roma, 21/3/2017, . 12.

²¹⁰ Trib. Torino, IV sez. pen., 27 ottobre 2014, Giud. Pio, in www.penalecontemporaneo.it, 2014.

Fino ad allora la giurisprudenza aveva decisamente escluso che tale regime punitivo si ponesse in contrasto con il divieto di *bis in idem*.

Discostandosi da tali precedenti, il Giudice torinese ha ritenuto fondato il dubbio di conformità ai recenti arresti della giurisprudenza della Corte europea dei diritti dell'uomo in tema di *ne bis in idem* e ha deciso di operare un rinvio pregiudiziale alla Corte di giustizia dell'Unione europea, ponendo la seguente questione interpretativa: "*se, ai sensi degli artt. 4 Prot. n. 7 CEDU e 50 CDFUE, sia conforme al diritto comunitario la disposizione di cui all'art. 10-bis d.lgs. 74 del 2000 nella parte in cui consente di procedere alla valutazione della responsabilità penale di un soggetto il quale, per lo stesso fatto (omissione versamento delle ritenute), sia già stato destinatario della sanzione amministrativa irrevocabile di cui all'art. 13 d.lgs. 471/97 (con l'applicazione di una sovrattassa)*".

Con decisione del 15 aprile 2015, la Corte di Giustizia ha emesso ordinanza dichiarandosi manifestamente incompetente a pronunciarsi sulla questione pregiudiziale sollevata dal Tribunale di Torino in merito alla compatibilità dell'art. 10 bis d.lgs. 74/2000 – in tema di omesso versamento di ritenute certificate - con il *ne bis in idem* posto dall'art. 50 CDFUE.

La Corte ha infatti evidenziato che i fatti oggetto del procedimento penale avviato nel caso di specie, non concernendo la violazione di obblighi tributari comunitari (come invece accade in materia di IVA), sono iscritti in un contesto normativo che non presenta alcun nesso con l'Unione, sicché i Giudici di Lussemburgo non possono avere alcuna competenza in materia.

E' stato dunque ribadito il principio già chiaramente posto e formalizzato a livello dell'art. 6 TUE, secondo il quale le disposizioni della Carta di Nizza (CDFUE) non estendono in alcun modo le competenze dell'Unione rispetto a quelle previste dai Trattati, con la conseguenza che "*ove una situazione giuridica non rientri nella sfera applicativa del diritto dell'Unione, la corte non è competente in merito e le*

*disposizioni della Carta eventualmente richiamate non possono giustificare, di per sé, tale competenza*²¹¹.

1.1.4. L'applicazione diretta dell'art. 50 Carta di Nizza da parte del Tribunale di Asti e la riforma della Corte di Cassazione

Con sentenza del 10/4/2015, il Tribunale di Asti ha disposto non doversi procedere, ex art. 649 c.p.p., in relazione a un fatto di omesso versamento di IVA (art. 10-ter d.lgs. 74/2000) per il quale erano già state irrogate sanzioni amministrative dall'amministrazione tributaria.

In particolare, il Giudice penale ha evidenziato che il principio di cui alla sentenza Grande Stevens, da inserirsi in un indirizzo interpretativo risalente e consolidato alla stregua del criterio recentemente fornito dalla sentenza della Corte Costituzionale n. 49/2015, impone, ove si ritenga un *bis in idem* a fronte di sanzioni formalmente amministrative ma sostanzialmente penali secondo i c.d. "criteri Engel", di procedere direttamente - anche in considerazione del *dictum* delle Sezioni Unite del 2005 (Donati, cit.), all'applicazione dell'art. 649 c.p.p. come interpretabile alla luce dei suddetti principi, senza la necessità del preventivo coinvolgimento della Corte Costituzionale o della Corte di Giustizia UE.

Con la sentenza n. 25815/2016, la Corte di Cassazione, su ricorso *per saltum* della pubblica accusa, ha annullato con rinvio la decisione del Tribunale di Asti²¹².

Ad avviso dei Giudici di legittimità, infatti, secondo l'insegnamento delle "sentenze gemelle" della Corte costituzionale (n. 348 e 349/2007), in caso di contrasto tra una disposizione della CEDU o dei suoi protocolli e una norma nazionale il giudice comune 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

²¹¹ CGUE, ord. 15/4/2015, par. 28 e ss.; Ufficio del Massimario Penale, Relazione di orientamento. *Ne bis in idem*: percorsi interpretativi e recenti approdi della giurisprudenza nazionale ed europea, cit.

²¹² Cass. pen. sez. III, sent. 21 aprile 2016 (dep. 22 giugno 2016), n. 25815, Pres. Amoresano, Est. Di Stasi, Ric. Proc. Gen. Torino in proc. Scagnetti

della norma interna *ex art. 117 co. 1 Cost.*, assumendo la disposizione convenzionale come parametro interposto della questione, e rimettendo così la questione alla Consulta; risultandogli 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. 80/2011, non è stato modificato dall'entrata in vigore del Trattato di Lisbona, che - se ha attribuito il medesimo rango giuridico dei trattati alla Carta dei diritti fondamentali dell'UE (di seguito: CDFUE) - non ha invece determinato alcuna variazione del rango giuridico della CEDU e dei suoi protocolli nel nostro ordinamento.

Sulla scorta di tali premesse, osserva dunque la Corte che l'art. 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, ancorché 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 sollevare questione di legittimità costituzionale dello stesso art. 649 c.p.p. ai sensi dell'art. 117 co. 1 Cost., assumendo per l'appunto quale parametro interposto l'art. 4 Prot. 7 CEDU, così come interpretato dalla Corte di Strasburgo, "nella parte in cui non prevede l'applicabilità della disciplina del divieto di un secondo giudizio al 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 Convenzione per la salvaguardia dei Diritti dell'Uomo e delle Libertà fondamentali e dei relativi Protocolli".

La Cassazione si astiene, tuttavia, dal formulare essa stessa la questione di legittimità costituzionale.

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'art. 50 della Carta di Nizza, che sancisce anch'esso il diritto al *ne bis in idem* nell'ambito dell'ordinamento eurounitario, e che pure era stato richiamato dal giudice di merito. 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 art.* 267 TUE alla CGUE, relativa per l'appunto all'interpretazione dell'art. 50 CFFUE 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 questione²¹³.

1.1.5. L'applicazione diretta della sentenza Grande Stevens da parte del Tribunale di Terni e del Tribunale di Brindisi

Il Tribunale di Terni, ha affrontato altro caso di presunta violazione del divieto di doppio giudizio, avente ad oggetto ancora il delitto di omesso versamento di IVA di cui all'art. 10 ter d.lgs. n. 74/2000²¹⁴.

Il Giudice di merito, richiamando i principi stabiliti nella sentenza Grande Stevens, ha rilevato come nel caso di specie il soggetto fosse stato già sanzionato in via amministrativa per il medesimo fatto omissivo, con misure qualificabili sostanzialmente penali ai sensi della CEDU.

In tale contesto, il Tribunale ha dichiarato *ex art.* 529 c.p.p. “*di non doversi procedere per ne bis in idem, sentenza Corte Edu, II Sezione, sentenza 04 marzo 2014, Grande Stevens e altri c/ Italia ric. n. 18640/10, ed art. 19 D.Lgs. 10 marzo 2000 n. 74*”, motivando le proprie conclusioni con l'argomento secondo cui non potrebbe essere negata “*un'efficacia diretta delle decisioni CEDU, pena sanzioni allo Stato inadempiente. Il giudice italiano è quindi anche e soprattutto Giudice europeo, deve essere il primo ad applicare e tener conto delle decisioni CEDU. Certamente*

²¹³ 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.

²¹⁴ Trib. Terni, 12 giugno 2015 (dep. 1 settembre 2015), Giud. Socci, imp. Fabretti, in www.penalecontemporaneo.it.

come interpretazione conforme come insegna già la Corte Costituzionale, ma anche in via diretta se fosse necessario. [...] Per tale ragione, e considerata la diretta vigenza dei principi espressi dalla Corte Edu nel nostro ordinamento, si ritiene di non doversi procedere nei confronti dell'imputato"²¹⁵.

Nello stesso solco interpretativo si inserisce una decisione del Tribunale di Brindisi, riguardante un procedimento disciplinare subito da un detenuto ai sensi della legge n. 354/75 per la deliberata rottura di complementi d'arredo, cui è seguito il procedimento penale per danneggiamento aggravato²¹⁶.

Il Tribunale, preso atto dell'intervenuta conclusione del procedimento disciplinare a carico del detenuto e dell'irrogazione delle correlate sanzioni, ha emesso sentenza di non doversi procedere *ex art. 529 c.p.p.* in relazione all'ipotesi di reato di danneggiamento aggravato, in applicazione del divieto di doppio giudizio posto dall'art. 649 c.p.p. In particolare, il Giudice ha ritenuto possibile operate un'interpretazione convenzionalmente conforme dell'art. 649 c.p.p. senza necessità di chiedere l'intervento della Corte Costituzionale.

Non si può non rilevare come tale approccio esegetico, che implica l'applicazione diretta dell'art. 4 Prot. 7 CEDU nell'ordinamento nazionale e la sostanziale disapplicazione dell'art. 649 c.p.p., appaia difficilmente compatibile con l'assetto dei rapporti tra diritto interno e CEDU come tratteggiati dalle ormai note "sentenze gemelle" del 2007 della Corte Costituzionale, e neppure può essere ricondotto alle interazioni tra diritto nazionale e diritto eurounitario, posto che nel caso di specie non è stata richiamata l'operatività dell'art. 50 della Carta di Nizza.

²¹⁵ Ibidem.

²¹⁶ Trib. Brindisi, Sez. pen., sent. 17 ottobre 2014, giudice dott. Giuseppe Biondi, in Dir. pen. e processo, 2015, 438, con nota di M. L. Di Bitonto, Una singolare applicazione dell'art. 649 c.p.p.

1.2 La sentenza n. 49/2015 della Corte Costituzionale sul “diritto vivente europeo” e la posizione della giurisprudenza di legittimità

L’atteggiamento assunto dalla Corte di Cassazione rispetto ai principi espressi dalla Corte EDU nella sentenza Grande Stevens è stato certamente meno “entusiastico” dell’approccio che si è registrato in seno alla giurisprudenza di merito.

Al fine di valutare appieno le ragioni di una tale (quantomeno apparente) diffidenza, pare opportuno dare conto della coeva sentenza n. 49/2015 della Corte Costituzionale, che assume rilevanza decisiva nella misura in cui ha elaborato la nozione di “*diritto vivente europeo*”, di estrema importanza sistematica²¹⁷.

In particolare, ad avviso dei Giudici delle Leggi una singola pronuncia della Corte di Strasburgo non può essere considerata di per sé sola significativa della cogenza di un orientamento consolidato in seno alla Corte EDU rispetto all’interpretazione di una data norma.

Ne consegue che i principi posti da un’isolata sentenza non possono automaticamente assurgere a voce dell’interpretazione convenzionale vincolante secondo il parametro di cui all’art. 117 Cost., dovendo invece essere accertato il consolidamento dell’orientamento esegetico, idoneo ad attribuire ad una certa interpretazione il rango di diritto vivente.

Tanto premesso, al fine di esaurire il quadro delle pronunce che hanno interessato direttamente il problema dell’applicazione nell’ordinamento nazionale del divieto del doppio giudizio posto a livello di fonti sovranazionali, pare opportuno dare conto delle posizioni assunte dalla Corte di Cassazione, seppur in ambiti distinti ed eterogenei rispetto a quello degli abusi di mercato²¹⁸.

La prima pronuncia meritevole di interesse riguarda un’imputazione *ex art. 10 bis* d. lgs. n. 74 del 2000, a fronte della quale il ricorrente aveva eccepito la violazione del

²¹⁷ Corte cost. n. 49 del 2015, in www.penalecontemporaneo.it, n. 2/2015, 325 e ss. con nota di A. Ruggeri, Fissati nuovi paletti alla Consulta a riguardo del rilievo della CEDU in ambito interno.

²¹⁸ E. Mengoni, *Ne bis in idem* in materia tributaria e giurisprudenza sovranazionale: una questione ancora aperta, in www.magistraturaindipendente.it, 30 maggio 2016, par. 4; Ufficio del Massimario Penale, Relazione di orientamento. *Ne bis in idem*: percorsi interpretativi e recenti approdi della giurisprudenza nazionale ed europea, cit., 6 ss.

ne bis in idem poiché già amministrativamente sanzionato ai sensi del d. lgs. n. 471 del 1997²¹⁹.

La Sezione Terza della Cassazione ha *in primis* ribadito il principio di carattere processuale, secondo cui non è deducibile dinanzi al giudice di legittimità la violazione del *ne bis in idem*, essendo precluso alla Corte l'accertamento del fatto, necessario per verificare la sussistenza dei presupposti per invocare la garanzia in esame. Si tratta di un orientamento non isolato, ma al quale si contrappone un difforme indirizzo di legittimità, di cui la sentenza dà conto.

Questioni processuali a parte, la decisione in commento appare interessante in quanto non esclude a priori l'esistenza di un problema sostanziale di compatibilità dei due regimi sanzionatori. Nella motivazione della sentenza si riconosce come “in subjecta materia, il tema sia indubbiamente rilevante, emergendo invero non irrilevanti dubbi di compatibilità con la normativa Eurounitaria (v. da ultimo, anche C. Eur. Dir. uomo, Quarta Sezione, sentenza 10 febbraio 2015, *Kiiveri c. Finlandia*), che l'illecito amministrativo di cui al citato art. 13 e quello penale possano avere ad oggetto sostanzialmente il medesimo fatto, rendendo ingiustificata la duplicità di sanzioni in caso di ritenute che superino la soglia”.

Più in particolare, e come sopra già ricordato, la sentenza ha evidenziato “non è il tipo legale a guidare il giudizio sul principio del *ne bis in idem* di cui all'art. 4 prot. n. 7 della Convenzione, bensì l'identità materiale e naturalistica del fatto. Poco importa, dunque, che le fattispecie (penal-amministrativa e penale) si differenzino sul piano della tipicità. Ciò che conta, per ritenere violato il divieto, è che l'effetto si risolva nella doppia punizione del medesimo fatto concreto”.

La Corte, però, ha ritenuto di non poter procedere oltre sul tema, ed anzi, ha espresso perplessità – con riferimento alla fattispecie in esame – in ordine all'utilizzo dello strumento della pregiudiziale interpretativa alla Corte di Giustizia.

Infatti, se è vero che il principio del *ne bis in idem* trova riconoscimento anche nel diritto dell'Unione Europea, sulla base della espressa previsione dell'art. 50 della

²¹⁹ Cass. Pen., Sez. III, sent. 11/2/2015 n. 19334, *Andreatta*, Rv. 264810

Carta di Nizza e se è altrettanto vero che, il contenuto della citata disposizione deve essere ricostruito sulla base del corrispondente principio convenzionale, e quindi anche in forza della giurisprudenza della Corte Europea sull'art. 4 Prot. 7 CEDU “può tuttavia convenirsi con chi ragionevolmente dubita che la specifica fattispecie oggetto del giudizio rientri nell'ambito applicativo del diritto dell'Unione e, conseguentemente, che la Corte di Giustizia sia competente a pronunciarsi sul caso (rammentandosi, infatti, che ai sensi dell'art. 51 CDFUE, la Carta può trovare applicazione solo quando gli Stati membri "agiscono nell'ambito di attuazione del diritto dell'Unione": cfr. CGUE, 26 febbraio 2013, C-399/11, Melloni)”.

Ad eccezione, infatti, della particolare normativa in tema di IVA, che rientra nel campo attuativo del diritto UE - come precisato dalla citata sentenza Fransson della Corte di Lussemburgo - la materia erariale, ha infatti una dimensione esclusivamente nazionale, che la sottrae all'applicazione del sistema UE di tutela dei diritti fondamentali. Si da affermare, conclusivamente, il principio di diritto per cui “non è esperibile il rinvio pregiudiziale alla Corte di Giustizia dell'Unione europea per stabilire se sia conforme al diritto "eurounitario" la disposizione di cui all'art. 10-bis del d.lgs. n. 74 del 2000 - nella parte in cui consente di procedere alla valutazione della responsabilità penale di un soggetto che, per lo stesso fatto, sia stato destinatario della sanzione amministrativa irrevocabile di cui all'art. 13 del d. lgs. n. 471 del 1997, deducendosene la natura "sostanzialmente penale" - in quanto la materia erariale, in cui rientra l'illecito amministrativo in oggetto, non ricade, fatta eccezione per la particolare normativa in materia di Iva, nell'ambito applicativo del diritto dell'Unione”²²⁰.

Questa conclusione si pone peraltro in linea con la successiva ordinanza emessa dalla CGUE in data 15/4/2015 sul rinvio pregiudiziale disposto dal Tribunale di Torino (cfr. *supra*).

Con la sentenza n. 20887/2015, la Terza Sezione ha ribadito il proprio orientamento in ordine alla non deducibilità innanzi alla Corte di Cassazione della questione del *bis in idem*. Nell'ambito di tale decisione, tuttavia, emessa in relazione a reati fiscali

²²⁰ Ibidem.

in materia di IVA, i Giudici di legittimità hanno sviluppato anche un ulteriore ragionamento – parzialmente superato dalla riforma penale tributaria attuata con il d.lgs. 158/2015 – a mente del quale non deve esser trascurato che dalle recenti pronunce della Corte EDU e in particolare dalla decisione *Nykanen c. Finlandia*, emerge che “si ha violazione del *ne bis in idem* sostanziale quando i procedimenti (anche se nominalmente non coincidenti) accertino gli stessi fatti, ma siano anche indipendenti tra loro e si sviluppino in successione, ovvero in modo che uno dei due prosegua o inizi quando l'altro è divenuto definitivo”.

Altro arresto di rilievo, sempre della Terza Sezione, è quello che riguarda la soggezione a presunta doppia sanzione dell'omesso versamento dell'INPS delle ritenute previdenziali, che ai sensi della novella attuata con il d.lgs. n. 8/2016 assume rilevanza penale *ex* l. n. 683/1983 al superamento della soglia dei 10.000 euro annui e in virtù del disposto dell'art. 116 comma 8 lett. a) legge n. 388/2000 obbliga l'autore della condotta omissiva a pagare altresì una sanzione civile parametrata all'entità dei contributi non versati²²¹. Nel caso di specie la Corte ha affermato, in conformità al *modus operandi* tracciato dalla Corte EDU in materia di *ne bis in idem*, che “mentre la sanzione prevista dalla l. n. 683 del 1938 mira a tutelare il diritto del lavoratore in danno del quale il datore di lavoro si è appropriato delle somme a lui riservate (tanto che comunemente il delitto previsto dalla legge sopra ricordata viene accostato alla figura dell'appropriazione indebita), la sanzione contemplata nell'art. 116, citato ha effetti ristoratori verso l'INPS e dunque assume caratteri sostanzialmente, e non solo formalmente, civilistici”. E' stata dunque radicalmente esclusa la natura penale della sanzione con particolare riferimento ai parametri di Engel, posto che “non può certo attribuirsi carattere di particolare afflittività alla sanzione civile, tale da farla assimilare ad una sanzione penale, tenuto conto anche dei limiti massimi insuperabili ai quali parametrare la sanzione irrogabile”.

Non sono mancate pronunce sul divieto di doppio giudizio neppure nella materia degli illeciti bancari, ambito nel quale la Seconda Sezione civile della Suprema Corte, con le sentenze (in parte gemelle) n. 3656 e 19219 del 2016, ha infatti

²²¹ Cass. Pen., Sez. III, sent. 14/1/2015, n. 31378, Ghidini, Rv. 264332.

confermato, con ampie argomentazioni e puntuali riferimenti, la natura sostanzialmente amministrativa delle sanzioni comminabili nei confronti degli esponenti aziendali degli enti creditizi italiani, nella loro formulazione previgente alla riforma del citato art. 144-ter, per mano del Decreto Legislativo 12 maggio 2015, n. 7233. In particolare, la Cassazione ha evidenziato la fondamentale differenza fra le sanzioni previste dal previgente articolo 144 TUB (disposizione trasfusa, con notevoli modifiche, nel nuovo articolo 144-ter) e quelle di cui agli articoli 187-bis e 187-ter T.U.F., come analizzati dalla Corte EDU nel caso Grande Stevens. In ragione del dato normativo applicabile *ratione temporis* ai casi esaminati, la Seconda Sezione Civile, ha chiarito che – alla luce dell’ammontare relativamente contenuto della sanzione pecuniaria possibilmente comminabile, “assolutamente non comparabile” con quello oggetto di analisi da parte della Corte EDU nel caso Grande Stevens e altri c. Italia, e considerata l’assenza di sanzioni accessorie evidentemente afflittive, quali la perdita dei requisiti di onorabilità e l’incapacità ad assumere taluni incarichi professionali – le sanzioni di cui al previgente art. 144 TUB non potevano in alcun modo dirsi penali, traendo come conseguenza l’inapplicabilità delle garanzie fondamentali di cui alla CEDU ai procedimenti sanzionatori di competenza della Banca d’Italia²²².

²²² Cass. civ., Sez. II, sent. 24 febbraio 2016, n. 3656, Pres. Bucciante, Rel. Matera, Girotti c. Banca d’Italia e Cass. civ., Sez. II, sent. 28 settembre 2016, n. 19219, Pres. Petitti, Rel. Criscuolo, Piccinelli-Maisto-Manzitti c. Banca d’Italia, in www.penalecontemporaneo.it, 23/2/2017, con nota di F. URBANI, La natura delle sanzioni comminabili nei confronti degli esponenti aziendali ai sensi del testo unico bancario. Riflessioni a margine di due recenti pronunce della Suprema Corte..

2. I DISORIENTAMENTI DELLA CORTE DI CASSAZIONE NELL'AMBITO DEGLI ABUSI DI MERCATO, L'INTERVENTO DELLA CORTE COSTITUZIONALE E IL RINVIO PREGIUDIZIALE ALLA CORTE DI LUSSEMBURGO

Non vi è dubbio che la sentenza della Corte EDU sul caso Grande Stevens abbia generato particolare disorientamento in seno ai giudici domestici, che si sono trovati di fronte alla necessità di dare attuazione a statuizioni vincolanti per l'ordinamento interno, senza però chiare indicazioni in ordine alle modalità con cui il divieto di doppio giudizio posto dalla Corte EDU potesse essere recepito nel rispetto dei complessi rapporti tra diritto interno, diritto convenzionale e diritto comunitario.

Com'è emerso dalla ricognizione della giurisprudenza di merito e di legittimità espressasi sulla cogenza interna del *ne bis in idem* convenzionale dal 2014 in poi, le opzioni sul tavolo del singolo organo giudicante sono sostanzialmente tre.

Secondo un primo orientamento, il divieto di doppio giudizio posto dalla CEDU potrebbe essere recepito adottando una interpretazione convenzionalmente conforme del disposto di cui all'art. 649 c.p.p., ricomprendendo nel concetto di sentenza o decreto penale divenuti irrevocabili anche i procedimenti di condanna qualificati come aventi natura penale in virtù dei criteri dettati dalla Corte di Strasburgo: applicando estensivamente la norma in esame, quindi, il giudice nazionale potrebbe legittimamente pronunciare sentenza di proscioglimento o di non luogo a procedere anche a fronte di giudizi solo formalmente definiti amministrativi.

Altro indirizzo ermeneutico, ritenendo impossibile procedere a una interpretazione conforme dell'art. 649 c.p.p. – impedita dallo spirito e dalla lettera della legge processuale, che, univocamente, deporrebbero per un'applicazione ristretta della norma, limitata alle sole ipotesi già definite "penali" dal nostro legislatore nazionale – ritiene che il giudice penale dovrebbe sollevare questione di legittimità costituzionale dell'art. 649 c.p.p. per violazione dell'art. 117 Cost. (in relazione all'art. 4 Prot. n. 7 CEDU), nella parte in cui non vieta di sottoporre nuovamente a

giudizio l'imputato che ha già subito un procedimento formalmente amministrativo ma sostanzialmente penale.

Il terzo filone, seguito da parte dei giudici di merito, ritiene percorribile la via del diritto comunitario, applicando direttamente l'art. 50 della Carta di Nizza interpretato alla luce del diritto vivente sull'art. 4 Prot. 7 CEDU, in virtù del dettato dell'art. 52 CDFUE – eventualmente preceduto da una pregiudiziale interpretativa *ex art.* 267 CDFUE – e dichiarando conseguentemente di non doversi procedere.

In tale contesto, occorre dare atto dell'atteggiamento della Corte di Cassazione, che nei casi in cui è stata chiamata a pronunciarsi su tale delicata questione, ha assunto determinazioni eterogenee, coinvolgendo sia la Corte Costituzionale, sia la Corte di Lussemburgo.

2.1 La sentenza n. 102/2016 della Corte Costituzionale²²³

La sentenza n. 102/2016 è la prima resa dalla Corte Costituzionale sulla questione relativa alla compatibilità tra la tecnica del doppio binario sanzionatorio e il *ne bis in idem* alla luce della sentenza Grande Stevens²²⁴.

Le questioni cui si riferisce la pronuncia sono quelle prospettate rispettivamente dalla Quinta Sezione penale e dalla Sezione Tributaria della Corte di Cassazione, entrambe aventi ad oggetto la disciplina degli abusi di mercato.

La Suprema Corte ha dichiarato inammissibile la questione formulata in via principale dalla Quinta Sezione, relativa alla ritenuta incompatibilità dell'art. 187-bis co. 1 T.U.F. con l'art. 117 co. 1 Cost., in relazione all'art. 4 prot. 7 CEDU così come interpretato dalla giurisprudenza della Corte EDU, nella parte in cui la disposizione impugnata prevede la riserva “salve le sanzioni penali quando il fatto costituisce reato” anziché “salvo che il fatto costituisca reato”.

²²³ F. VIGANÒ, *Ne bis in idem e doppio binario sanzionatorio in materia di abusi di mercato: dalla sentenza della Consulta, un assist ai giudici comuni*, in www.penalecontemporaneo.it, 16 maggio 2016.

²²⁴ Corte cost., sent. 12 maggio 2016, n. 102, Pres. Grossi, Red. Lattanzi e Cartabia

In particolare, i Giudici di legittimità dovevano pronunciarsi su una sentenza avente ad oggetto il delitto di abuso di informazioni privilegiate di cui all'art. 184 T.U.F., emessa in relazione al medesimo fatto storico per il quale il ricorrente era già stato sanzionato in via definitiva dalla CONSOB per il parallelo illecito amministrativo di cui all'art. 187 *bis* T.U.F..

La Cassazione ha evidenziato che la stessa pendenza di un giudizio penale nel momento in cui era divenuta definitiva la sanzione amministrativa irrogata dalla CONSOB, rappresentava una violazione del principio del *ne bis in idem*, dal momento che - secondo quanto affermato dalla Corte EDU nel caso Grande Stevens - le sanzioni amministrative di interesse, devono invece essere considerate come sostanzialmente penali, sicché la loro irrogazione in via definitiva preclude la possibilità di celebrare o proseguire un ulteriore processo penale avente ad oggetto il medesimo fatto, sia pure diversamente qualificato.

In primo luogo, la Cassazione ha dunque chiesto alla Corte Costituzionale di modificare la clausola di riserva di cui all'art. 187 *bis* T.U.F. in modo tale da raggiungere l'effetto di escludere l'applicabilità delle sanzioni amministrative allorché il fatto costituisse anche un illecito penale ai sensi dell'art. 184 T.U.F..

La Corte Costituzionale ha respinto tale richiesta, inammissibile per difetto del requisito della rilevanza, posto che la richiesta di modifica riguardava una disposizione - l'art. 187 *bis* T.U.F. - già applicata nel procedimento amministrativo e che non aveva più nessun ruolo nel giudizio penale pendente avanti alla Cassazione, concernente il delitto di *insider trading* di cui all'art. 184.

Oltre a dichiarare inammissibile la questione posta sotto tale profilo, i Giudici costituzionali hanno segnalato che un ipotetico accoglimento della questione nei termini posti dalla Cassazione non avrebbe impedito in ogni caso l'ipotizzata violazione della CEDU, posto che - anche nell'ipotesi ove la precedente sanzione CONSOB fosse stata revocata *ex art.* 30 co. 4 l. 87/1953 in conseguenza della pronuncia della Corte costituzionale, come ipotizzato dal giudice *a quo* - il giudizio penale già instaurato si sarebbe comunque dovuto celebrare e concludere, con evidente e palmare violazione dell'art. 4 prot. 7 CEDU.

In via subordinata, la Corte di Cassazione aveva proposto incidente di costituzionalità in relazione all'art. 649 c.p.p. per contrasto con l'art. 117 co. 1 Cost. in relazione all'art. 4 prot. 7 CEDU, nella parte in cui la disposizione impugnata non prevede "l'applicabilità della disciplina del divieto di un secondo giudizio al 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".

La Corte Costituzionale ha ribadito il giudizio di inammissibilità anche con riferimento a tale questione subordinata, in ragione del ritenuto "carattere perplesso della motivazione sulla sua non manifesta infondatezza".

Ed in effetti i Giudici di cassazione che hanno formulato l'ordinanza di rimessione hanno mostrato di considerare la sentenza di incostituzionalità dell'art. 649 c.p.p. come una soluzione di ripiego, probabilmente stridente con i principi di determinatezza e di legalità delle sanzioni penali, con i principi di ragionevolezza e di parità di trattamento e con gli stessi obblighi di principi di effettività, proporzionalità e dissuasività delle sanzioni, imposti dal diritto dell'Unione europea, in violazione, quindi, degli artt. 11 e 117 Cost.

Questo in ragione del fatto che una sentenza additiva della Corte Costituzionale nei termini prospettati con la subordinata dai Giudici di legittimità sortirebbero l'effetto di impedire la celebrazione o la conclusione di un secondo procedimento per il medesimo fatto, senza però determinare alcun ordine di priorità tra sanzione penale e amministrativa: affidando così la determinazione della concreta risposta sanzionatoria alla circostanza aleatoria di quale dei due procedimenti venga definito più celermente. Una soluzione operativa che non fornisce alcun rimedio strutturale al doppio binario procedimentale e sanzionatorio.

La stessa sorte delle questioni testé menzionate è toccata all'incidente di costituzionalità proposto dalla Sezione Tributaria della Cassazione, chiamata ad esprimersi sulla decisione di una Corte d'Appello che aveva confermato le sanzioni irrogate dalla CONSOB ai sensi dell'art. 187 *ter* T.U.F. per l'illecito amministrativo di manipolazione del mercato, in relazione al quale era già intervenuta sentenza di

applicazione della pena *ex art. 444 c.p.p.* nell'ambito del correlato giudizio penale, per la violazione dell'art. 185 T.U.F..

In questo caso, come osservato da autorevole dottrina, il *petitum* della questione era rimasto del tutto oscuro: il che non poteva che condurre la Corte Costituzionale a una dichiarazione d'inammissibilità della questione, supportata anche in questo caso dalla sottolineatura 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 dell'Unione europea, "dubbi che dovevano invece essere superati e risolti per ritenere rilevante e non manifestamente infondata la questione sollevata"²²⁵.

Volendo effettuare alcune riflessioni sui contenuti della decisione della Corte Costituzionale, può ritenersi che il Giudice delle leggi abbia assunto un atteggiamento attendista, probabilmente nell'attesa di verificare gli sviluppi derivanti dal prossimo recepimento della Direttiva MAD2 attraverso l'attuazione della legge delega n. 114/2015 e della giurisprudenza della CGUE, investita – come si vedrà *infra* – del quesito relativo alla compatibilità dell'attuale sistema di doppio binario in materia di illeciti tributari riguardanti l'IVA con il principio del *ne bis in idem* posto dall'art. 50 CDFUE.

In ogni caso, l'inerzia della Corte Costituzionale pone il giudice ordinario di fronte alla necessità di trovare un'altra soluzione alla potenziale violazione della CEDU da parte dello Stato Italiano.

L'unico strumento alternativo all'incidente di costituzionalità è quello che implica di imboccare la via del diritto comunitario, certamente praticabile in materia di abusi di mercato (la cui legislazione, come si è visto, è intimamente connessa con le fonti normative dell'UE), con la conseguente diretta applicazione dell'art. 50 della Carta

²²⁵ F. VIGANÒ, *Ne bis in idem e doppio binario sanzionatorio in materia di abusi di mercato: dalla sentenza della Consulta, un assist ai giudici comuni*, in www.penalecontemporaneo.it, 16 maggio 2016.

di Nizza nella sua interpretazione equipollente all'art. 4 Prot. 7 CEDU, eventualmente interpellando la CGUE attraverso un rinvio pregiudiziale.

Occorre peraltro dare conto dell'esistenza di un orientamento dottrinale secondo cui il giudice ordinario potrebbe procedere alla diretta applicazione all'art. 4 prot. 7 CEDU, trattandosi di convenzione ratificata e resa esecutiva dallo Stato Italiano, che ne ha determinato l'incorporazione nell'ordinamento domestico con il rango di norma primaria. Che le norme della CEDU (e dei suoi protocolli) siano suscettibili di diretta applicazione da parte del giudice comune è, in effetti, acquisizione che la giurisprudenza penale ha compiuto da tempo e che non sarebbe stata intaccata dalle sentenze gemelle 348 e 349 del 2007 della Corte Costituzionale, le quali hanno sì "escluso che le norme della CEDU e dei suoi protocolli possano essere direttamente applicate in luogo di disposizioni contrastanti del diritto nazionale, ma non hanno certo inteso escludere la loro diretta applicazione in tutte le ipotesi in cui esse si inseriscano in spazi giuridicamente 'vuoti', non regolati cioè in modo antinomico da una disposizione di diritto interno. Il che ... è proprio ciò che accade nel caso ora all'esame: nella misura in cui, secondo l'interpretazione fornita dal 'suo' giudice autentico, l'art. 4 prot. 7 CEDU ha un'area applicativa eccedente quella coperta dall'art. 649 c.p.p. - precludendo un secondo giudizio sul medesimo fatto già oggetto di un precedente procedimento sanzionatorio avente natura sostanzialmente penale, ancorché non formalmente qualificato come tale - tale disposizione opera in quell'ambito come l'unica norma applicabile per il giudice penale italiano. Il quale, senza dover disapplicare alcuna norma interna contrastante, e senza dover sollecitare alcun intervento additivo della Corte costituzionale, potrà dunque tranquillamente pervenire - anche in questo caso - a una sentenza di non doversi procedere fondata direttamente sull'art. 4 prot. 7 CEDU, che è norma incorporata nell'ordinamento interno in forza della legge n. 98/1990 poc'anzi citata"²²⁶.

²²⁶ Ibidem.

2.2 I rinvii pregiudiziali alla CGUE

In tale contesto, la Cassazione pare aver recepito il messaggio implicito della Corte Costituzionale e si è dunque determinata a praticare – nelle materie in cui tale percorso è concesso - la strada dell'applicazione del diritto comunitario e in particolare dell'art. 50 della Carta di Nizza (CDFUE), preceduta dalla pregiudiziale richiesta di intervento della CGUE sull'interpretazione della predetta disposizione.

Occorre in particolare dare conto dell'iniziativa della Sezione Tributaria della Corte di Cassazione (ord. n. 20675 del 13/10/2016) in tema di sanzioni amministrative, che ha rimesso alla CGUE, in via pregiudiziale, la questione se l'art. 50 della CDFUE, interpretato alla luce dell'art. 4 del Protocollo n. 7 CEDU, osti alla possibilità di celebrare un procedimento amministrativo avente a oggetto un fatto (condotta illecita di manipolazione del mercato) per il quale il medesimo soggetto abbia riportato condanna penale irrevocabile.

Nello stesso senso devono essere lette le ordinanze di rinvio pregiudiziale della Seconda Sezione civile (n. 23232 e n. 23233 del 15/11/2016) nella peculiare ipotesi pratica in cui il procedimento penale relativo al medesimo fatto si è concluso prima di quello amministrativo, oltretutto con sentenza assolutoria.

La Suprema Corte in questo caso ha chiesto alla CGUE se l'art. 50 della Carta di Nizza può essere interpretato nel senso che, in presenza di un accertamento definitivo dell'insussistenza della condotta che ha integrato l'illecito penale, al giudice interno sia precluso, senza necessità di procedere ad alcun ulteriore apprezzamento, l'avvio o la prosecuzione per gli stessi fatti di un ulteriore procedimento che sia finalizzato all'irrogazione di sanzioni amministrative sostanzialmente penali.

La Cassazione chiede inoltre se, nel valutare l'efficacia, proporzionalità e dissuasività delle sanzioni, ai fini del riscontro della violazione del principio del *ne bis in idem* di cui all'art. 50 della Carta di Nizza, il Giudice interno debba tener conto dei limiti di pena posti dalla direttiva 2014/57/UE.

Entrambe le questioni sollevate dalla Cassazione civile sono tutt'ora pendenti alla Corte di Lussemburgo.

3. LA SENTENZA N. 200/2016 DELLA CORTE COSTITUZIONALE SUL CONCETTO DI *IDEM FACTUM*

Altro tassello fondamentale ai fini della valutazione delle ricadute nazionali dei principi affermati dalla Corte di Strasburgo, è quello che attiene ai criteri di valutazione della medesimezza del fatto: elemento che, come già osservato in precedenza, costituisce un prerequisito ineludibile per invocare l'applicazione della *double jeopardy rule*.

La Corte Costituzionale si è fatta carico di recepire l'orientamento delle corti sovranazionali sul punto, cogliendo l'occasione fornita dall'incidente di costituzionalità promosso dal Tribunale di Torino nel secondo giudizio del filone di procedimenti riguardanti i decessi da esposizione ad amianto correlati all'operatività della società Eternit²²⁷.

La Corte, certificando l'esistenza di un contrasto tra la definizione convenzionale e quella domestica di *ne bis in idem*, ha dichiarato l'illegittimità dell'art. 649 c.p.p. nella parte in cui esclude l'identità del fatto per la sola circostanza che sussista, tra il fatto oggetto di sentenza definitiva e quello di cui al giudizio in corso, un rapporto di concorso formale. I Giudici costituzionali hanno però escluso che *l'idem factum* debba essere valutato alla stregua del solo elemento della condotta, ribadendo l'orientamento in virtù del quale la medesimezza deve essere valutata alla stregua del trinomio condotta - nesso causale – evento, inteso in senso storico naturalistico e non giuridico.

3.1 L'ordinanza del GUP di Torino nell'ambito del processo "Eternit bis"

Con ordinanza del 24/7/2015, il GUP presso il Tribunale di Torino ha sollevato questione di legittimità costituzionale dell'art. 649 c.p.p. per violazione dell'art. 117 Cost. in relazione al disposto dell'art. 4 Protocollo 7 CEDU, nella parte in cui,

²²⁷ Per un'analisi approfondita della decisione della Corte Costituzionale, si veda B. Lavarini, Il "fatto" ai fini del *ne bis in idem* tra legge italiana e Cedu: la Corte Costituzionale alla ricerca di un difficile equilibrio, in *Processo penale e giustizia*, 2017, 1, 60 ss.

secondo l'interpretazione fornita dalla giurisprudenza “*limita l'applicazione del principio del ne bis in idem all'esistenza del medesimo fatto giuridico, nei suoi elementi costitutivi, invece che al medesimo fatto storico, così come delineato dalla Corte europea dei diritti dell'uomo*”²²⁸.

Il processo nell'ambito del quale l'incidente di costituzionalità è stato proposto, vede l'imputato essere sottoposto a giudizio in qualità di responsabile della società Eternit S.p.A., per i decessi di 258 persone, riconducibili alle medesime condotte omissive per le quali il predetto era già stato giudicato con sentenza divenuta irrevocabile e prosciolto per l'intervenuta prescrizione dei delitti di disastro aggravato e omissione dolosa di cautele contro gli infortuni, contestati nell'ambito del primo procedimento²²⁹.

Il punto cruciale della questione, ovvero le condizioni di identità del fatto che legittimano l'invocazione dell'operatività del divieto del doppio giudizio, era proprio la risoluzione dell'antinomia tra l'interpretazione del concetto di *idem factum* accolta dal diritto vivente nazionale e quella derivante dall'attività esegetica della Corte di Strasburgo e dalla Corte di Lussemburgo sulla portata del *ne bis in idem* convenzionale.

La giurisprudenza nazionale, discostandosi in senso restrittivo dalla lettera dell'art. 649 c.p.p. – che fa riferimento al “fatto materiale” – circoscriveva infatti tradizionalmente l'operatività della garanzia ai casi di identità del reato in tutti i suoi elementi costitutivi, individuati nella condotta, nel nesso di causa e nell'evento, quest'ultimo inteso in senso giuridico e non naturalistico²³⁰.

La Corte EDU, dall'altra parte, benché l'art. 4 Protocollo 7 CEDU faccia riferimento espresso al concetto di medesimo reato (cfr. *supra*), interpreta in senso estensivo tale elemento, facendolo coincidere con lo stesso fatto materiale, nella sua dimensione empirica, disinteressandosi totalmente del criterio restrittivo dell'*idem* legale

²²⁸ Trib. Torino, Sezione GUP, ord. 24/7/2015, in G.U., 1 serie spec., 2015, n. 48.

²²⁹ Cass. Pen., Sez. I, sent. 19/11/2014, n. 7941, in www.penalecontemporaneo.it, 24/2/2015, con nota di S. Zirulia, Eternit, il disastro è prescritto. Le motivazioni della Cassazione, *ivi*.

²³⁰ *Ex multis*, Cass. Pen., Sez. III, sent. 18/9/2014, n. 50310, in www.cortedicassazione.it; Cass. Pen., Sez. IV, sent. 16/3/2005, n. 10180, in Leggi d'Italia.

apparentemente posto dalla norma. Esempio paradigmatico di tale impostazione è quello della già ampiamente citata decisione *Zolotukhine c. Russia* del 2009.

In tale contesto, la questione sollevata dal GUP di Torino appariva senz'altro non manifestamente infondata, laddove si riteneva che in presenza delle medesime condotte che erano state poste alla base del primo giudizio, non si potesse invocare la diversità di fatti giuridici – e dunque l'utilizzabilità delle disposizioni in materia di concorso formale di reati – a sostegno della possibilità di procedere nuovamente nei confronti dell'imputato, per contrasto con il divieto di doppio giudizio nella sua accezione convenzionale. D'altra parte, ad avviso del remittente, non era neppure possibile fornire una interpretazione costituzionalmente e convenzionalmente orientata dell'art. 649 c.p.p. per l'insuperabilità dei limiti letterali posti dalla norma, sicché risultava indispensabile attivare la procedura delineata dalle già menzionate sentenze gemelle del 2007.

3.2 I contenuti di rilievo della pronuncia

La *ratio decidendi* su cui si fondano le conclusioni della Corte Costituzionale è piuttosto complessa e pare in parte esulare dal perimetro del quesito posto dal giudice di merito, perseguendo l'obiettivo di fare chiarezza sulla portata della garanzia in discussione e aprire una nuova strada interpretativa in materia²³¹.

Quanto alla concezione empirica del fatto, i Giudici costituzionali osservano 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”.

Questa inferenza logica, a giudizio della Corte, non sarebbe contraddetta da alcuna delle sentenze della Corte EDU, le quali non recherebbero mai l'affermazione

²³¹ P. FERRUA, *La sentenza costituzionale sul caso Eternit. Il ne bis in idem tra diritto vigente e diritto vivente*, in *Cass. Pen.*, 2017, 1, 78 ss.

inequivoca che il fatto vada assunto con esclusivo riferimento all'azione od omissione dell'imputato. L'*idem factum* è, pertanto, un concetto che va svincolato dal riferimento esclusivo alla condotta.

I Giudici costituzionali rafforzano tale assunto sulla base del particolare grado di relatività della tutela del *ne bis in idem* apprestata dalla CEDU, emergente dalle eccezioni al divieto del doppio giudizio poste dall'art. 4 Protocollo 7 CEDU e dall'esigenza, riconosciuta dalla stessa Corte di Strasburgo, di bilanciare la garanzia in commento con gli altri principi fondamentali di cui all'art. 2 e 3 della Convenzione. In particolare, un'accezione troppo ristretta di stesso fatto, coincidente con il solo elemento della condotta, comporterebbe la sostanziale impunità dell'autore anche nelle circostanze "in cui sia aggravata l'offesa nei confronti della stessa persona", oppure "un'unica condotta abbia determinato una pluralità di vittime, lese in beni primari e personalissimi come la vita e l'integrità fisica".

Quanto al criterio ermeneutico invalso sino a quel momento nell'ordinamento e fondato sull'identità giuridica – *idem* legale – del fatto, la Corte ha precisato che esso, inteso come l'insieme dei profili attinenti alla qualificazione giuridica del fatto, ove applicato in tema di divieto di doppio giudizio, non sarebbe costituzionalmente legittimo, perché contrastante con gli artt. 24 e 111 della Costituzione. 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 *idem factum* e *idem* legale, la Corte ha notato che sia la norma convenzionale sia 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 "medesimo", e finiscono entrambe per riferirsi alla triade condotta-evento-nesso causale, nella loro accezione empirica.

La Consulta giunge invece a diversa conclusione rispetto al rapporto tra *ne bis in idem* e disciplina del concorso formale di reati.

L'unico aspetto di contrasto tra la definizione nazionale e quella convenzionale di "medesimo fatto" sarebbe riconducibile a quell'orientamento giurisprudenziale che nel fondare il giudizio di identità sul trinomio condotta – evento – nesso causale, prende in considerazione l'evento non già in senso naturalistico ma in senso giuridico, escludendo la medesimezza del fatto anche in quei casi in cui, nonostante la perfetta coincidenza empirica della successione causale poc'anzi indicata, laddove tra i reati oggetto del primo e del secondo giudizio sia ravvisabile un concorso formale²³².

Secondo il costante orientamento della giurisprudenza interna di legittimità, sarebbe dunque possibile procedere a nuova contestazione in relazione agli stessi fatti storici qualora le fattispecie contestate nel primo e nel secondo giudizio siano caratterizzate da concorso formale ex art. 81 c.p.

Il Giudice delle leggi, peraltro, evidenzia come tale orientamento non possa interferire con il divieto di doppio giudizio, che impone di evitare 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'art. 649 cod. proc. Pen. La garanzia espressa da questa norma, infatti, viene scavalcata per la sola circostanza che il reato già giudicato definitivamente concorre formalmente, ai sensi dell'art. 81 cod. pen., con il reato per il quale si procede".

Sul punto, la Consulta rileva che "per decidere sulla unicità o pluralità dei reati determinati dalla condotta dell'agente ai sensi dell'art. 81 cod. pen., 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,

²³² *Ex multis*, Cass. Pen., Sez. II, sent. 20/11/2014, n. 52645, in www.cortedicassazione.it.

connaturata in modo del tutto legittimo al giudizio penalistico sul concorso formale di reati, e dalla quale dipende la celebrazione di un eventuale *simultaneus processus*, deve reputarsi sbarrata dall'art. 4 del Protocollo n. 7, perché segna l'abbandono dell'*idem factum*, quale unico fattore per stabilire se sia applicabile o no il divieto di *bis in idem*".

Da ciò, la Corte ha tratto la conclusione che non esiste analisi sul concorso formale di reati che prescindendo dall'*idem legale*, il quale è però principio contrario alla Costituzione. Ne consegue "il contrasto denunciato dal rimettente tra l'art. 649 cod. proc. pen., 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'art. 4 del Protocollo n. 7 alla CEDU, che vieta invece di procedere nuovamente quando il fatto storico è il medesimo".

Ad avviso della Corte, tale impostazione, obliterando la dimensione storica ed empirica del fatto, manifesta l'esistenza di un inaccettabile criterio di valutazione polarizzato sull'*idem legale*, che contrasta sia con il dato normativo della CEDU che con i principi costituzionali del giusto processo, ai quali il *ne bis in idem* – nonostante l'assenza di una enunciazione esplicita – è immanente²³³.

²³³ B. LAVARINI, *Il "fatto" ai fini del ne bis in idem tra legge italiana e Cedu: la Corte Costituzionale alla ricerca di un difficile equilibrio*, cit., 64.

4. UN POSSIBILE *REVIREMENT* DELLA CORTE DI STRASBURGO E LE ATTUALI INCERTEZZE APPLICATIVE

Una significativa battuta d'arresto nell'affermazione a livello di ordinamento interno del *ne bis in idem* della CEDU potrebbe però provenire dalla stessa Corte Europea.

4.1 La sentenza della Corte EDU A. e B. c. Norvegia: *revirement* o evoluzione?²³⁴

Nel decidere il caso *A. e B. c. Norvegia*, la Corte EDU ha infatti affermato che non viola l'art. 4 protocollo 7 la normativa norvegese in materia di illeciti tributari, nell'ambito della quale il medesimo episodio di evasione fiscale è sanzionato sia in via amministrativa che penale, potendosi escludere nello specifico caso che l'imposizione di una duplice sanzione costituisca *bis in idem*²³⁵.

Appurato che ai ricorrenti erano state applicate due sanzioni di natura penale, la Corte ha dovuto accertare se fosse stato altresì violato il divieto di un doppio giudizio sui medesimi fatti.

La Grande Camera, senza retrocedere rispetto ai propri precedenti orientamenti giurisprudenziali in merito ai concetti di materia penale e *idem factum*, nel caso di specie introduce un nuovo criterio di valutazione, di tipo procedimentale, imperniato sulla valutazione della connessione sostanziale e temporale sufficientemente stretta tra i due procedimenti.

I Giudici di Strasburgo partono dal presupposto che il principio sancito dall'art. 4, Prot. 7 non impedisce in assoluto di configurare un "doppio binario sanzionatorio" con riferimento agli illeciti fiscali: "[...] *the object of Article 4 of Protocol No. 7 is to prevent the injustice of a person's being prosecuted or punished twice for the*

²³⁴ Per una compiuta analisi della decisione, v. C. FATTA, *Il nuovo volto del ne bis in idem nella giurisprudenza della Grande Camera e la compatibilità con il doppio binario sanzionatorio in materia tributaria*, in *Giurisprudenza Penale Web*, 2017, 1; F. VIGANÒ, *La Grande Camera della Corte di Strasburgo su ne bis in idem e doppio binario sanzionatorio*, in www.penalecontemporaneo.it, 18/11/2016.

²³⁵ CEDU, Grande Camera, 15 novembre 2016, A. e B. contro Norvegia, ricorsi nn. 24130/11 e 29758/11.

same criminalised conduct. It does not, however, outlaw legal systems which take an “integrated” approach to the social wrongdoing in question, and in particular an approach involving parallel stages of legal response to the wrongdoing by different authorities and for different purposes“.

Nondimeno, tale doppio binario deve essere valutato alla luce dei criteri elaborati dalla giurisprudenza della Corte, che costituiscono una guida *“for situating the fair balance to be struck between duly safeguarding the interests of the individual protected by the ne bis in idem principle, on the one hand, and accommodating the particular interest of the community in being able to take a calibrated regulatory approach in the area concerned, on the other”*.

Partendo da tali premesse, la Corte EDU ha ritenuto doveroso procedere a una ricognizione giurisprudenziale, raggruppando i precedenti in materia di divieto di doppio giudizio all'interno di quattro macro categorie.

Nella prima rientrano le decisioni adottate in materia di circolazione stradale, nell'ambito delle quali è stata riconosciuta la legittimità di una pluralità di procedimenti condotti in parallelo da diverse autorità per i medesimi fatti, con differenti conseguenze sanzionatorie sulla base del criterio della *“sufficiente connessione sostanziale e temporale”* (c.d. *Nilsson Test*)²³⁶.

In tali casi, i Giudici di Strasburgo hanno valutato che le sanzioni, seppur di natura sostanzialmente penale, costituivano una conseguenza prevedibile dell'illecito stradale e si atteggiavano come un'unica e combinata risposta sanzionatoria.

Il secondo gruppo di decisioni riguarda la materia tributaria: in tale ambito, la Corte EDU ha ribadito la compatibilità dei giudizi paralleli amministrativo e penale rispetto ai medesimi fatti, ma ha ritenuto non soddisfatto il *test Nilsson*²³⁷.

²³⁶ Come ad esempio nel caso *Boman*, dove il ricorrente era stato contestualmente condannato in sede penale ad un multa di 450 euro e alla sospensione della patente per un periodo di 4 mesi e tre settimane, mentre in sede amministrativa a seguito dell'accertamento della medesima infrazione gli era stata comminata una sanzione che aveva comportato il prolungamento della già decretata sospensione della patente di un altro mese.

²³⁷ Ad esempio, nel caso *Nykanen*, la Corte ha ritenuto violato il principio del *ne bis in idem*, perché i due procedimenti, quello condotto dal giudice penale e quello condotto dall'amministrazione finanziaria, anche se condotti contestualmente, non erano in alcun modo connessi da un punto di vista

I primi due gruppi di sentenze, accomunati dall'utilizzo del criterio della "sufficiente connessione", rivelano che tale collegamento tra i diversi procedimenti deve essere sia di tipo sostanziale che temporale: in assenza di uno di questi due elementi il test non potrà dirsi soddisfatto, con conseguente violazione del divieto di doppio giudizio.

Il terzo gruppo di decisioni riguarda i casi in cui la Corte ha ritenuto che molteplici procedimenti condotti in parallelo violassero la garanzia convenzionale: ciò peraltro non in ragione della mancanza di una sufficiente connessione sostanziale e temporale, quanto piuttosto per la mancanza di un meccanismo di interruzione del secondo procedimento in caso di conclusione del primo con pronuncia definitiva. Tra di essi rientra proprio il caso Grande Stevens, nell'ambito del quale i Giudici convenzionali hanno concluso che vi era stata una duplicazione illegittima dei procedimenti, dal momento che una volta intervenuta la condanna in sede amministrativa, il processo penale per il medesimo fatto non era stato interrotto.

Il quarto tipo di provvedimenti della Corte di Strasburgo in tema di *ne bis in idem* attiene invece alla ritenuta carenza di sufficiente connessione, valutata senza l'impiego esplicito del test di Nilsson.

Si fa riferimento, in particolare, ai casi in cui i ricorrenti, prima assolti in sede penale, avevano successivamente subito una sanzione formalmente amministrativa ma sostanzialmente penale per gli stessi fatti, senza alcuna considerazione per la precedente assoluzione.

Oltre a tale ricostruzione del diritto vivente convenzionale sul principio di cui all'art. 4 Protocollo 7 CEDU, la Corte di Strasburgo si è soffermata sul tema inerente ai poteri decisionali spettanti ai singoli Stati, in materia di repressione degli illeciti che ledono gli interessi nazionali e comunitari. In particolare, i Giudici hanno

sostanziale: non vi era nessuna cooperazione tra le autorità, né alcun raffronto tra gli elementi probatori acquisiti. In aggiunta, al termine dei due procedimenti le autorità competenti potevano comminare le sanzioni nella misura ritenuta equa senza però tener conto di quella adottata nella differente sede. Due sanzioni, dunque, di carattere sostanzialmente penale irrogate al termine di due distinti procedimenti celebrati per il medesimo fatto, in aperta violazione del principio del *ne bis in idem*.

riconosciuto in capo agli Stati membri di un ampio margine di apprezzamento nella scelta sanzionatoria interna.

Ne è derivata l'importante affermazione secondo cui il divieto di un doppio giudizio posto a livello convenzionale non impedisce ai singoli Stati aderenti di predisporre un sistema punitivo multilivello a presidio di un unico fatto lesivo di interessi meritevoli di tutela, né tantomeno preclude in generale la possibilità di instaurare in relazione al medesimo fatto più procedimenti, purché strettamente interconnessi.

Rispetto a tale ultimo passaggio, la Corte sottolinea la necessità che, sul piano procedurale, si eviti una duplicazione nella raccolta e nella valutazione delle prove, e che, sul piano sostanziale, la sanzione imposta dal primo giudice sia presa in debita considerazione dal secondo giudice *“so as to prevent that the individual concerned is in the end made to bear an excessive burden, this latter risk being least likely to be present where there is in place an offsetting mechanism designed to ensure that the overall amount of any penalties imposed is proportionate”*.

In conclusione, nulla impedisce al singolo Stato Membro di adottare un modello in cui i procedimenti che cumulano sanzioni penali ed amministrative convergenti su uno stesso fatto rimangano separati, purché dimostri di aver rispettato le specifiche condizioni poste dalla CEDU (come interpretata dalla Corte): vale a dire che i due procedimenti siano complementari e collegati temporalmente, non solo in termini di obiettivi perseguiti e strumenti adottati per perseguirli, ma anche in relazione alle conseguenze sanzionatorie delle singole procedure, che devono essere proporzionate, e prevedibili agli occhi del destinatario.

“In tale contesto, il criterio della sufficiente connessione sostanziale e temporale potrà allora dirsi integrato soltanto qualora sia possibile constatare: che i procedimenti perseguano obiettivi complementari, non solo in astratto ma anche in concreto, e siano diretti a prevenire o reprimere diversi aspetti della specifica condotta anti-giuridica; che la duplicità dei procedimenti costituisca una conseguenza prevedibile della condotta anti-giuridica; che i diversi procedimenti siano condotti in modo tale che da evitare qualsivoglia duplicazione nella raccolta così come nella valutazione degli elementi probatori, attraverso una adeguata interazione tra le

diverse autorità procedenti; e che, soprattutto, la sanzione irrogata nell'ambito del procedimento che prima è giunto al termine sia presa in considerazione dall'autorità giudiziaria che dovrà comminare la sanzione successiva, di modo da garantire all'individuo di non essere destinatario di una pena esageratamente gravosa. Così chiariti i limiti cui soggiace la piena ammissibilità del c.d. doppio binario sanzionatorio, la Corte ha utilizzato i principi elaborati in seno alla propria giurisprudenza per valutare le doglianze dei ricorrenti²³⁸.

Nel caso sottoposto all'attenzione della Corte, i Giudici convenzionali hanno in prima battuta certificato che la sanzione amministrativa comminata nell'ambito del procedimento tributario, definito con provvedimento inoppugnabile, aveva natura sostanzialmente penale.

Quanto alla medesimezza del fatto oggetto dei due procedimenti, l'applicazione dei canoni elaborati nel *leading case* *Zolothukhin c. Russia* ha condotto ad affermare la sussistenza della condizione dell'*idem factum*.

Il caso di specie non ha tuttavia superato l'ultimo processo di verifica, vale a dire quello attinente alla sufficiente connessione sostanziale e temporale.

La Grande Camera ha infatti ritenuto che il sistema del doppio binario e delle duplice risposta sanzionatoria adottati dalla Norvegia in materia fiscale è legittima, perché i due procedimenti mirano a perseguire obiettivi differenti²³⁹.

L'aspetto dirimente ai fini dell'applicabilità del *ne bis in idem* di cui all'art. 4 Protocollo 7 CEDU era dunque la sussistenza di adeguate garanzie in ordine alla complementarità – in termini di connessione sostanziale e temporale – dei due procedimenti. Sul punto, esaminando tutte le circostanze del caso concreto, i Giudici hanno concluso che il doppio binario sanzionatorio penal-tributario adottato

²³⁸ C. FATTA, *Il nuovo volto del ne bis in idem nella giurisprudenza della Grande Camera e la compatibilità con il doppio binario sanzionatorio in materia tributaria*, cit., 16.

²³⁹ Da un lato, la sanzione amministrativo-tributaria della sovrattassa aveva sia una finalità deterrente nei confronti del contribuente che avesse fornito, anche involontariamente, informazioni parziali o scorrette, sia "compensatoria" rispetto all'impegno profuso dall'amministrazione finanziaria per verificare le dichiarazioni, scoprire e sanzionare le evasioni fiscali, nell'interesse della collettività. Dall'altro, la sanzione penale aveva una finalità schiettamente punitiva nei confronti di una condotta antisociale, con un implicito contenuto di rimprovero legato ad un comportamento del contribuente connotato altresì da un'intenzione fraudolenta.

dall'ordinamento nazionale in questione permettesse ricorrenti di prevedere che la loro condotta avrebbe provocato l'instaurazione due procedimenti distinti e una doppia reazione sanzionatoria: giudizi peraltro avviati e condotti in modo pressoché sincronico e caratterizzati da forti elementi di connessione anche probatoria.

Con la inevitabile conseguenza che la risposta sanzionatoria complessivamente prevista per lo specifico caso oggetto di ricorso non potesse essere effettivamente considerata come una illegittima duplicazione procedimentale e punitiva, anche in considerazione del fatto che le sanzioni complessivamente irrogate non potevano ritenersi manifestamente sproporzionate e ingiuste.

Dalla lettura complessiva della pronuncia della Grande Camera, pare potersi affermare che la Corte di Strasburgo non ha mutato il proprio orientamento consolidato in ordine ai due capisaldi su cui si fonda il principio convenzionale del *ne bis in idem* (medesimezza del fatto e nozione di materia penale), quanto piuttosto ampliato il novero parametri di valutazione, introducendo un "terzo criterio" di natura prettamente processuale, vale a dire quello della "connessione sostanziale e temporale dei procedimenti".

Attraverso tale intervento, di tipo sostanzialmente additivo, la Corte di Strasburgo ha ottenuto il risultato di restringere in concreto l'operatività dell'art. 4 Protocollo 7 CEDU, che di fatto si pone oggi come una garanzia a geometria variabile, la cui applicazione è strettamente ancorata alla valutazione dei meccanismi di interazione dei procedimenti relativi al doppio binario sanzionatorio contemplato dai sistemi punitivi dei singoli stati, i quali non possono essere ritenuti in linea di principio illegittimi.

Com'è stato osservato da fonti autorevoli, l'effetto più immediato della sentenza in esame è che non appare più così manifesta l'antinomia tra lo strumento del doppio binario sanzionatorio impiegato dall'ordinamento italiano e le garanzie convenzionali in tema di divieto di doppio giudizio. A fronte di tale nuovo assetto interpretativo, ruolo dirimente per l'individuazione di un punto di equilibrio spetterà

alla Corte di Lussemburgo, che deve ancora pronunciarsi sulle pregiudiziali interpretative dell'art. 50 CDFUE sollevate dai giudici nazionali²⁴⁰.

Ad ogni buon conto, i Giudici nazionali hanno dimostrato immediatamente l'intenzione di recepire e applicare tale nuovo metodo di valutazione della violazione del *ne bis in idem*.

4.2 L'applicazione dei nuovi criteri nella materia degli abusi di mercato

Gli effetti della sentenza in questione non hanno tardato a manifestarsi sul piano del diritto interno, con una trasposizione del principio della connessione sostanziale e temporale di procedimenti anche nella materia degli abusi di mercato.

Proprio in materia di abusi di mercato, il Tribunale di Milano ha fatto ampio uso dei principi stabiliti nel caso A e B c. Norvegia per respingere la richiesta di proscioglimento presentata dalle difese in relazione all'ipotesi di reato di cui all'art. 185 T.U.F., per essere stati gli imputati già condannati in via amministrativa *ex art.* 187 *ter* T.U.F. in relazione ai medesimi fatti²⁴¹.

Il Collegio della Prima Sezione Penale, richiama in primo luogo il contenuti del nuovo Regolamento MAR1 e della Direttiva MAD2 dai quali si evincerebbe la legittimità della previsione di un doppio binario sanzionatorio in materia di abusi di mercato.

E' stato in particolare sottolineato che "successivamente alla pronuncia Grande Stevens, si è registrato l'importantissimo intervento dell'Unione in materia di market abuse attraverso la sincronica previsione, in data 16 aprile 2014, del Regolamento (UE) 596/2014 (MAR) e della Direttiva 2014/57/UE (MAD II). Il novum dell'impianto normativo è rappresentato dalla tendenza nettissima alla repressione penale degli abusi di mercato da parte del legislatore nazionale, al quale, in ragione della competenza solo indiretta dell'Unione in materia penale, sono demandate le scelte di politica criminale, mentre alla direttiva 2014/57 è demandata

²⁴⁰ Ufficio del Massimario Penale, Relazione di orientamento n. 26 del 21/3/2017. *Ne bis in idem*, percorsi interpretativi e recenti approdi della giurisprudenza nazionale ed europea, cit., 18.

²⁴¹ Trib. Milano, Sez. I, ord. 6/12/2016, in www.penalecontemporaneo.it.

l'individuazione delle sanzioni penali minime da applicare nel caso si verificano condotte di market abuse, mentre con il Regolamento n. 596/2014 il legislatore dell'Unione ridefinisce lo strumentario sanzionatorio di tipo amministrativo”.

Il Tribunale, pur nella consapevolezza del fatto che il legislatore non ha provveduto entro il termine stabilito del 3/7/2016 ad attuare la MAD2, che quindi non è applicabile nell'ordinamento interno, sottolinea tuttavia che in pari data è entrato in vigore il Regolamento MAR “che abroga la Direttiva (CE) n. 6/2003 e le sue misure di esecuzione ("MAD I") e stabilisce in materia di abusi di mercato un quadro normativo uniforme e direttamente applicabile all'interno dell'Unione europea”.

Valorizzando il Considerando n. 72 del MAR e il Considerando n. 8 della MAD2, il Tribunale ha evidenziato che il nuovo quadro normativo da un lato pone la sanzione penale quale strumento primario di repressione degli abusi di mercato e dall'altro legittima il ricorso a sanzioni amministrative per la repressione delle medesime infrazioni²⁴².

Ad avviso del giudicante, dunque, il nuovo apparato normativo di fonte comunitaria in materia di repressione degli illeciti di *market abuse*, indirizzerebbe chiaramente verso il doppio binario sanzionatorio, “improntandolo ad una sorta di gradualismo polarizzato sulla gravità oggettiva della condotta ed, in punto di elemento soggettivo, sul dolo, ed imponendo con il sesto considerando la sanzione penale almeno per le forme più gravi di abuso del mercato, che dovranno essere punite con la pena detentiva”.

Tanto premesso, i giudici milanesi danno conto dei principi espressi dalla Grande Camera della Corte EDU nella decisione poc'anzi esaminata evidenziando come essa abbia “considerevolmente modificato la portata applicativa del principio del *ne bis in idem*, enfatizzando un criterio variamente considerato negli arresti precedenti, vale a dire la sufficiente connessione “in tinte and substance” tra i procedimenti che, ove sussistente, consentirebbe di considerarli parti di “un sistema integrato che permette di affrontare i diversi aspetti dell'illecito in maniera prevedibile e proporzionata, nel

²⁴² Il Collegio rileva inoltre che d'altronde, al considerando n. 5 della Dir, 57/2014, si legge testualmente: “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”.

quadro di una strategia unitaria (§122) e, dunque, di escludere la violazione del principio”.

Partendo dal presupposto che “la recentissima sentenza, quindi, non esclude lo svolgimento parallelo di due procedimenti, purché essi appaiano connessi dal punto di vista sostanziale e cronologico in maniera sufficientemente stretta e purché esistano meccanismi in grado di assicurare risposte sanzionatorie nel loro complesso proporzionate e, comunque, prevedibili”, il Tribunale di Milano giunge ad affermare che i parametri posti dalla Corte di Strasburgo per valutare il requisito della connessione sostanziale e cronologica tra procedimenti sarebbero rinvenibili anche nella disciplina interna degli abusi di mercato, e in particolare in quella che riguarda gli illeciti (penale e amministrativo) di manipolazione.

Viene sul punto enfatizzata la circostanza che “quanto all’interazione tra i procedimenti, conferma si trae dal fatto che la CONSOB, oltre ad essere provvista di poteri giudicanti, ha in sede amministrativa penetranti poteri istruttori (art.187 octies) le cui risultanze, anche in ragione del rapporto collaborativo con l’Ufficio del pubblico ministero esplicitamente promosso dall’art.187 decies, possono ben avere ingresso nel processo penale ed essere valutate ai fini decisori. Senza dire che l’art. 187 terdecies del T.U.F., che prevede l’esazione della pena pecuniaria limitatamente alla parte eccedente quella già riscossa in sede amministrativa, a seguito del *revirement* intervenuto con la sentenza citata potrebbe essere valorizzato dal giudice quale sintomatico di una connessione tra i procedimenti prevista legislativamente. Non vi è poi alcun dubbio che, nel sistema positivo italiano, la duplicità dei procedimenti (penale ed amministrativo) sia all’evidenza una conseguenza prevedibile della condotta”.

La conclusione cui tali argomentazioni hanno condotto è l’inevitabile affermazione dell’insussistenza della violazione del principio del *ne bis in idem* invocata nel caso di specie.

Il medesimo orientamento è stato espresso dalla Corte d’Appello di Bologna, Sezione Civile, nell’ambito di un giudizio di opposizione alla sanzione

amministrativa irrogata dalla CONSOB nei confronti dei ricorrenti per la violazione dell'art. 187 *ter* T.U.F.²⁴³.

Nell'occasione, gli opposenti hanno invocato l'intervento preclusivo del divieto di doppio giudizio per essere stati già giudicati in via definitiva – con sentenza *ex art.* 444 c.p.p. - per il delitto di cui all'art. 185 T.U.F., avente ad oggetto i medesimi fatti per i quali era intervenuta la sanzione amministrativa di CONSOB.

Facendo propri i principi enunciati dalla Corte di Strasburgo nel caso A e B c. Norvegia, i Giudici d'appello hanno stabilito che il doppio binario sanzionatorio contemplato dal T.U.F. non possa essere ritenuto illegittimo o contrastante con il principio stabilito dall'art. 4 Protocollo 7 CEDU, come recentemente interpretato dalla Corte EDU con particolare riferimento ai criteri di valutazione di tipo procedurale proposti esplicitamente nella richiamata decisione.

A tale riguardo, la Corte d'Appello di Bologna ha sostenuto che nel caso di specie risulta soddisfatto il criterio della stretta connessione temporale e sostanziale, poiché “i due procedimenti hanno [...] uno svolgimento coordinato, giacché quello penale si [basa], sotto il profilo probatorio, sulla documentazione raccolta dalla Consob in quello amministrativo”.

D'altra parte, “le norme del T.U.F. consentono un contemperamento tra le due sanzioni riportate, giacché l'art. 187-terdecies del T.U.F. prevede che quando per lo stesso fatto è stata applicata a carico del reo o dell'ente una sanzione amministrativa pecuniaria ai sensi dell'articolo 187-septies, la esazione della pena pecuniaria e della sanzione pecuniaria dipendente da reato è limitata alla parte eccedente quella riscossa dall'Autorità amministrativa”.

I Giudici bolognesi hanno dunque respinto il motivo di ricorso riguardante la presunta violazione dell'articolo 4 del Protocollo n. 7 della CEDU, ritenendo che il “diritto vivente europeo” che si è delineato in tempi più recenti *in subiecta materia*

²⁴³ Corte d'Appello di Bologna, sent. 3/3/2017, in www.dirittobancario.it; v. anche M. F. CUCCHIARA, *Market Abuse e doppio binario sanzionatorio: l'applicazione dei criteri elaborati dalla Grande Camera EDU al caso in cui il processo penale sia definito con sentenza di patteggiamento*, in *Giurisprudenza Penale Web*, 2017, 5.

dimostri la piena compatibilità del doppio binario sanzionatorio degli abusi di mercato con i principi e le garanzie della CEDU.

4.3 Un nuovo apparente “cambio di rotta” da parte della Corte EDU: la sentenza *Jóhannesson e a. c. Islanda*

Un dato empirico decisamente distonico rispetto a tale ultima affermazione, che dimostra come il dibattito relativo ai criteri di valutazione del perimetro applicativo della garanzia del *ne bis in idem* non sia affatto sopito, è fornito dalla recentissima pronuncia della Prima Sezione della Corte di Strasburgo, che nel caso *Jóhannesson e a. c. Islanda*, concernente l'esistenza di un doppio binario processuale e sanzionatorio in materia tributaria, ha accertato la violazione dell'art. 4 Protocollo 7 della CEDU²⁴⁴.

Con tale ultima decisione, la Corte EDU ha ripreso per la prima volta i “criteri-guida” forniti dalla Grande Camera nella sentenza sul caso A. e B. c. Norvegia: la pronuncia risulta di particolare interesse, sia perché riguarda una materia – quella tributaria – che, come già osservato, anche a livello di ordinamento italiano presta il fianco a spinosi interrogativi circa la compatibilità con il principio convenzionale del *ne bis in idem*, sia perché la suddetta pronuncia pare farsi carico di riprendere e meglio declinare il criterio della “connessione sostanziale e temporale sufficientemente stretta” di cui al caso A. e B. c. Norvegia.

Prendendo le mosse dai criteri indicati dalla Grande Camera nella decisione del novembre 2016, la Corte di Strasburgo ha infatti sottoposto ad analisi il paradigma della connessione sostanziale tra i due procedimenti, rilevando che essi perseguivano scopi tra loro complementari e inoltre la conseguente possibilità di una combinazione tra le diverse sanzioni in ragione della duplicazione delle relative procedure era circostanza prevedibile per i ricorrenti. I Giudici della Corte hanno anche considerato

²⁴⁴ Corte EDU (I Sezione), sentenza 18 maggio 2017, *Jóhannesson e a. c. Islanda*, con nota di M. F. CUCCHIARA, *Ne bis in idem: la Corte EDU torna sui criteri elaborati dalla Grande Camera*, in *Giurisprudenza Penale Web*, 2017, 5.

che la condanna inflitta all'esito del processo penale aveva tenuto sufficientemente in conto la sanzione già imposta nel procedimento tributario.

Nel caso di specie si è tuttavia ritenuto che le doglianze dei ricorrenti con riferimento all'asserita violazione dell'art. 4 Protocollo 7 CEDU, fossero fondate, tenendo in considerazione due aspetti.

Sotto un primo profilo, la Corte ha rilevato una duplicazione nella raccolta e nella valutazione delle prove nell'ambito dei due procedimenti e dunque l'indipendenza delle due attività di accertamento ad opera degli organi investigativi competenti.

In secondo luogo, i Giudici di Strasburgo hanno fondato la decisione sulla mancanza di una effettiva connessione temporale tra i due iter sanzionatori, criterio indispensabile per ritenere soddisfatto il test di Nilsson e integrata la “*sufficiently close connection*”.

I contenuti di questa recente decisione confermano dunque ulteriormente il carattere *case-based* delle pronunce della Corte Europea dei Diritti dell'Uomo e la considerevole difficoltà, per l'interprete, di astrarre principi giuridici di portata generale su cui basare l'applicazione delle garanzie convenzionali nel diritto interno.

5. LA PORTATA DELLA RIFORMA COMUNITARIA DEL 2014 E LE INIZIATIVE DI RECEPIMENTO DELLA DIRETTIVA MAD2: UNO SCENARIO *IN FIERI*

Nel concludere la trattazione dei temi oggetto del presente lavoro, non si può non fare cenno alle implicazioni sul diritto interno della riforma europea degli abusi di mercato del 2014, già esaminata nei suoi tratti salienti nel primo capitolo.

E' infatti evidente che in una situazione di totale incertezza in ordine alla concreta operatività della garanzia del *ne bis in idem* nella materia degli abusi di mercato, il ruolo del Legislatore assume un'importanza fondamentale nella prospettiva di eliminare le aporie di cui si è dato conto²⁴⁵.

Pare pertanto opportuno riprendere il discorso concernente le ricadute applicative del Regolamento MAR e della Direttiva MAD2, per enucleare quali vincoli normativi siano stati imposti all'ordinamento italiano e come esso abbia recepito (o non recepito) gli impulsi provenienti dalle istituzioni comunitarie.

5.1 I vincoli imposti al Legislatore dal MAD2 e i precetti del MAR

Come osservato in precedenza (cap. 1), gli interventi di riforma della disciplina europea del mercato finanziario del 2014 trovano fondamento nella presa d'atto, da parte delle istituzioni comunitarie, del fallimento della missione che era stata attribuita alla Direttiva MAD1 nel 2003, vale a dire quella di costituire la base per la creazione di sistemi punitivi nazionali dei singoli Stati Membri quanto più possibile omogenei e dotati di adeguata efficacia generalpreventiva, attraverso il ricorso generalizzato alle sanzioni amministrative quale strumento privilegiato per la repressione degli illeciti in danno degli interessi economici dell'Unione.

In questo senso MAD2 e MAR costituiscono una vera e propria inversione di tendenza.

²⁴⁵ Un intervento risolutore del legislatore è auspicato da E. FUSCO, *La tutela del mercato finanziario tra normativa comunitaria, ne bis in idem e legislazione*. Nota a Trib. di Milano, Sez. I Penale, ord. 6 dicembre 2016, Pres. Fazio, Giud. Curami e De Luca, in www.penalecontemporaneo.it, . 10-11.

In particolare, si registra la predisposizione di una disciplina sanzionatoria di tipo amministrativo - attuata mediante il Regolamento - direttamente applicabile negli ordinamenti dei singoli Stati Membri, che persegue l'obiettivo dichiarato di uniformare il sistema repressivo di base.

Ad essa si affiancano le disposizioni della Direttiva MAD2, prive di efficacia immediata ma dense di criteri direttivi, volti a imporre ai singoli Stati Membri, in piena inversione di tendenza rispetto alla MAD1, il ricorso alla sanzione penale come strumento privilegiato di repressione degli abusi di mercato.

Pare in proposito sottolineare che la Direttiva di interesse è il primo atto normativo adottato ai sensi dell'art. 83 comma 2 TFUE come risultante dal Trattato di Lisbona, che attribuisce alle istituzioni comunitarie il potere di imporre ai singoli Stati Membri obblighi di criminalizzazione, laddove funzionali alla protezione degli interessi dell'Unione, tra i quali è certamente annoverabile la tutela del mercato²⁴⁶.

Senza entrare nel minuzioso dettaglio delle disposizioni contenute nella Direttiva e nel Regolamento in analisi, pare opportuno rimarcare alcune peculiarità di fondo, estremamente rilevanti al fine di valutare l'impatto di MAR e MAD2 sull'ordinamento interno e le problematiche correlate all'attività di recepimento da parte dello Stato Italiano.

In via generale può affermarsi che MAD2 e MAR sono due provvedimenti normativi complementari e che si integrano vicendevolmente, dando vita a un complesso di misure sanzionatorie di matrice differente – penale e amministrativa – miranti a tutelare il mercato finanziario attraverso il rafforzamento della cooperazione in ambito UE e nel rispetto del principio del *ne bis in idem*.

Occorre tuttavia osservare che i contenuti della MAD2 riguardanti i profili penali del sistema sanzionatorio degli abusi di mercato sono apparsi sin da subito insoddisfacenti rispetto alle attese, evidenziando forti limiti relativamente alla sua idoneità a perseguire lo scopo dichiarato dall'Unione, vale a dire la progressiva

²⁴⁶ Cfr. F. VIGANÒ, *Ne bis in idem e contrasto agli abusi di mercato: una sfida per il legislatore e per i giudici italiani. Riflessioni del lege lata e ferenda sull'impatto della sentenza Grande Stevens nell'ordinamento italiano*, in www.penalecontemporaneo.it

uniformazione della risposta sanzionatoria penale da parte dei singoli Stati Membri²⁴⁷.

E' stato in particolare osservato che "in mancanza di fondamenta penalistiche comuni ai vari Stati membri, le previsioni eurounitarie lasciano ampia discrezionalità a questi ultimi circa le modalità di repressione di comportamenti gravi mediante sanzioni penali, indicando il solo minimo del massimo edittale, senza ulteriori limiti verso l'alto o verso il basso"²⁴⁸.

La lettura combinata del MAR e del MAD2, pare far trasparire una certa indecisione del legislatore comunitario rispetto allo spinoso tema del *ne bis in idem*, posto che sia nei *consideranda* che nel corpo normativo dei provvedimenti in questione è ravvisabile il contemporaneo riconoscimento dell'esigenza di salvaguardare il diritto dell'individuo a non essere sottoposto a doppio giudizio e doppia sanzione per il medesimo fatto, e della libertà di ciascuno Stato Membro, nell'esercizio della propria sovranità in materia punitiva, di prevedere meccanismi procedurali e sanzionatori di vario genere, ivi compreso il doppio binario penale e amministrativo²⁴⁹.

Atteggiamento che potrebbe definirsi prosaicamente "cerchiobottista" e che tuttavia non si discosta di molto dall'orientamento successivamente adottato – forse non del tutto casualmente – dalla Corte EDU nel caso A e B c. Norvegia.

²⁴⁷ L'art. 3 comma 1 della Direttiva MAD2 dispone che "Gli Stati membri adottano le misure necessarie affinché l'abuso di informazioni privilegiate, la raccomandazione o l'induzione di altri alla commissione di un abuso di informazioni privilegiate di cui ai paragrafi da 2 a 8, costituiscano reati, almeno nei casi gravi e allorquando siano commessi con dolo". Allo stesso modo, gli artt. 5 e 6 di MAD2 prevedono che gli Stati membri adottino le misure necessarie "affinché la manipolazione del mercato costituisca reato, almeno nei casi gravi e se commessa con dolo", e così anche e condotte di induzione, il favoreggiamento e il concorso in relazione a reati sopra richiamati.

Con particolare riferimento alle sanzioni penali per le persone fisiche, l'art. 7 dispone che gli Stati Membri adottino le misure necessarie affinché gli abusi di mercato siano punibili con sanzioni penali effettive, proporzionate e dissuasive e che gli illeciti di insider trading e aggioaggio finanziario siano punibili con la pena della reclusione per una durata massima non inferiore ad anni quattro (anni due per la comunicazione illecita di informazioni privilegiate).

²⁴⁸ E. BASILE, *Verso la riforma della disciplina italiana del market abuse: la legge delega per il recepimento della direttiva 47/2014/UE*, in www.lalegislazionepenale.eu, 10/12/2015, 9 ss.

²⁴⁹ F. VIGANÒ, *Ne bis in idem e contrasto agli abusi di mercato*, cit., pag. 22 osserva che "la soluzione finale appare dunque agnostica, o forse pilatesca, nella misura in cui rimpalla semplicemente agli Stati membri la responsabilità di decidere se e come articolare un regime di doppio binari in modo da non violare il principio del *ne bis in idem*".

5.2 La legge delega n. 114/2015, la sua mancata attuazione e le recenti iniziative del Governo Italiano

L'importanza della Direttiva MAD2 rispetto all'ordinamento sanzionatorio nazionale degli abusi di mercato è stata inizialmente sottovalutata dal Governo italiano.

E' infatti accaduto che, il disegno di legge relativo alla legge di delegazione europea 2014, atto normativo destinato a disciplinare modi e tempi del recepimento di numerosi provvedimenti comunitari da parte dello Stato, nella sua formulazione iniziale non includeva la Direttiva 2014/57/UE, tra quelle da recepire.

Dalla lettura degli atti preparatori è emerso che tale esclusione non era dovuta a negligenza, ma si fondava su una specifica determinazione del Governo, che nella Relazione di accompagnamento al disegno di legge riferiva di avere proceduto all'espunzione di MAD2 *“poiché, come comunicato dal Ministero della giustizia successivamente all'approvazione preliminare, non risultano necessarie misure nazionali per la sua adozione in quanto l'ordinamento nazionale è già conforme”*²⁵⁰.

Il d.d.l. è stato integrato solo successivamente, a fronte di tre emendamenti approvati in sede parlamentare, che trovano la loro origine in una precisa sollecitazione proveniente dal Presidente della CONSOB nel corso dell'audizione parlamentare informale del 17/3/2015²⁵¹.

In tale contesto, con l'introduzione dell'art. 11 legge n. 114/2015, il Governo è stato delegato a dare attuazione mediante decreto legislativo, entro il 3/7/2016, alla nuova disciplina sanzionatoria in tema di abusi di mercato delineata dalla Direttiva MAD2, tenendo conto di una serie di principi e criteri direttivi individuati dalla medesima legge delega.

Invero, la semplice lettura della richiamata disposizione, consente di rilevare che il Parlamento ha omesso di fornire al Governo qualsivoglia vincolo o indicazione specifica per il recepimento della Direttiva, rilasciando una delega sostanzialmente in

²⁵⁰ Relazione illustrativa del d.d.l. n. S-1758, contenente “delega al Governo per il recepimento delle direttive europee e l'attuazione di altri atti dell'Unione Europea – Legge di delegazione europea 2014”, in www.senato.it.

²⁵¹ Il documento è reperibile nella scheda del d.d.l. S-1758 in www.senato.it

bianco all'esecutivo sulle modalità di repressione penale degli abusi di mercato, con i soli (ampi) limiti posti dalla MAD2²⁵².

²⁵² L'art. 11 legge n. 114/2015 recita: "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 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;

In particolare, sono state affidate alla assoluta discrezionalità del potere esecutivo le scelte sul *quantum* e *quomodo* dell'incriminazione penale degli abusi di mercato, senza alcun limite di quantificazione delle pene, se non quello già posto a livello comunitario, concernente il minimo del massimo edittale.

Come osservato nell'immediatezza dalla dottrina, la scelta operative del legislatore desta non poche perplessità, posto che la delega conferita per il tramite dell'art. 11 legge 114/2015 "rappresenta un paradigmatico caso di mandato in bianco, con attribuzione al delegato di sconfinata discrezionalità sotto il profilo della *Kriminalpolitik* ai fini del recepimento della nuova normativa eurounitaria sugli abusi di mercato"²⁵³.

Da ciò consegue la dubbia compatibilità della richiamata disposizione con il principio della riserva di legge in materia penale di cui all'art. 25 Cost.

Richiamando le considerazioni espresse sul tema da alcuni Autori, non si può sottacere che di fronte ai contenuti della legge delega "l'unica reazione possibile è lo sconforto"²⁵⁴.

L'unico elemento di interesse dell'art. 11 riguarda infatti l'indicazione, al livello del comma 1 lettera m), della necessità di procedere al superamento del cumulo di

n) adottare le opportune misure per dare attuazione alle disposizioni di cui all'articolo 32 del regolamento (UE) n. 596/2014, che disciplina la segnalazione all'autorità di vigilanza competente di violazioni effettive o potenziali del medesimo regolamento tenendo anche conto dei profili di riservatezza e di protezione dei soggetti coinvolti;

o) valutare, ai sensi del paragrafo 4 dell'articolo 32 del regolamento (UE) n. 596/2014, se sia opportuno prevedere di concedere incentivi finanziari a coloro che offrono informazioni pertinenti riguardo a potenziali violazioni del regolamento stesso;

p) consentire, nei termini di cui all'articolo 34 del regolamento (UE) n. 596/2014, la pubblicazione da parte della CONSOB nel proprio sito internet delle decisioni relative all'imposizione di misure e sanzioni amministrative per le violazioni di detto regolamento;

q) adottare, in conformità alle definizioni, alla disciplina della direttiva 2014/57/UE e del regolamento (UE) n. 596/2014 e ai principi e criteri direttivi previsti dal presente comma, le occorrenti modificazioni alla normativa vigente, anche di derivazione europea, per i settori interessati dalla normativa da attuare, al fine di realizzare il migliore coordinamento con le altre disposizioni vigenti, assicurando un appropriato grado di protezione dell'investitore, di tutela della stabilità finanziaria e dell'integrità dei mercati finanziari. 2. Dall'attuazione del presente articolo non devono derivare nuovi o maggiori oneri a carico della finanza pubblica. L'autorità interessata provvede agli adempimenti di cui al presente articolo con le risorse umane, strumentali e finanziarie disponibili a legislazione vigente.

²⁵³ E. BASILE, *Verso la riforma della disciplina italiana del market abuse*, cit., 16 ss.

²⁵⁴ Così F. VIGANÒ, *Ne bis in idem e contrasto agli abusi di mercato: una sfida per il legislatore e per i giudici italiani*, cit., 19.

sanzioni previsto dall'attuale disciplina del *market abuse*, recependo i principi – non sempre consonanti – affermati nella Direttiva MAD2 e nel Regolamento MAR in tema di *ne bis in idem* e quelli emergenti dal “diritto vivente europeo” delle Corti di Strasburgo e Lussemburgo.

Pare opportuno sottolineare come il legislatore italiano abbia contemplato due modalità alternative di conformazione della legislazione interna al divieto di doppio giudizio, vale a dire 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 fronte di tale formulazione, si è registrata una levata di scudi della dottrina, che ha sottolineato come in realtà solo la prima modalità indicata dal legislatore, vale a dire la compiuta distinzione e separazione tra illeciti penali e amministrativi, garantisca il rispetto effettivo del principio posto dall'art. 4 Protocollo 7 CEDU come interpretato dalla Corte EDU nella sentenza *Grande Stevens c. Italia*²⁵⁵.

Invero, alla luce della più recente ermeneusi della Corte di Strasburgo sul *ne bis in idem*, manifestatasi con particolare enfasi nel caso *A e B c. Norvegia*, il contrasto tra i contenuti della legge delega e il divieto di doppio giudizio di matrice convenzionale appaiono piuttosto affievoliti, in ragione del fatto che l'opzione di “cumulo ponderato” delle sanzioni posta dal legislatore delegante quale alternativa alla netta distinzione tra fattispecie penali e amministrative appare riconducibile al nuovo criterio esegetico della stretta connessione sostanziale e temporale tra procedimenti e sanzioni.

Oltre a presentare i profili di dubbia costituzionalità già evidenziati in ragione della genericità della delega, la legge n. 114/2015 pare porsi in contrasto con alcuni profili delle stesse fonti comunitarie che ambisce ad attuare.

In primo luogo, dalla lettura dell'art. 11 appare chiara la predilezione per l'adozione di un apparato sanzionatorio di tipo amministrativo, in assoluta antitesi al nuovo

²⁵⁵ Ibidem. Sul punto cfr. anche E. BASILE, *Verso la riforma della disciplina italiana del market abuse*, cit., 19.

corso della politica repressiva degli abusi di mercato adottata dalle istituzioni comunitarie e tesa a privilegiare il ricorso alle sanzioni penali per la loro maggiore efficacia dissuasiva. La citata disposizione si limita inoltre a fare cenno dell'esigenza di adottare misure penali "effettive, proporzionate e dissuasive", senza recepire le indicazioni della Direttiva sui livelli minimi del massimo edittale delle pene da irrogare per i fatti costituenti illecito di manipolazione del mercato, comunicazione e abuso di informazioni privilegiate.

Sono inoltre inserite alcune indicazioni sulla opportunità di adottare misure premiali per incentivare il fenomeno del *whistleblowing*, che potrebbero consentire al Governo di contemplare cause di esclusione della punibilità a carico del concorrente "pentito", con evidente conferimento all'esecutivo del potere di escludere la pena per taluni comportamenti tipici rispetto ai quali le istituzioni comunitarie hanno già posto un preciso limite sull'*an* della sanzione²⁵⁶.

Altra enorme lacuna della legge delega è quella che riguarda il ruolo della CONSOB nell'*iter* sanzionatorio degli illeciti amministrativi.

Nonostante la sentenza Grande Stevens abbia messo in luce le forti criticità connesse sia al procedimento sanzionatorio previsto dal T.U.F., sia alla natura bifronte dell'autorità di vigilanza, incompatibile con le garanzie del giusto processo previste dalla CEDU, dalla legge delega – che pur si occupa in generale del ruolo di CONSOB – non sono ricavabili indicazioni utili al Governo per porre rimedio al *deficit* di garanzie evidenziato dalla Corte di Strasburgo.

Occorre tuttavia dare atto della circostanza che si è colta l'occasione del recepimento della Direttiva 2013/36/UE, in materia di enti creditizi e imprese di investimento, per adeguare la procedura sanzionatoria CONSOB alle prescrizioni dettate dalla Corte EDU attraverso il d.lgs. 72/2015²⁵⁷. Con delibere del 2015 e del 2016, CONSOB ha

²⁵⁶ E. BASILE, *Verso la riforma della disciplina italiana del market abuse*, cit., 22; per un approfondimento sul fenomeno della collaborazione, v. G. AMATO, *Profili penalistici del "whistleblowing": una lettura comparatistica dei possibili strumenti di prevenzione della corruzione*, in *Riv. Trim. Dir. Pen. Econ.*, 2014, 549 ss.

²⁵⁷ Art. 187-*septies* (Procedura sanzionatoria)

1. Le sanzioni amministrative previste dal presente capo sono applicate dalla Consob con provvedimento motivato, previa contestazione degli addebiti agli interessati, da effettuarsi entro

infatti modificato il proprio Regolamento generale sui procedimenti sanzionatori n. 18750, con effetto per le violazioni commesse dopo l'8/3/2016.

Aldilà dei giudizi aspri e forse eccessivamente pessimistici espressi sull'impianto complessivo, la legge n. 114/2015 - cui peraltro non è stata data esecuzione nel termine previsto del 3/7/2016 – costituisce un'ulteriore occasione mancata, da parte del Legislatore, per una riforma organica dell'ordinamento punitivo degli abusi di mercato, sia sotto il profilo strettamente sanzionatorio che con riferimento agli

centottanta giorni dall'accertamento ovvero entro trecentosessanta giorni se l'interessato risiede o ha la sede all'estero. I soggetti interessati possono, entro trenta giorni dalla contestazione, presentare deduzioni e chiedere un'audizione personale in sede di istruttoria, cui possono partecipare anche con l'assistenza di un avvocato.

2. Il procedimento sanzionatorio è retto dai principi del contraddittorio, della conoscenza degli atti istruttori, della verbalizzazione nonché della distinzione tra funzioni istruttorie e funzioni decisorie.

3. ...*omissis*...

4. Avverso il provvedimento che applica la sanzione è ammesso ricorso alla corte d'appello nella cui circoscrizione è la sede legale o la residenza dell'opponente. Se l'opponente non ha la sede legale o la residenza nello Stato, è competente la corte d'appello del luogo in cui è stata commessa la violazione. Quando tali criteri non risultano applicabili, è competente la corte d'appello di Roma. Il ricorso è notificato, a pena di decadenza, all'Autorità che ha emesso il provvedimento nel termine di trenta giorni dalla comunicazione del provvedimento impugnato, ovvero sessanta giorni se il ricorrente risiede all'estero, ed è depositato in cancelleria, unitamente ai documenti offerti in comunicazione, nel termine perentorio di trenta giorni dalla notifica.

5. L'opposizione non sospende l'esecuzione del provvedimento. La corte d'appello, se ricorrono gravi motivi, può disporre la sospensione con ordinanza non impugnabile.

6. Il Presidente della corte d'appello designa il giudice relatore e fissa con decreto l'udienza pubblica per la discussione dell'opposizione. Il decreto è notificato alle parti a cura della cancelleria almeno sessanta giorni prima dell'udienza. L'Autorità deposita memorie e documenti nel termine di dieci giorni prima dell'udienza. Se alla prima udienza l'opponente non si presenta senza addurre alcun legittimo impedimento, il giudice, con ordinanza ricorribile per Cassazione, dichiara il ricorso improcedibile, ponendo a carico dell'opponente le spese del procedimento.

6-*bis*. All'udienza la corte d'appello dispone, anche d'ufficio, i mezzi di prova che ritiene necessari, nonché l'audizione personale delle parti che ne abbiano fatto richiesta. Successivamente le parti procedono alla discussione orale della causa. La sentenza è depositata in cancelleria entro sessanta giorni. Quando almeno una delle parti manifesta l'interesse alla pubblicazione anticipata del dispositivo rispetto alla sentenza, il dispositivo è pubblicato mediante deposito in cancelleria non oltre sette giorni dall'udienza di discussione.

6-*ter*. Con la sentenza la corte d'appello può rigettare l'opposizione, ponendo a carico dell'opponente le spese del procedimento o accoglierla, annullando in tutto o in parte il provvedimento o riducendo l'ammontare o la durata della sanzione.

7. Copia della sentenza è trasmessa, a cura della cancelleria della corte d'appello, all'Autorità che ha emesso il provvedimento, anche ai fini della pubblicazione prevista dall'articolo 195-*bis*.

8. Alle sanzioni amministrative pecuniarie previste dal presente capo non si applica l'articolo 16 della legge 24 novembre 1981, n. 689.

aspetti più marcatamente procedimentali, afferenti al ruolo e alle competenze della CONSOB nell'accertamento degli illeciti e nell'irrogazione delle sanzioni²⁵⁸.

Nel concludere l'analisi dei temi oggetto del presente contributo, estremamente attuali e rispetto ai quali le novità – normative, dottrinali e giurisprudenziali – sono all'ordine del giorno, occorre dare atto che, con comunicato stampa ufficiale del 3/3/2017, il Consiglio dei Ministri ha confermato l'approvazione del d.d.l. relativo alla Legge di delegazione europea 2016.

Tra le materie indicate nel d.d.l., rispetto alle quali il Governo era incaricato di adottare gli opportuni provvedimenti di recepimento delle direttive europee, figurava anche "l'adeguamento della normativa in materia di abuso e di comunicazione illecita di informazioni privilegiate e manipolazioni del mercato (abusi di mercato)", riferibile alla Direttiva 2016/1034/UE del 23/6/2016.

Peraltro, proprio nell'ambito di tale intervento di delegazione europea, attuato con legge n. 163/2017, è stata inopinatamente ribadita la sostanziale esclusione della riforma penale degli abusi di mercato, nonostante la cogenza del Regolamento MAR e la scadenza dei termini per il recepimento della Direttiva MAD2.

L'auspicato intervento correttivo da parte del Parlamento non è stato recepito, con la conseguenza che ancora oggi rimane sostanzialmente inalterato il doppio binario sanzionatorio degli abusi di mercato.

L'unico genere di provvedimenti inerenti *lato sensu* la disciplina punitivi degli illeciti di *market abuse* è quello contemplato dall'art 8 della legge n. 163/2017, che contempla l'attribuzione alla CONSOB delle prerogative sanzionatorie introdotte dal MAR e prescrive una revisione dell'art. 187 *terdecies* TUF, nel senso di imporre all'Autorità Giudiziaria e alla CONSOB di tenere conto, al momento dell'irrogazione delle sanzioni di loro competenza, di eventuali misure punitive già irrogate e di far sì che l'esecuzione delle sanzioni aventi la medesima natura (penale o amministrativa) sia limitata alla parte eccedente a quella già scontata.

²⁵⁸ F. VIGANÒ, *Ne bis in idem e contrasto agli abusi di mercato*, cit., 20, parlando dei criteri fissati dalla legge delega fa espresso riferimento a "opzioni suicide per il legislatore, destinate a essere immediatamente invalidate dalla giurisprudenza".

Tale ultima prescrizione, se non incide sulla fenomenologia del *ne bis in idem* in senso processuale - visto che non preclude la celebrazione di più procedimenti sanzionatori di diversa natura in relazione al medesimo fatto - potrebbe mitigarne gli effetti distorsivi sotto il profilo sostanziale e punitivo.

Altro tema interessato dalla legge n. 163/2017 è quella della confisca per equivalente del profitto derivante dalle violazioni delle fattispecie introdotte dal MAR (art. 8 comma 3 lett. g legge n. 163/2017).

Come rilevato anche di recente, i criteri direttivi posti dalle legge delega negli ambiti sopra menzionati manifestano la volontà del Legislatore di conservare e avallare (ancorché implicitamente) il doppio binario procedimentale e sanzionatorio contemplato dall'attuale assetto normativo degli abusi di mercato. Circostanza che conferma la *“pervicace ostinazione del legislatore nazionale nel rimanere inerte rispetto all'adeguamento della disciplina domestica al mutato quadro normativo eurounitario sugli abusi di mercato”*²⁵⁹.

6. RIFLESSIONI SUL DIRITTO VIVENTE IN TEMA DI *NE BIS IN IDEM* E PROSPETTIVE *DE JURE CONDENDO*

Lo scenario tratteggiato nel presente contributo consente di formulare alcune riflessioni sull'attuale assetto normativo degli abusi di mercato, sulle potenzialità di riforma del relativo sistema sanzionatorio e sulle peculiarità dei meccanismi di interazione, sia normativa che giurisprudenziale, tra l'ordinamento interno e quello delineato dalla CEDU.

Prendendo le mosse da tale ultimo profilo, non si può non rimarcare come la sentenza della Corte EDU resa nell'ambito del caso *Grande Stevens e a. c. Italia*

²⁵⁹ E. BASILE, *Riforma del market abuse: quando la topa (parlamentare) è peggiore del buco (governativo)*, in www.dirittopenalecontemporaneo.it, 14/11/2017.

abbia ravvivato il dibattito sui rapporti tra il diritto interno e la Convenzione, sotto il peculiare profilo riguardante la vincolatività dei principi della CEDU come interpretati dalla Corte di Strasburgo.

Il fenomeno appare essenzialmente riconducibile all'enorme impatto – quantomeno in potenza – delle statuizioni della decisione poc'anzi richiamata non solo sull'assetto del sistema sanzionatorio delineato nella specifica materia degli abusi di mercato, quanto piuttosto sull'intera struttura fondante il diritto punitivo interno.

Le due direttrici lungo le quali si dipana la dicotomia tra l'ordinamento convenzionale e quello interno, sono individuabili da un lato nella peculiare modalità con cui la Corte EDU garantisce effettività alle garanzie poste dalla CEDU e dall'altro nel carattere *case-based* delle decisioni rese dai Giudici di Strasburgo.

Come già evidenziato, l'attività interpretativa svolta dalla Corte Europea, sia in tema di *ne bis in idem* che più in generale con riferimento a tutti i principi sanciti dalla CEDU, si impronta sul principio di effettività delle garanzie fondamentali.

La Convenzione, infatti, avendo quale obiettivo principale la protezione concreta e reale delle prerogative dei singoli individui, rifiuta procedure interpretative dell'estensione dei diritti fondamentali basate sulle classificazioni sistematiche operate dai singoli ordinamenti nazionali, mirando ad impedire che formalismi ed etichette di sorta possano compromettere l'effettiva tutela dei diritti dell'uomo.

La forza e pervasività di tale approccio, si colgono in tutta la loro potenzialità nell'ambito dell'interpretazione della nozione di “materia penale” ai fini dell'applicazione del *ne bis in idem*.

Siffatta impostazione genera inevitabilmente uno iato tra i principi fondanti le garanzie poste dalla CEDU e le costruzioni giuridiche tipiche dell'ordinamento domestico.

Infatti, un sistema di garanzie totalmente disancorato dalle forme, quale quello emergente dall'ermeneusi proposta dalla Corte di Strasburgo, mette evidentemente in crisi le fondamenta dell'intero ordinamento punitivo interno, fondato sul principio di legalità come più alta manifestazione dello Stato di Diritto, rispetto al quale la forma

costituisce da sempre uno strumento ineludibile e irrinunciabile per garantire la tutela dell'individuo dal potere punitivo dello Stato, consentendo libere scelte d'azione. Ne è riprova il fatto che l'ordinamento italiano è fondato e costruito su una Costituzione formale, in contrapposizione alle tendenze degli ordinamenti di *common law*, più contigui all'approccio della Corte EDU.

Se l'apparato delle disposizioni della CEDU è costituito esclusivamente da diritti e libertà fondamentali, rispetto alle quali la prevalenza della sostanza sulla forma non può che dare origine a effetti accrescitivi degli standard di tutela dei diritti di libertà, una trasposizione dell'approccio sostanzialistico nel diritto interno come nuovo paradigma fondante l'ordinamento punitivo, dovrebbe confrontarsi necessariamente con le implicazioni di tale "libertà dalle forme" rispetto ai principi di tassatività e determinatezza dei reati e delle sanzioni.

Il rischio che pare intravedersi nell'incondizionata adesione alla regola della prevalenza della sostanza sulla forma, è quello – paradossale, se si tiene conto del punto di partenza della presente riflessione – di una radicale obliterazione delle garanzie dell'imputato, in favore di superiori esigenze di "giustizia sostanziale".

In virtù di queste modeste osservazioni, sotto tale profilo appare assai difficile prospettare soluzioni di convergenza tra l'ordinamento giuridico nazionale e quello convenzionale, in ragione della profonda eterogeneità strutturale e funzionale dei due sistemi giuridici in questione.

La seconda chiave di lettura della difficoltà di interazione tra diritto convenzionale e ordinamento domestico, è quella che riguarda il rapporto tra i Giudici demandati di applicare le garanzie della CEDU.

In proposito, occorre rammentare che la Corte di Strasburgo si pronuncia su ricorsi individuali presentati dai singoli, che lamentano una lesione dei propri diritti ad opera dello Stato di appartenenza.

Non si tratta dunque di un giudizio equiparabile a quello di legittimità costituzionale, involgente la compatibilità di disposizioni di legge ordinaria con i principi fondamentali dell'ordinamento interno: il vaglio della Corte EDU attiene alle

concrete modalità con cui le disposizioni del diritto nazionale hanno ricevuto applicazione nei confronti del ricorrente e alla compatibilità di tali modalità con le garanzie convenzionali.

Per la medesima ragione, il giudizio *de quo* non è neppure equiparabile ad una pronuncia di legittimità da parte dei giudizi nazionali, con cui la Corte EDU non condivide neppure scopi nomofilattici, che non sono indicati tra le sue funzioni tipiche.

A ben vedere, le decisioni della Corte Europea, sono assimilabili a quelle tipiche degli ordinamenti di *common law*, caratterizzate da una spiccata valorizzazione del caso specifico sottoposto a giudizio e dalla marginalità del ruolo delle regole scritte, su cui prevale la funzione dell'organo giudicante come creatore del diritto, vincolato esclusivamente al principio dello *stare decisis*.

Un sistema nel quale al Giudice non è attribuito il compito di individuare una interpretazione generale e astratta della regola, ma esclusivamente quello di risolvere il caso concreto.

Ebbene, dall'analisi delle decisioni emesse dai Giudici nazionali in materia di *ne bis in idem* dopo la sentenza sul caso *Grande Stevens c. Italia*, emerge che, nell'utilizzare la giurisprudenza della Corte di Strasburgo sull'art. 4 Protocollo 7 della CEDU, non si è tenuto nella ben che minima considerazione il carattere tipicamente *case-based* delle pronunce della Corte Europea.

La lettura delle sentenze in materia di *ne bis in idem* con riferimento agli illeciti di *market abuse* e in materia di diritto penale tributario, ha infatti evidenziato la tendenza – fisiologica per il giudice nazionale – a ricercare (erroneamente) nelle decisioni rese dai Giudici di Strasburgo principi generali e astratti universalmente applicabili, omettendo totalmente di svolgere quell'indispensabile opera di analitico confronto del caso concreto risolto dalla Corte Europea, con i fatti storici sottoposti al vaglio del Giudice penale.

Ciò col grave rischio di operare, nell'ambito del procedimento sanzionatorio di diritto interno, una declinazione errata o quantomeno approssimativa delle garanzie poste dalla Convenzione.

L'effetto di tale asettica adesione ai (presunti) principi di diritto di volta in volta enucleati dalle sentenze emesse dalla Corte di Strasburgo, è sotto gli occhi di tutti.

Ad una prima campagna di adesione, più o meno incondizionata, dei giudici nazionali alle statuizioni della sentenza Grande Stevens, è seguito un repentino *revirement* applicativo - ben testimoniato dalle già esaminate decisioni del Tribunale di Milano e della Corte d'Appello di Bologna - fondato sulla pronuncia *A e B c. Norvegia*, nonostante in quest'ultimo caso l'*overruling* a parere di chi scrive sia meramente apparente.

Il fenomeno è verosimilmente destinato a ripetersi alla luce della recentissima sentenza sul caso *Jóhannesson e a. c. Islanda*, con una probabile riviviscenza del dibattito sul doppio binario sanzionatorio in materia di abusi di mercato, che alcuni avevano dato troppo presto per sopito dopo l'introduzione, nel diritto vivente europeo, del criterio fondato sul "*test di Nilsson*".

Le considerazioni sin qui riportate sull'assetto dei rapporti estremamente problematici tra giurisprudenza convenzionale e giurisprudenza nazionale e sulle frizioni tra i principi che governano l'applicazione delle garanzie della CEDU e quelli che fondano l'intero sistema punitivo nazionale, ribaltano sul Legislatore l'onere di individuare una soluzione alla delineata situazione di incertezza.

Se sul piano della riferita dicotomia tra garanzie sostanziali e garanzie formali la differenza sistemica tra i due ordinamenti appare irrisolvibile per le ragioni già evidenziate (la distinzione stessa tra reato e illecito amministrativo è di tipo formale e fondata sull'opzione di sanzionare un dato comportamento con una pena piuttosto che una sanzione amministrativa), un intervento del Legislatore sul piano della concorrenza tra procedimenti penali e amministrativi e relative sanzioni, non solo è possibile ma certamente auspicabile.

Al fine di risolvere a livello di sistema il conflitto della compresenza di misure punitive di tipo penale e amministrativo rispetto ad un medesimo fatto, la soluzione più lineare e radicale, idonea a estirpare ogni disquisizione sulla violazione del *ne bis in idem*, pare essere quella di definire *semel pro semper* i rapporti tra fattispecie penali e amministrative, attribuendo al principio di specialità posto dall'art. 9 L. 689/1981 rango costituzionale.

Per quel che riguarda invece la specifica materia degli abusi di mercato, le attese per il (tardivo) recepimento della Direttiva MAD2, che avrebbe dovuto consentire al Legislatore di intervenire sull'assetto sanzionatorio degli illeciti di *market abuse*, paiono essere state tradite.

L'art. 7 dello schema del d.d.l. di delegazione europea 2016, licenziato dal Consiglio dei Ministri il 28/4/2017, riprende infatti sostanzialmente i contenuti dell'art. 11 Legge n. 114/2015, mutuandone di fatto tutti gli aspetti di criticità già evidenziati e introducendone di nuovi²⁶⁰.

La richiamata disposizione del disegno di legge di delegazione europea per il 2016 è infatti dedicata in via esclusiva al recepimento delle previsioni contenute nel Regolamento MAR – Reg. UE 596/2014 - e al coordinamento delle stesse con la vigente disciplina domestica in tema di abusi di mercato, ma trascura del tutto i contenuti della Direttiva MAD2, atto normativo complementare al Regolamento i cui contenuti, come già ampiamente osservato nel presente lavoro, appaiono imprescindibili anche e soprattutto per addivenire a una revisione razionale del sistema sanzionatorio, rispettosa del principio del *ne bis in idem*.

Tale inspiegabile rifiuto di contemplare nel d.d.l. il recepimento della MAD2 comporta l'elusione degli aspetti più rilevanti e gravi del sistema sanzionatorio degli abusi di mercato. La circostanza che l'iniziativa del Governo qui esaminata sia ancora allo stadio di schema di d.d.l. induce a confidare nell'intervento parlamentare,

²⁶⁰ Delega al Governo per l'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»

sotto forma di emendamento alla legge di delegazione europea, oppure in via autonoma²⁶¹.

²⁶¹ E. BASILE, *Una nuova occasione (mancata) per riformare il comparto penalistico degli abusi di mercato? Lo schema del d.d.l. di delegazione europea del 2016*, in www.penalecontemporaneo.it.

BIBLIOGRAFIA

AMATI E., *La disciplina penale degli abusi di mercato*, in G. INSOLERA, *La legislazione penale compulsiva*, Padova, 2006, 203 e ss.

AMATO G., *Profili penalistici del “whistleblowing”*: una lettura comparatistica dei possibili strumenti di prevenzione della corruzione, in *Riv. Trim. Dir. Pen. Econ.*, 2014, 549 ss.

BARTALENA A., *Insider trading*, in *Dig. disc. priv., Sez. comm.*, Utet, Torino, 2000, 414 ss.

BASILE E., *Contravvenzioni e contraddizioni in tema di abusi di mercato. Tutela penale dei sistemi multilaterali e di negoziazione*, in *Riv. trim. dir. pen. economia*, 2011, vol. 24, n. 4, 747 ss.

BASILE E., *Verso la riforma della disciplina italiana del market abuse: la legge delega per il recepimento della direttiva 47/2014/UE*, in www.lalegislazionepenale.eu, 10/12/2015, 9 ss.

BASILE E., *Una nuova occasione (mancata) per riformare il comparto penalistico degli abusi di mercato? Lo schema del d.d.l. di delegazione europea del 2016*, in www.penalecontemporaneo.it.

BASILE E., *Riforma del market abuse: quando la toppa (parlamentare) è peggiore del buco (governativo)*, in www.penalecontemporaneo.it.

CALLEGARO F., *Market abuse: la nuova prospettiva comunitaria in materia di sanzioni penali*, in *Dir. bancario*, 2015, 6 ss.

CARNEVALI M., *Market abuse. L'evoluzione*, in S. VINCENZI (a cura di), *Gli abusi di mercati, dalle norme alla prassi operativa*, Trento, 2012, 143 ss.

CENTONZE F., *Controlli societari e responsabilità penale*, Milano, 2009.

CENTONZE F., *Gli scandali finanziari e i limiti dell'intervento penalistico*, in *Scritti per Federico Stella*, II, Napoli, 2007, 980 ss.

- CERQUA L.D., voce *Reati di agiotaggio*, in *Dig. disc .pen.*, Agg., II, Torino, 2008, 903.
- CICERONE M. T., *Laelius, De Amicitia*, cap. 22, par. 5 ss.
- CONSO G., *I fatti giuridici processuali penali. Perfezione ed efficacia*, Milano, 1955.
- CONSULICH F., *Ex facto oritur ius criminale? Le prassi di mercato ammesse, tra crisi della legge e legalità della giustificazione*, in *Riv. società*, n. 2-3, 2011, 281ss.
- CONSULICH F., *La giustizia e il mercato, Miti e realtà di una tutela penale dell'investimento mobiliare*, Milano, 2011.
- CONSULICH F., *Manipolazione del mercato e disorientamenti dogmatici. Tra eventi di pericolo e pericolo di eventi*, in *Soc.*, 2010, vol. 30, n. 7, 823 ss.
- CORDERO F., *Procedura Penale*, Milano, 2006.
- CORDERO F., *Riti e sapienza del diritto*, Bari, 1985.
- CRESPI A., *Manipolazione del mercato e manipolazione delle norme incriminatrici*, in *Banca borsa*, 2009, 107 ss.
- CUCCHIARA M.F., *Market Abuse e doppio binario sanzionatorio: l'applicazione dei criteri elaborati dalla Grande Camera EDU al caso in cui il processo penale sia definito con sentenza di patteggiamento*, in *Giurisprudenza Penale Web*, 2017, 5.
- D'ARCANGELO F., *Il concorso dell'extraneus nel delitto di abuso di informazioni privilegiate*, in *Il corriere del merito*, 5, 2007, 617 ss.
- DEL VESCOVO D., *Il principio del ne bis in idem nella giurisprudenza della Corte di giustizia europea*, in *Diritto penale e processo*, 2009, 1427.
- DELLA MONICA G., *Ne bis in idem*, in *I principi europei del processo penale*, (a cura di) A. GAITO, Roma, 2016.
- DESANA E., *OPA obbligatoria da concerto occulto. Alcune considerazioni a margine della vicenda SAI-Fondiaria*, in *Giur.it.*, 2004, n.11, 2112 ss.

ESPOSITO E., *Meccanismi divinatori nei mercati finanziari*, in *Rassegna italiana di sociologia*, XLVI, 2005, n. 1, 95 ss.

FANELLI G., *Insider trading, informazione sul mercato ed aspetti sostanziali e processual-penalistici in materia*, in *Riv. pen.*, 2002, 7 e ss.

FANELLI G., *L'aggiotaggio tra informazione e mercato*, in *Riv. pen.*, 2005, vol. 131, n. 2, 107 ss.

TERZI L., *Rilievi critici in tema di manipolazione del mercato*, in *Riv. pen.*, 2008, vol. 134, n. 11, 1101.

FATTA C., *Il nuovo volto del ne bis in idem nella giurisprudenza della Grande Camera e la compatibilità con il doppio binario sanzionatorio in materia tributaria*, in *Giurisprudenza Penale Web*, 2017.

FERRUA P., *La sentenza costituzionale sul caso Eternit. Il ne bis in idem tra diritto vigente e diritto vivente*, in *Cass. Pen.*, 2017, 1, 78 ss.

FLICK G.M. – NAPOLEONI V., *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 E. DESANA, P. MONTALENTI, M. SALVADORI (a cura di), *Ne bis in idem e procedimento sanzionatorio Consob al vaglio della Corte europea dei diritti dell'uomo, Atti della Tavola Rotonda del 17 aprile 2014*, Napoli, 2016.

FOFFANI L., *artt. 180-183 D.Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 in Commentario breve alle leggi penali complementari*, a cura di F. PALAZZO E C.E. PALIERO, Padova, 2007.

FOFFANI L., *L'abuso di informazioni privilegiate*, in *Commentario breve alle leggi penali complementari*, a cura di Palazzo-Paliero, CEDAM, 2007, 714.

FONDAROLI D., *L'illecito amministrativo di manipolazione del mercato*, in SGUBBI, FONDAROLI, TRIPODI, *Diritto penale del mercato finanziario*, Padova, 2008.

- FONTANA E., *Insider trading e appropriazione indebita*, in *Giust. pen.*, 1999, 610 e ss.
- FUSCO E., *La tutela del mercato finanziario tra normativa comunitaria, ne bis in idem e legislazione*, in www.penalecontemporaneo.it.
- GALANTINI N., *Il ne bis in idem nello spazio giudiziario europeo: traguardi e prospettive*, in www.penalecontemporaneo.it.
- GIAVAZZI S., *L'abuso di informazioni privilegiate*, in CANZIO G., CERQUA L. D., L. LUPARÀ, *Diritto Penale delle Società*, vol. I, CEDAM, 2014.
- GIUNTA F., *Lineamenti di diritto penale dell'economia*, Torino, 2004.
- FOFFANI L., *sub art. 2637 c.c.*, in F. C. PALAZZO – C.E. PALIERO, *Commentario breve alle leggi penali complementari*, Padova, 2003.
- LAVARINI B., *Il "fatto" ai fini del ne bis in idem tra legge italiana e Cedu: la Corte Costituzionale alla ricerca di un difficile equilibrio*, in *Processo penale e giustizia*, 2017, 1, 60 ss.
- LINCIANO N. – MACCHIATI A., *Insider trading, Una regolazione difficile*, Il Mulino, 2002.
- LUNGHINI G., *La manipolazione del mercato*, in *Dir. Pen. e Proc.*, 2005, 1479.
- LUNGHINI G., *Manipolazione del mercato come difesa dell'impresa?* in *Banca borsa*, 2010, vol. 63, n. 2, 229 ss.
- MAGRO M.B., *La formazione dei prezzi nel mercato finanziario: crisi della razionalità del mercato e massime di esperienza*, in A. CADOPPI, S. CANESTRARI, A. MANNA, M. PAPA, *Diritto Penale dell'Economia*, Tomo I, Milano, 2016.
- MAGRO M.B., *Manipolazioni del mercato e diritto penale. Una critica al modello di razionalità economica*, Giuffrè, 2012.
- MANTOVANI F., *Concorso e conflitto di norme*, Bologna, 1966.

- MARTIELLO G., *Commento all'art. 9 co.2 lettera a l.L18.4.2005 n. 63*, in *Leg.pen.*, 2006, 77.
- MENGONI E., *Ne bis in idem in materia tributaria e giurisprudenza sovranazionale: una questione ancora aperta*, in www.magistraturaindipendente.it
- MOLINARO E., *Il pericolo concreto della fattispecie di manipolazione del mercato al banco di prova del processo penale*, in *Cass. pen.*, 2011, vol. 51, n. 10, 3584.
- MONTALENTI P., *Riflessi sull'ordinamento italiano del mercato finanziario*, in E. DESANA, P. MONTALENTI, M. SALVADORI (a cura di), *Ne bis in idem e procedimento sanzionatorio Consob al vaglio della Corte europea dei diritti dell'uomo*, Atti della Tavola Rotonda del 17 aprile 2014, Napoli, 2016.
- MUCCIARELLI F., *Altri artifici: una (controversa) modalità di realizzazione del delitto di manipolazione del mercato*, in AA.VV., *Studi in onore di Mario Romano*, III, Napoli, 2011, 2025.
- MUCCIARELLI F., *Commento all'art. 184 T.U.F.*, in M. FRATINI – G. GASPARRI, *Il Testo unico della finanza*, III, Torino, 2012, p. 2319 ss.
- MUCCIARELLI F., *Due sentenze e tre problemi in tema d'insider trading: modalità della condotta, utilizzazione del consiglio e ostacolo alle funzioni della Consob*, in *Foro Ambr.*, 2000, 76ss.
- MUCCIARELLI F., *L'abuso di informazioni privilegiate: delitto ed illecito amministrativo*, in *Dir. pen. proc.*, 2005, 12, 1478.
- MUCCIARELLI F., *L'informazione societaria, destinatari e limiti posti dalla normativa in materia di insider trading*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1999, 6, 745.
- MUSCO E., *I reati di insider trading*, in *Riv. pen.*, 1993, 375 ss.
- NAPOLEONI V., *Insider trading*, in *Digesto Penale, Agg.*, I, Milano, 2008, 589 ss.
- NAPOLEONI V., *Insider trading: i pallori del sistema repressivo. Una ipotesi di lavoro*, in *Cass. Pen.*, 2001, n. 7-8, p 2228-2243.

NAPOLEONI V., *L'insider trading*, in SANTORIELLO C. (a cura di), *La disciplina penale dell'economia – Società, fallimento, finanza*, Torino, I, 2008, 633.

NATALINI A., *Lungo i confini (incerti) del market abuse. Duplicazioni sanzionatorie a rischio caos*, in *Dir. e Giust.*, 2006, 22.

ORSI L., *La manipolazione del mercato mediante la diffusione di false notizie*, in *Resp. amm. soc. e enti*, 2009, vol. 1, 75 ss.

PAGLIARO A., *Fatto (dir. proc. pen.)*, in *Enc. Dir.*, XVI, Milano, 1967, 964.

PALIERO C.E., *La riforma della tutela penale del risparmio: continuità e fratture nella politica criminale in materia economica*, in *Corriere del merito*, 2006, n. 5, 616.

PALIERO C.E., *Market Abuse e legislazione penale, un connubio tormentato*, in *Corr. Mer.*, 2005, 810.

PEDRAZZI C., *Dal diritto penale delle società al diritto penale dei gruppi: un difficile percorso*, in BALZARINI-CARCANO-MUCCIARELLI, *I gruppi di società*, Milano, 1996.

PEDRAZZI C., *Società commerciali (disciplina penale)*, in *Digesto pen.*, XIII, Torino, 1997, 411.

PISANI M., *Francesco Carrara e il ne bis in idem internazionale*, in *Rivista di diritto internazionale*, 2005, 1022.

RECCHIA N., *Il ne bis in idem transnazionale nelle fonti eurounitarie*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 2017, 1377.

RIGONI U., *Finanza comportamentale e gestione del risparmio*, Torino, 2006.

ROCCO G. L., *Il delitto c.d. di insider trading tra vecchia e nuova fattispecie normativa: successione di leggi penali nel tempo o abolitio criminis?* in *Cass. pen.*, 2007, 1537 ss.

ROSSI VANNINI A., *Le fattispecie penali di aggio e manipolazione del mercato (art. 2637 c.c. e 185 d.lgs. 24 febbraio 1998 n. 58): problemi e prospettive*,

in AA.VV. *Studi in onore di Giorgio Marinucci*, vol. III, a cura di E. DOLCINI – C.E. PALIERO, Giuffrè, Milano, 2006.

ROSSI VANNINI A., *Market abuse e insider trading: l'apparato sanzionatorio*, in *Resp. amm. soc. e enti*, 2006, 1, 86

ROSSI VANNINI A., *Aggiotaggio e manipolazione del mercato*, in V. NAPOLEONI (a cura di) *Reati ed illeciti amministrativi societari*, Firenze, 2009, pp. 395 – 417.

ROSSI VANNINI A., *Aggiotaggio (Commento all'art. 2637 c.c.)*, in BONILINI – CONFORTINI – GRANELLI (a cura di), *Codice civile ipertestuale*, Torino, IV ed., 2012, pp. 6880 – 6887.

ROSSI VANNINI A., *La tutela dei mercati finanziari*, in *Riv. trim. dir. pen. econ.*, 2000, p. 322 ss.

SALVADORI M., *La tutela del ne bis in idem tra Corte di Giustizia e Corte Europea dei Diritti dell'Uomo, nuovi problemi di adattamento dell'ordinamento italiano agli obblighi internazionali*, in E. DESANA, P. MONTALENTI, M. SALVADORI (a cura di), *Ne bis in idem e procedimento sanzionatorio Consob al vaglio della Corte europea dei diritti dell'uomo*, Atti della Tavola Rotonda del 17 aprile 2014, Napoli, 2016 .

SANTORIELLO C., *Il nuovo diritto penale delle società*, Torino, 2004, 317; E. MUSCO, *I nuovi reati societari*, Milano, 2004, 178.

SEMINARA S., *Disposizioni comuni agli illeciti di abuso di informazioni privilegiate e di manipolazione del mercato*, in *Dir. pen. e proc.*, 2006, 11 e ss.

SEMINARA S., *Informazione finanziaria e diritto penale*, in AA.VV., *Impresa e giustizia penale*, Milano, 2009, 239 ss.

SEMINARA S., *Informazione finanziaria e mercato: alla ricerca di una strategia di controllo penale e amministrativo*, in *Analisi giur. econ.*, 2006, 262.

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

SEMINARA S., *La CONSOB e la tutela penale del mercato mobiliare*, in PEDRAZZI, ALESSANDRI, FOFFANI, SEMINARA, SPAGNOLO (a cura di), *Manuale di diritto penale*, Bologna, 2000.

SEMINARA S., *Le fattispecie sanzionatorie della l. 8 febbraio 1992, n. 149 sulle offerte pubbliche*, in *Giur. comm.*, 1994, 53.

SGUBBI F., *Il problema del risparmio come oggetto di tutela penale*, in *Foro it.*, 2004, V, 138.

SIMON H.A., *A behavioral model of rational choice*, in *Quarterly Journal of Economics*, 1955, 99.

TRIPODI F., *Il ne bis in idem si confronta con i 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 *Giur. cost.*, 2015, 605 ss.

TROVATORE F., *Aggiotaggio su strumenti finanziari*, in RABITTI - BEDOGNI (a cura di), *Il testo unico della intermediazione finanziaria*, Milano, 1998, 1001.

ULPIANO, *Digesto*, Libro 48, tit. II.

GIUSTINIANO, *Codex*, Libro 9, tit. I.

URBANI F., *La natura delle sanzioni comminabili nei confronti degli esponenti aziendali ai sensi del testo unico bancario. Riflessioni a margine di due recenti pronunce della Suprema Corte*, in www.penalecontemporaneo.it

VENAFRO E., *Il nuovo oggetto di tutela della fattispecie di insider trading*, in *Dir. pen. proc.*, 7/2007, 948ss.

VENTORUZZO M., *La responsabilità da prospetto negli Stati Uniti d'America tra regole del mercato e mercato delle regole*, Egea, Milano, 2003.

VIGANÒ' F., *Doppio binario sanzionatorio e ne bis in idem: verso una diretta applicazione dell'art. 50 della Carta?*, in www.penalecontemporaneo.it

VIGANÒ' F., *La Grande Camera della Corte di Strasburgo su ne bis in idem e doppio binario sanzionatorio*, in www.penalecontemporaneo.it

VIGANÒ' F., *Ne bis in idem e contrasto agli abusi di mercato: una sfida per il legislatore e per i giudici italiani. Riflessioni del lege lata e ferenda sull'impatto della sentenza Grande Stevens nell'ordinamento italiano*, in www.penalecontemporaneo.it

VIGANÒ' F., *Ne bis in idem e doppio binario sanzionatorio in materia di abusi di mercato: dalla sentenza della Consulta, un assist ai giudici comuni*, in www.penalecontemporaneo.it

VIGANÒ' F., *Omesso versamento di Iva e diretta applicazione delle norme europee in materia di ne bis in idem?*, in www.penalecontemporaneo.it

VIZZARDI M., *Manipolazione del mercato: un doppio binario da ripensare?*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, n. 2, 2006, 714.

VOZZA D., *Verso un nuovo volto del ne bis in idem internazionale nell'Unione europea?* in www.penalecontemporaneo.it

WELLS C., *Abuse of process, a practical approach*, London, 2006.

ZAGREBELSKY G., *La natura delle sanzioni Consob, le esigenze dell'equo processo e il ne bis in idem nella Convenzione Europea dei diritti umani*, in E. DESANA, P. MONTALENTI, M. SALVADORI (a cura di), *Ne bis in idem e procedimento sanzionatorio Consob al vaglio della Corte europea dei diritti dell'uomo*, Atti della Tavola Rotonda del 17 aprile 2014, Napoli, 2016.