

**L'impatto del diritto europeo
sull'ordinamento penale italiano: focus
sulla disciplina del *Market Abuse***

Relatore:

Prof. Francesco Mucciarelli

Controrelatore:

Dott. Enrico Basile

Tesi di Laurea Magistrale di:
GIULIA FATTORI
Matricola n. 1639970

Anno Accademico 2016-2017

Indice

Introduzione.....	3
1. Rapporti intercorrenti tra il sistema penalistico italiano ed il diritto eurounitario.....	7
1.1. La competenza penale dell'Unione Europea.....	8
1.1.1. Gli obblighi comunitari di tutela.....	14
1.1.2. (segue) una competenza penale diretta?.....	17
1.1.3. (segue) La competenza indiretta e il Trattato di Lisbona..	23
1.2. L'adozione di "norme minime".....	28
1.3. Il diritto UE e il diritto penale interno.....	30
1.4. La procura europea.....	35
2. La disciplina eurounitaria sul Market Abuse.....	39
2.1. Il contesto normativo e le sue criticità.....	39
2.2. La normativa europea: origine ed evoluzione.....	41
2.2.1. (segue) La nozione comunitaria di <i>market manipulation</i> ...	47
2.3. Il quadro italiano.....	48
2.3.1. La manipolazione del mercato.....	49
2.3.2. L'abuso di informazioni privilegiate.....	52
2.4. Il problema della duplicazione degli illeciti ed il <i>ne bis in idem</i> .	55
2.5. MAR e MAD II.....	61
2.5.1. Il Regolamento (UE) n. 596/2014 (MAR).....	68
2.5.2. La MAD II: l'abuso di informazioni privilegiate e la	

criminalizzazione dell'insider secondario.....	74
2.5.3. La MAD II: manipolazione del mercato.....	77
2.6. Le modifiche interne: possibili e necessarie.....	80
2.7. Ancora sul <i>ne bis in idem</i> : la svolta penalistica della MAD II...	82
3. La "barriera" dei principi che governano la materia penale.....	90
3.1. I dubbi di compatibilità costituzionale della delega al governo e l'inerzia dell'esecutivo.....	91
3.2. L'auspicio di un ulteriore intervento del parlamento.....	97
3.3. L'efficacia diretta ed indiretta di MAR e MAD II: incompatibilità con il principio della riserva di legge ex art. 25 Cost.....	101
3.4. Il concetto di informazione privilegiata.....	105
3.4.1. (segue) L'influenza sensibile.....	112
3.4.2. (segue) Il carattere della precisione.....	114
3.5. Le proposte.....	116
3.5.1. Norme definitorie.....	116
3.5.2. Modifiche all'art. 184 t.u.f.....	121
3.5.3. Il nuovo art. 184- <i>bis</i> t.u.f. e le sue criticità.....	133
3.5.4. Modifiche all'art. 185 t.u.f.....	140
Conclusioni.....	149
Bibliografia.....	155
Ringraziamenti.....	168

Introduzione

La regolamentazione degli abusi di mercato è, fra le discipline di matrice europea, tra quelle che hanno dato maggiormente adito a critiche dottrinali.

Fra i diversi punti di criticità, nel presente lavoro verranno affrontati in primo luogo i dubbi in merito al ruolo del legislatore eurounitario e alle sue competenze in materia penale. La disciplina sul *market abuse*, infatti, a cavallo tra la materia amministrativa e quella penale, ha richiesto un'importante intervento normativo da parte dell'Unione.

Conseguentemente, nelle pagine che seguono verranno affrontate le più rilevanti problematiche in tema di competenza penale dell'UE, al fine di analizzarne i limiti di intervento e come questi limiti si concretizzino, *inter alia*, nell'ambito della regolamentazione degli abusi di mercato.

In particolare, ciò che si andrà ad indagare in questa sede sono le ragioni sulla base delle quali il legislatore eurounitario ha scelto determinati strumenti normativi per regolare il settore in questione (nel caso di specie una direttiva regolante la materia penale ed un regolamento al quale viene riservata l'area amministrativa). Ci si chiede, invero, se, al fine di raggiungere una più ampia armonizzazione, si sarebbe potuto utilizzare un atto normativo ad efficacia diretta, alla luce dei contrasti dottrinali in materia di competenza dell'Unione europea che forse lascerebbero qualche spiraglio di apertura ad una siffatta possibilità.

Al di là delle ipotesi teoriche avanzabili sul punto, ad ogni modo, ciò che maggiormente interessa è la strada effettivamente percorsa dal legislatore eurounitario, che ha rinnovato la disciplina mediante due atti normativi¹, emanati nel 2014 ed entrati in vigore nel luglio 2016.

¹ Ci si riferisce alla Direttiva (UE) 2014/57 e al Regolamento (UE) 2014/596.

Conseguentemente, sarà opportunamente analizzato il lavoro di implementazione del legislatore nazionale – nonché le ragioni della sua inerzia - all'interno del nostro ordinamento.

Non può non essere anticipato, invero, che il legislatore italiano ha lasciato spirare inerte i termini per l'implementazione della direttiva, rendendosi inadempiente e lasciando una serie di dubbi rispetto alla disciplina da applicare in una tale situazione di "limbo".

Si noti, infatti, che, laddove il regolamento dovrebbe ritenersi direttamente e pienamente efficace ed applicabile, la direttiva, in quanto strumento non direttamente efficace negli ordinamenti nazionali, necessita di una disciplina di recepimento. Da non trascurare, peraltro, che, sebbene in linea teorica tale affermazione sembri scontata, in realtà non sempre il regolamento in parola è sufficientemente dettagliato da poter essere direttamente applicato, creando ulteriori profili di criticità che andrebbero affrontati nell'ambito di una generale rivisitazione dell'impianto normativo in vigore nel nostro ordinamento in tema di *market abuse*.

L'obiettivo del presente lavoro, dunque, una volta presentato un chiaro - seppur riassuntivo - quadro sia della vecchia che della nuova disciplina, è quello di proporre un possibile ed auspicabile adattamento del sistema attualmente vigente per renderlo conforme alla disciplina europea, cercando altresì di risolvere talune problematiche interpretative già presenti nella vecchia normativa, sia europea che nazionale, e talvolta non risolte dal suddetto intervento riformatore del 2014.

Un esempio concreto di quanto detto è rappresentato dal problema legato alla violazione del principio del *ne bis in idem*, a causa della quale, si noti, l'Italia ha già subito una condanna da parte della Corte EDU.

Come già accennato, infatti, in tema di *market abuse* vige in Italia un impianto repressivo binario, che agisce sia a livello amministrativo che penale: il legislatore italiano nell'implementare la disciplina a livello nazionale ha adottato un sistema dotato di sanzioni sia penali che amministrative, che sostanzialmente tendono a sovrapporsi al fine di non

lasciare eventuali vuoti di tutela.

In tal modo, tuttavia, uno stesso soggetto può essere sottoposto per il medesimo fatto, non solo ad un doppio procedimento, penale ed amministrativo, ma anche ad una doppia condanna, violando il principio fondamentale del nostro ordinamento secondo il quale nessuno può essere condannato due volte per lo stesso fatto.

Una delle sfide principali della proposta che verrà di seguito presentata sarà pertanto quella di proporre una soluzione normativa che scongiuri il rischio di doppia condanna, mediante un sistema di coordinamento fra la reazione penale e quella amministrativa, fondato su criteri oggettivamente apprezzabili *ex ante*.

Ulteriore nodo problematico affrontato in questa disamina consiste nella evidente necessità che la normativa eurounitaria venga recepita nel nostro ordinamento nel rispetto dei principi costituzionali che regolano e limitano il diritto penale, quali quelli di precisione, tassatività e riserva di legge. Già la normativa nazionale attualmente vigente, frutto dell'implementazione di diverse direttive europee in tema di *market abuse*, ormai abrogate, ha dato ampio spazio alle critiche risultando spesso ambigua ed indeterminata.

Con le modifiche al testo unico della finanza (d.lgs. n. 58 del 1998) avanzate in questa sede si propongono dei testi normativi che dovrebbero tener conto del suddetto aspetto, nel tentativo di ridurre al massimo il margine di dubbio in merito all'interpretazione delle norme.

Più in generale, dunque, ciò che si vuole analizzare sono i vari punti di criticità che disturbano l'impianto normativo nel settore degli abusi di mercato, derivanti dall'inevitabile frizione generata dal "trapianto" di una disciplina di matrice puramente europea nelle strette maglie dell'ordinamento penale italiano, fondato e regolato da fondamentali ed imprescindibili principi costituzionali. Or dunque, è proprio con tali principi che il legislatore italiano dovrebbe fare i conti durante l'attività di implementazione ed è proprio nel rispetto dei medesimi che in questa

sede si propongono dei possibili interventi riformatori.

1. Rapporti intercorrenti tra il sistema penalistico italiano ed il diritto europeo

I rapporti intercorrenti tra il sistema di diritto interno e il diritto dell'Unione assumono caratteri peculiari nell'ambito del sistema penale. Sicuramente tali peculiarità derivano, in primo luogo, dal fatto che ammettere che vi sia una competenza penale diretta dell'UE risulterebbe altamente problematico (non sembra potersi parlare di una potestà sanzionatoria penale), ma anche e soprattutto per l'esistenza nel nostro ordinamento del principio costituzionale della riserva assoluta di legge dettato dall'art. 25 della Costituzione. Tale principio si pone come finalità primaria quella di tutelare la garanzia democratica nel processo di formazione delle norme penali riservando al Parlamento, quale organo rappresentativo della volontà dei cittadini, la scelta dei fatti costituenti reato. La Corte di Giustizia, peraltro, nel riconoscerlo, lo ha assunto come principio generale del diritto europeo accettando la sua funzione "limitatrice" rispetto alle norme comunitarie.

L'esistenza di questo principio crea non poche problematiche circa la possibilità di attribuire potestà penale alle istituzioni europee, dovute specialmente al cd. *deficit democratico* relativo agli organi legislativi europei e all'«incontro tra il principio di prevalenza del diritto comunitario e quello di riserva di legge del diritto penale, che determina un universo giuridico paradossale, composto per un verso da norme – quelle comunitarie – prevalenti ma incompetenti e per altro verso da altre norme – quelle penali nazionali – competenti in via esclusiva ma subordinate alle prime»².

² SOTIS C., *Il Trattato di Lisbona e le competenze penali dell'Unione Europea*, in *Cass. Pen.* 3/2010, cit. 1147.

1.1. La competenza penale dell'unione europea

Quando si parla di diritto penale dell'Unione Europea non si può prescindere da un assunto per ora condiviso dai più: «*in via di principio, la legislazione penale e le norme di procedura penale restano di competenza degli Stati membri*»³. Non sembra sussistere, infatti, una potestà sanzionatoria penale diretta dell'UE⁴. Quest'ultima invero non ha proprie norme penali, né tantomeno è dotata di un apparato giudiziario e coercitivo necessario per il cd. "enforcement" dei precetti penali. In altre parole, anticipando qui la conclusione del nostro ragionamento, l'Unione non sembra avere il potere di porre in essere fattispecie incriminatrici direttamente applicabili negli Stati membri e di stabilirne le relative sanzioni, sebbene in linea teorica ciò sarebbe stato possibile⁵. Al contrario, è pacifico che l'Unione sia dotata di una potestà punitiva amministrativa potendo prevedere e applicare direttamente sanzioni patrimoniali e interdittive⁶.

³ C.G.CE, sent. 11 novembre 1981, *Casati*, C-203/80.

⁴ In questo senso SOTIS C. afferma: «Se dovessimo riassumere in una frase le novità previste a seguito dell'entrata in vigore del Trattato di Lisbona potremmo affermare che, con le nuove norme in materia criminale, l'Unione europea diviene definitivamente competente a svolgere il giudizio di necessità di pena, ma non ad esercitare la potestà punitiva» in *Il trattato di Lisbona*, cit. 1146.

⁵ Infatti l'art. 11 Cost. tra l'altro «*consente in condizioni di parità con gli altri Stati, alle limitazioni di sovranità necessarie ad un ordinamento che assicuri la pace e la giustizia fra le nazioni; promuove e favorisce le organizzazioni internazionali rivolte a tale scopo*».

⁶ Le sanzioni amministrative comunitarie costituiscono un consolidato strumento di protezione e armonizzazione sanzionatoria. Esse possono presentarsi come "decentralizzate", previste in forma sovranazionale e applicata invece da organi nazionali, o "accentrate", previste e applicate da organi della comunità. Per ulteriori approfondimenti si veda BERNARDI A., *L'armonizzazione delle sanzioni in Europa: linee ricostruttive*, in *Per un rilancio del progetto europeo. Esigenze di tutela degli interessi comunitari e nuove strategie di integrazione penale*, Grasso G. - Sicurella R. (a cura di), Milano, 2008, cit., 444 ss., nonché MAUGERI A.M., *Il principio di proporzionalità nelle scelte punitive del legislatore europeo: l'alternativa delle sanzioni amministrative comunitarie*, in

Per comprendere una tale affermazione è necessario partire da alcune premesse concettuali e da alcune premesse storiche. In primo luogo, bisogna prendere atto del fatto che il diritto penale è sempre stato ritenuto massima espressione della sovranità dello Stato; inoltre, con riferimento al nostro ordinamento, nello specifico, esiste un principio cardine ed ineludibile previsto dall'art. 25 della Costituzione - la cd. riserva assoluta di legge - che non lascia spazio ad una potestà normativa penale di un organismo esterno all'ordinamento stesso.

Infine non può non essere considerata la problematica assenza di una base democratica ed elettiva degli organi comunitari, in particolar modo del Consiglio e della Commissione: il primo svolge un ruolo determinante nella procedura legislativa, essendo protagonista di tutto il procedimento, la seconda invece assume il ruolo di impulso, facendosi "motore" dell'attività normativa dell'Unione. Né potrebbe giovare - anticipando sempre dette conclusioni - per arrivare alla tesi opposta, il dettato dell'art. 86 TFUE, secondo il quale «*per combattere i reati che ledono gli interessi finanziari dell'Unione, il Consiglio, deliberando mediante regolamenti secondo una procedura legislativa speciale, può istituire una procedura legislativa speciale, può istituire una Procura europea, a partire da Eurojust (...) competente per individuare perseguire e rinviare a giudizio, eventualmente in collegamento con Europol, gli autori di reati che ledono gli interessi finanziari dell'Unione, quali definiti dal regolamento previsto nel paragrafo 1, e i loro complici*». Il termine "definiti", infatti, sembra riferirsi al sostantivo "interessi" e non "reati"⁷ (vedi *infra*).

Ciò detto, non si intende escludere che, seppur indiretta⁸, una competenza dell'UE in materia penale in effetti vi sia. Con il tempo, infatti,

L'evoluzione del diritto penale nei settori d'interesse europeo alla luce del trattato di Lisbona, Gasso G.-Picotti L.- Sicurella R. (a cura di), Milano, 2011, 71 ss.

⁷ In questo senso Marinucci G.-Dolcini E, *manuale di diritto penale*, Milano, 2015, 47.

⁸ Indiretta in quanto le norme minime contenute nelle direttive di armonizzazione non hanno efficacia diretta.

vi è stato un progressivo e silente avvicinamento del diritto penale e del diritto comunitario. La ragione di ciò risiede nel fatto che, negli anni, si è percepita in modo sempre più pressante l'esigenza per l'Unione di dare una risposta alle richieste di tutela di valori comunitari, unita alla volontà di mostrare un volto identitario e costituzionale capace di colmare il divario sempre più spiccato fra integrazione economica e quella culturale ed ideologica⁹.

Nei primi anni di vita della Comunità Europea, come è noto, si negava qualsiasi competenza della medesima in materia penale, materia infatti riservata a ciascun ordinamento nazionale¹⁰. Ciò nonostante era stato osservato come, in effetti, il diritto comunitario esercitasse un'influenza riflessa sui vari ordinamenti penali nazionali. Da un lato, infatti, si notò come l'attività delle istituzioni europee facesse emergere nuovi cd. beni giuridici bisognosi di tutela penale¹¹, dall'altro venne segnalata una sorta di influenza "riflessa" sui sistemi penali nazionali, che si sostanzia negli effetti che una normativa comunitaria extra penale può esercitare sulle norme penali nazionali¹². Un classico esempio consiste nella possibilità degli atti normativi europei di limitare la sfera applicativa

⁹ Cfr. SOTIS C., *Il diritto senza codice*, Milano, 2007, 251 ss.

¹⁰ Ottava relazione generale sull'attività delle Comunità europee nel 1974, Bruxelles-Lussemburgo, 1975, par. 145, 90. Cfr. anche *Parlamento europeo, documenti di seduta 1976-1977, doc. 351/76*, 2 febbraio 1977, *Relazione presentata a nome della commissione giuridica sulla correlazione fra il diritto comunitario e il diritto penale* (relatore: P. De Keersmaecker), pubblicata anche in *Riv. dir. europeo*, 1977, 195 ss.

¹¹ I beni giuridici in questione «possono essere suddivisi in due grandi gruppi. Il primo concerne una serie di interessi che si potrebbero definire propriamente "istituzionali", in quanto collegati all'esistenza e all'esercizio dei poteri sovranazionali. Il secondo gruppo si riferisce invece a beni giuridici comunitari che emergono dall'attività della Comunità nel suo concreto dispiegarsi» cit. GRASSO G., *Introduzione*, in Grasso G.- Sicurella R. (a cura di), *Lezioni di diritto penale europeo*, Milano, 2007, 2.

¹² In merito si veda GRASSO G., *Introduzione*, in Grasso G. - Sicurella R. (a cura di), *Lezioni*, 7, testualmente: «La dottrina italiana parla a questo proposito di "effetti riflessi" per indicare quelle interferenze sui sistemi penali nazionali non direttamente prese di mira dal legislatore comunitario, ma che si producono in seguito alla normale penetrazione delle disposizioni comunitarie negli ordinamenti degli stati membri». Cfr. anche GRASSO G., *Comunità europee e diritto penale*, Milano, 1989, 255-256.

di disposizioni incriminatrici nazionali¹³.

Preso atto della necessità di tutelare tali beni giuridici e del silenzio in merito dei Trattati istitutivi, le prime risposte vennero fornite dalla giurisprudenza della Corte di Giustizia, la quale sancì progressivamente il tramonto dell'idea che il diritto penale fosse impermeabile a qualsiasi influenza europea¹⁴. Secondo la Corte, invero, l'assenza della previsione di una competenza diretta ad emanare norme penali non implicava la totale rinuncia ad una risposta sanzionatoria in caso di violazione dei precetti comunitari (che altrimenti ne avrebbe comportato la non obbligatorietà), ma diversamente rappresentava la scelta di una tutela mediata dei medesimi precetti. In altre parole, era demandata agli Stati membri e quindi alle macchine penali nazionali l'attuazione di misure repressive volte a rendere cogenti le norme comunitarie, il che portava con sé come diretta conseguenza l'esigenza di una forte armonizzazione delle legislazioni nazionali.

Il compito degli Stati membri di assicurare il rispetto della normativa europea, attraverso un sistema sanzionatorio repressivo, poteva definirsi come un vero e proprio obbligo in capo ai medesimi in virtù del principio di *leale cooperazione*, come definito dall'art. 10 TCE¹⁵. A partire da tale principio, peraltro, la stessa giurisprudenza della Corte di Giustizia ha elaborato i requisiti della risposta sanzionatoria fornita dagli Stati membri, la quale deve essere "adeguata"¹⁶.

Accanto a questo spontaneo adeguamento del legislatore nazionale

¹³ Così GRASSO G., *Diritto penale dell'economia, normativa comunitaria e coordinamento delle disposizioni sanzionatorie nazionali*, in *Riv. dir. int. privato e processuale*, 1987, 227-228.

¹⁴ Così SICURELLA R., *La tutela*, in Grasso G. – Sicurella R. (a cura di), *Lezioni*, 247.

¹⁵ Attualmente confluito nel nuovo art. 4.3 TUE: «*In virtù del principio di leale cooperazione, l'Unione e gli Stati membri si rispettano e si assistono reciprocamente nell'adempimento dei compiti derivanti dai trattati*».

¹⁶ Il principio già coniato nella sentenza *von Colson e Kamann* (C.G.CE 10.04.1984), trovò ampio e decisivo sviluppo nella sentenza *mais greco* (C.G.CE 21.09.1989, *Commissione c. Repubblica greca*, C-68/88).

all'ordinamento comunitario vi sono poi i vincoli particolarmente invasivi derivanti dagli interventi diretti da parte della Comunità. Si parla di *incidenza diretta*, locuzione con la quale ci si riferisce a due meccanismi giuridici-nomartivi: *l'assimilazione* e gli *obblighi di tutela*. Il primo consiste nella tutela da parte della Comunità, attraverso norme proprie, di interessi sovranazionali e nazionali corrispondenti (tutelati penalmente negli ordinamenti interni); Il secondo si riferisce invece ai vincoli imposti in capo alle autorità nazionali circa la forma e le modalità di tutela di interessi anche comunitari.

La tecnica dell'*assimilazione* fu oggetto di diverse critiche in dottrina, dovute al fatto che, dichiarando per l'appunto l'assimilazione di un interesse comunitario ad un bene giuridico nazionale, in realtà il legislatore comunitario non fa altro che creare nuove fattispecie incriminatrici¹⁷. Si noti che «*consentendo la repressione di condotte che non avrebbero potuto essere sottoposte altrimenti a sanzione penale, la norma comunitaria assimilatrice viene pertanto ad assumere una seppur mediata funzione incriminatrice*»¹⁸, sebbene ciò sia limitato al caso in cui il bene giuridico nazionale assimilato sia punito penalmente all'interno dell'ordinamento nazionale. I problemi di compatibilità con il principio di legalità sollevati dalla dottrina sorgono in ragione del fatto che le norme che dispongono l'assimilazione sono tendenzialmente ad efficacia diretta (cd. *self executing*). A ben vedere, come suggerito da autorevole dottrina¹⁹, il problema non sussiste nel caso in cui tali norme siano contenute nei trattati, i quali, essendo ratificati negli ordinamenti interni

¹⁷ Si veda BRICOLA F., *Alcune osservazioni in materia di tutela penale degli interessi delle comunità europee*, in AA. VV. *Prospettive per un diritto penale europeo*, 1968, 189.

¹⁸ Cit. SICURELLA R., *Ult. op. cit.*. Cfr. anche GRASSO G., *Verso un diritto penale comunitario: i progetti di Trattato concernenti l'adozione di una regolamentazione comune in materia di repressione delle informazioni alle normative comunitarie ed in materia di responsabilità e di tutela penale dei funzionari e degli altri agenti della Comunità*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 1982, 637.

¹⁹ Cfr. GRASSO G., *Comunità*, cit., 133 ss.; SOTIS C., *Il diritto*, cit., 300; SICURELLA R., cit., in Grasso G. – Sicurella R. (a cura di), *Lezioni*, cit., 288; PEDRAZZI C., *La tutela penale del segreto nel trattato Euratom*, in *Il diritto dell'energia nucleare*, Milano, 1961, 413.

con legge ordinaria, non violano il principio della riserva di legge.

I problemi sorgono invece quando la tecnica dell'assimilazione sia disposta da atti di natura regolamentare che in questo caso dovrebbero essere ritenuti illegittimi per contrasto con il suddetto principio²⁰.

Non possono infine essere taciute le criticità che sorgono a causa di un cattivo uso della suddetta tecnica, che dà vita a possibili tensioni con i principi di tassatività e determinatezza²¹. Si parla infatti di "assimilazione al buio"²² quando il legislatore si limita a fare un generico rinvio alle norme nazionali, senza individuare preliminarmente le fattispecie nazionali interessate.

Sotto un altro profilo, l'esigenza crescente di tutela dell'ordinamento sovranazionale ha fatto sì che il fenomeno dell'integrazione non si fermasse qui. Si ravvisò, infatti, una più esplicita apertura alla costruzione di una materia penale europea, prima con il Trattato di Maastricht e successivamente con quello di Amsterdam, i quali assegnavano alla Comunità il compito di emanare provvedimenti atti alla tutela dei propri interessi ed idonei a garantire, tra l'altro, un coordinamento delle attività di polizia e giudiziarie (cd. terzo pilastro). I trattati positivizzarono l'estensione degli interessi europei, sempre meno limitati ai soli interessi economici, e l'assunzione di un carattere sempre più "ultra-nazionale" della giustizia penale.

Con il Trattato di Amsterdam, in particolare, si apportò un'ampia modifica alle previsioni del titolo VI del Trattato sull'Unione europea, collegandole «ad un nuovo obiettivo dell'Unione europea, la creazione di uno spazio di libertà sicurezza e giustizia»²³. Quest'ultimo implicava degli

²⁰ Così SICURELLA R., *La tutela*, Grasso G. – Sicurella R. (a cura di), *Lezioni*, 288.

²¹ Così SICURELLA R., *La tutela*, in Grasso G. – Sicurella R. (a cura di), *Lezioni*, 288 s.

²² Cfr. GRASSO G., *Comunità europee e diritto penale*, 136 ss., ove l'autore si sofferma su alcune ipotesi di assimilazione diretta più problematiche per il diritto penale italiano.

²³ GRASSO G., *Introduzione*, in Grasso G. – Sicurella R. (a cura di), *Lezioni*, cit., 85, corsivi nel testo.

obiettivi di armonizzazione profonda - lasciando poco spazio a grandi differenze fra le legislazioni nazionali - e soprattutto decisamente ampia, coinvolgendo settori fino ad allora estranei alle politiche comunitarie ma la cui tutela si rende necessaria per il perseguimento della realizzazione dello "spazio di libertà, sicurezza e giustizia".

1.1.1 Gli obblighi comunitari di tutela

È già stato sottolineato che per "obblighi di tutela" si intendono gli obblighi imposti dalla Comunità in capo agli Stati membri, obblighi rispetto ai quali la stessa definisce le specifiche modalità con le quali attuare suddetta tutela. Tale tecnica di armonizzazione risulta preferibile rispetto all'"assimilazione", non solo in quanto più rispettosa del principio di legalità, ma anche perché volta alla progressiva uniformazione dei diritti nazionali²⁴.

Sui limiti che dovessero essere rispettati dalla Comunità nell'esercizio di questa tecnica vi fu per lungo tempo un acceso dibattito, con riferimento in particolare alla liceità di interventi comunitari - posti in essere in forza delle norme dei trattati che attribuivano la competenza alla Comunità in un determinato settore - recanti veri e propri obblighi in materia sanzionatoria²⁵. Gli Stati membri, a fronte dei suddetti obblighi, erano tenuti a prevedere una tutela penale rispetto alla violazione di certe disposizioni comunitarie. Si trattava, in altre parole, di riconoscere in capo alla Comunità la possibilità di imporre agli Stati membri di prescrivere sanzioni di natura penale rispetto a violazioni di interessi comunitari²⁶.

²⁴ Così SICURELLA R., *La tutela*, in Grasso G. - Sicurella R. (a cura di), *Lezioni*, 291.

²⁵ Per opinione contraria a tale competenza comunitaria si veda TIEDEMANN K., *Diritto comunitario e diritto penale*, in *Riv. trim. dir. pen. dell'ec.*, 1993, 217.

²⁶ Cfr. GRASSO G., *Comunità europee e diritto penale*, 192 ss.; BERNARDI A., «*Principi di diritto*» e *diritto penale europeo*, in *Annali dell'Università di Ferrara - Scienze giuridiche*, 1988, 163 ss.

Il dibattito trovò un'esplicita soluzione nella sentenza della Corte di Giustizia *Commissione c. Consiglio* del 2005²⁷. Con tale decisione la Corte dichiarò l'illegittimità della decisione-quadro 2003/80/GAI, ma soprattutto, in diritto, ammise espressamente una competenza della Comunità ad emanare sanzioni penali negli ordinamenti interni (nel caso di specie si trattava di tutela del settore ambientale, ma le argomentazioni erano facilmente estendibili ad altri settori).

La Corte, dunque, ammette esplicitamente la possibilità per la Comunità di imporre obblighi di tutela agli Stati membri. A ciò giunge, invero, mantenendosi in continuità con la propria giurisprudenza²⁸ e con teoria di adeguatezza summenzionata. Infatti, nei casi in cui la tutela di carattere amministrativo o civile non sia sufficiente a garantire una risposta che soddisfi detto principio, essendo gli Stati si obbligati a prevedere una risposta adeguata, questi non potranno che prevedere una reazione a livello penale.

Alla luce di ciò, si ritenne totalmente legittima una potestà *dell'ordinamento sovranazionale di imporre obblighi di penalizzazione in via eventuale e diretta, cioè sub specie di adeguatezza della tutela*²⁹.

La sentenza *Commissione c. Consiglio* del 13 settembre 2005 rappresentò dunque un punto di svolta fondamentale nella definizione della competenza penale europea e nel dibattito circa la possibilità per la Comunità di imporre degli obblighi di penalizzazione.

Ciononostante, emersero importanti criticità legate specialmente al fatto che, sul piano strettamente giuridico, un siffatto risultato poteva porsi in aperto conflitto con il principio della riserva di legge in materia

²⁷ C.G.CE, sent. 13 settembre 2005, *Commissione c. Consiglio*, C-176/03.

²⁸ Il riferimento va, ad esempio, alla sentenza *mais greco*, ove, per quanto la corte abbia ravveduto la presenza in capo agli Stati di obblighi di tutela vincolanti solo nel risultato, rimanendo gli Stati liberi nelle modalità, in realtà ammette veri e propri obblighi di penalizzazione, per garantire il rispetto dell'effettività della tutela.

²⁹ SICURELLA R., *La tutela*, in Grasso G. – Sicurella R. (a cura di), *Lezioni*, cit. 299.

penale, oltre che con il principio di sovranità nazionale. Per quanto attiene alla seconda delle due criticità, la stessa è facilmente superabile in considerazione del fatto che nel corso del secolo precedente il concetto di sovranità è mutato profondamente, perdendo quella rigidità che lo caratterizzava in passato³⁰ e configurandosi in un certo senso come condivisa, in quanto soggetta a delimitazioni e combinazioni di diversi titolari³¹.

Più complessa si presenta la questione relativa al contrasto con il principio della riserva di legge, riconosciuto dalla stessa Comunità come principio fondamentale³². Non a caso, dette problematiche sono trattate nella sentenza stessa (Commissione c. Consiglio) dall'Avvocato Generale Damaso Ruiz-Jarabo Colomer, il quale sottolinea che, quanto agli obblighi di tutela, *«il principio nullum crimen sine lege rimane intatto, in quanto l'armonizzazione comunitaria richiede l'intervento dei parlamenti nazionali ai fini della definitiva integrazione delle disposizioni esterne nei rispettivi ordinamenti giuridici»*.

Se è sicuramente vero che questa soluzione garantisce formalmente il rispetto del principio di riserva di legge, a livello sostanziale non può nascondersi come le perplessità rimangono, a causa della effettiva traslazione delle scelte politico criminali dagli Stati membri alla Comunità, la quale, imponendo obblighi di tutela penale, compie scelte di merito circa i beni giuridici interessati e la modalità di tutela. Pertanto nel caso in questione l'individuazione delle condotte penalmente rilevanti viene riservata alla Comunità, che a causa del suo assetto istituzionale non garantisce una sufficiente democraticità.

Tali perplessità, per la verità, devono essere rivalutate in luce della

³⁰ Così QUADRI R., *Sovranità e libertà in relazione alle istituzioni sovranazionali. L'efficacia degli atti sovranazionali nei confronti degli individui*, in *Scritti giuridici* Parte III, Milano, 1988, 6.

³¹ Così SICURELLA R., *Diritto penale e competenze dell'Unione europea*, Milano, 2005, 381.

³² C.G.U.E, sent. 10 luglio 1984 *Procedimenti penali c. X*, C-63/83.

progressiva democraticizzazione che ha riguardato l'assetto istituzionale dell'attuale Unione, caratterizzata da un ridimensionamento del ruolo del Consiglio nell'ambito della procedura di codecisione in favore del Parlamento europeo, ormai co-legislatore a tutti gli effetti.

La questione rimane quindi quella di capire entro quali limiti può svolgersi l'imposizione di questi obblighi di tutela ed è proprio su questo punto critico che la sentenza della Corte non dà una soluzione soddisfacente³³. Il testo della sentenza infatti appare assolutamente carente di «*un chiaro inquadramento logico e teorico della riconosciuta competenza sovranazionale a fissare obblighi di penalizzazione, in grado di supportare e legittimare sul piano scientifico-giuridico, prima ancora che politico, le iniziative che dovranno logicamente essere assunte a livello normativo*».

1.1.2 (segue) una competenza diretta con il Trattato di Lisbona?

Si noti che ulteriori dubbi circa la possibilità di ammettere poteri incisivi e diretti dell'allora Comunità in materia penale nacquero in relazione alla portata del vecchio art. 280 TCE, norma ampiamente ripresa dall'attuale art. 325 TFUE. L'art. 280 TCE³⁴, introdotto dal trattato di Amsterdam, disponeva l'utilizzazione del cd. metodo dell'*armonizzazione* (vedi infra), il solo che potesse effettivamente garantire l'efficacia e dissuasività della tutela predisposta dagli Stati membri. La norma interessa ai nostri fini poiché fu oggetto di profonde divergenze circa i limiti che essa pone all'intervento sovranazionale in un settore cruciale

³³ Cfr. valutazione espressa dall'Avv. Gen. M.J. Mazàk nelle conclusioni presentate il 28 giugno 2007 nella causa C-440/05 *Commissione c. Consiglio*.

³⁴ L'art. 280 TCE sostituiva il precedente 209 A, che prevedeva il metodo dell'*assimilazione*, tramite il quale si richiedeva di assimilare la tutela degli interessi finanziari della Comunità a quella dei corrispondenti interessi finanziari interni. Questo strumento era di certo legittimo, in quanto previsto da un atto ratificato dagli Stati membri, ma risultava in realtà inefficiente a causa della carenza di parametri che specificassero i caratteri delle norme interne che gli stati dovevano predisporre.

come quello della tutela degli interessi finanziari comunitari³⁵. Era fortemente possibile, infatti, che la disposizione in parola rappresentasse una manifestazione «significativa della possibile incidenza diretta del diritto comunitario sul diritto penale nazionale»³⁶, poiché secondo la dottrina maggioritaria esso costituiva una base giuridica sufficiente a consentire interventi normativi penetranti in relazione ai sistemi sanzionatori nazionali «*ivi compresi i sistemi penali*»³⁷.

Invero, vi era in *primis* chi negava in maniera assoluta la possibilità che la Comunità europea incidesse in qualunque modo sul diritto penale degli Stati Membri, basandosi non solo sull'idea diffusa che il diritto penale rappresenti uno dei noccioli duri della sovranità statale, ma anche sul disposto del par. 4 della norma in questione il quale recitava: «*tali misure non riguardano l'applicazione del diritto penale nazionale o l'amministrazione della giustizia negli Stati membri*». È evidente però che un'interpretazione letterale di tale paragrafo comporterebbe la perdita di valenza dell'obiettivo di equivalenza prefissato, nonché un'involuzione rispetto ai principi giurisprudenziali consolidati in materia, che ammettono univocamente un'incidenza, seppur limitata, del diritto comunitario sugli ordinamenti penali nazionali.

Vi era poi chi sosteneva la sussistenza di una competenza indiretta appunto, ovvero la possibilità che la Comunità emanasse norme in materia penale, sebbene queste non potessero essere *self executing*, proprio interpretando suddetto paragrafo 4 come un limite posto dalla norma, non ad un'incidenza generale dell'intervento comunitario sui diritti penali nazionali, bensì alla possibilità di incidere in modo diretto.

Infine, si noti, vi era chi riteneva che tale norma rendesse definitivamente possibile che il legislatore comunitario emanasse norme

³⁵ Così SICURELLA R., *La tutela*, in Grasso, Sicurella (a cura di), *Lezioni*, 320.

³⁶ Cit. SICURELLA R., *Ult. op. cit.*, 319

³⁷ Cit. SICURELLA R., *ult. op. cit.*, 320.

penali direttamente efficaci negli Stati membri (attraverso l'emanazione di regolamenti), basandosi semplicemente sul dato letterale (ad esempio, *inter alia*, sulla genericità del termine "misure")³⁸. Tale tesi, per quanto sicuramente innovativa, non risultava del tutto azzardata anche alla luce della giurisprudenza della Corte di Giustizia³⁹: sarebbe stata infatti una positivizzazione di una facoltà attribuita dalla medesima Corte al diritto comunitario nel suo complesso⁴⁰. Secondo questa parte della dottrina la frase del § 4 che recita "*non riguardano l'applicazione del diritto nazionale*" non fungerebbe da ostacolo in quanto la tutela dell'Unione dovrebbe riguardare questioni esorbitanti i sistemi penali nazionali, intervenendo solo sussidiariamente, al fine di porre in essere una tutela insufficiente a livello nazionale⁴¹. Non può trascurarsi come un tale orientamento non tanga da conto dei limiti imposti dai Trattati istitutivi, limiti secondo i quali l'attribuzione di una determinata competenza all'Unione non potrebbe prescindere da una manifestazione di volontà politica da parte degli Stati membri⁴².

Il dibattito ha trovato nuovi spunti con il Trattato di Lisbona, il quale ha raggiunto importanti traguardi in tema in armonizzazione, sulla scia dell'esigenza sempre più pressante di uniformare il diritto dei vari Stati membri e di tutela degli interessi comunitari. L'art. 280 TCE è confluito nel

³⁸ Cfr. GRASSO G., *Introduzione*, in Grasso G. – Sicurella R. (a cura di), *Lezioni*, cit. 78.

³⁹ Ci si riferisce, in particolare, alla sentenza *mais greco*, la quale pose l'obbligo per gli Stati membri di dare una protezione adeguata agli interessi comunitari, e alla sentenza *Ambiente* in cui la corte ha riconosciuto una competenza indiretta della Comunità Europea. Si veda in merito GILIBERTO A., *Principi e limiti di una politica penale europea*, 2013, 14 s.

⁴⁰ Così A. Giliberto, *Principi e limiti di una politica penale europea*, 2013, 79 s.

⁴¹ Cfr. PICOTTI L., *Potestà penale dell'Unione europea nella lotta contro le frodi comunitarie e possibile "base giuridica" del Corpus Juris. In margine nuovo art. 280 del Trattato CE*, in Grasso G. (a cura di), *La lotta contro la frode agli interessi finanziari della Comunità europea tra prevenzione e repressione. L'esempio dei fondi strutturali*, Milano, 2000, 370.

⁴² Così SICURELLA R., *La tutela*, in Grasso G. – Sicurella R. (a cura di), *Lezioni*, 326.

nuovo art. 325 TFUE⁴³, dando adito alle medesime divisioni già riscontrate in dottrina in merito al suo predecessore. La norma presenta fra le modifiche rilevanti l'eliminazione dell'equivoca esclusione dall'ambito applicativo *"del diritto penale nazionale o l'amministrazione della giustizia"*. La dicitura attuale pertanto consente senza dubbio la creazione di direttive in materia penale, quindi di strumenti legislativi di armonizzazione ad efficacia indiretta, al fine di ottenere una tutela uniforme degli interessi finanziari.⁴⁴

La norma in questione presenta un ambito di intervento molto ampio, anche più ampio di quello previsto dall'art. 83 TFUE che analizzeremo più avanti. Mancano, infatti, i limiti posti dalla necessità di emanare norme che siano "minime", nonché la possibilità di ingerenza dei parlamenti nazionali.

Il medesimo dibattito visto in merito all'art. 280 TCE si ripresenta e si complica ulteriormente dovendosi ora scontrare con il disposto dell'art. 86 TFUE, il quale prevede la possibilità di istituire una Procura europea

⁴³ Per semplicità di consultazione si riporta il testo vigente dell'art 325 TFUE: «1. L'Unione e gli Stati membri combattono contro la frode e le altre attività illegali che ledono gli interessi finanziari dell'Unione stessa mediante misure adottate a norma del presente articolo, che siano dissuasive e tali da permettere una protezione efficace negli Stati membri e nelle istituzioni, organi e organismi dell'Unione.
2. Gli Stati membri adottano, per combattere contro la frode che lede gli interessi finanziari dell'Unione, le stesse misure che adottano per combattere contro la frode che lede i loro interessi finanziari.
3. Fatte salve altre disposizioni dei trattati, gli Stati membri coordinano l'azione diretta a tutelare gli interessi finanziari dell'Unione contro la frode. A tale fine essi organizzano, assieme alla Commissione, una stretta e regolare cooperazione tra le autorità competenti.
4. Il Parlamento europeo e il Consiglio, deliberando secondo la procedura legislativa ordinaria, previa consultazione della Corte dei conti, adottano le misure necessarie nei settori della prevenzione e lotta contro la frode che lede gli interessi finanziari dell'Unione, al fine di pervenire a una protezione efficace ed equivalente in tutti gli Stati membri e nelle istituzioni, organi e organismi dell'Unione.
5. La Commissione, in cooperazione con gli Stati membri, presenta ogni anno al Parlamento europeo e al Consiglio una relazione sulle misure adottate ai fini dell'attuazione del presente articolo.»

⁴⁴ Così GILIBERTO A., *Principi e limiti di una politica penale europea*, cit. 78: «Ciò se non altro perché nel "più" dovrebbe stare il "meno", e quindi se all'Unione è consentito definire norme penali minime nei settori oggetto di armonizzazione, tanto più dovrà esserlo con riferimento al bene giuridico per eccellenza, rispetto al quale l'unione "gode della massima legittimazione ad intervenire"»

(vedi par. 1.4).

In particolare, la dottrina si è spesa in forti critiche in relazione all'infelice espressione contenuta nel § 2 del suddetto articolo, che recita: «*La Procura europea è competente per individuare, perseguire e rinviare a giudizio, eventualmente in collegamento con Europol, gli autori di reati che ledono gli interessi finanziari dell'Unione, quali definiti dal regolamento previsto nel paragrafo 1, e i loro complici. Essa esercita l'azione penale per tali reati dinanzi agli organi giurisdizionali competenti degli Stati membri*».

Piuttosto ambiguo è il termine "definire", il quale non è chiaro se si intendere nel senso di dover considerare i reati "elencati nel regolamento" o nel senso di dover ritenere che detto regolamento possa prevedere i reati definendone condotta e sanzione. In merito, la combinazione degli articoli 325 e 86 TFUE ha dato vita a differenti interpretazioni⁴⁵. Da un lato, infatti, vi è chi⁴⁶ ritiene che il regolamento non possa in alcun modo definire i reati nel senso di prevedere precetto e sanzione, in ragione del fatto che, *inter alia*, il contenuto del regolamento è di natura istituzionale e procedimentale e dunque non abbracciando questa tesi si otterrebbe un contenuto anomalo. Non solo, si sostiene inoltre che l'affermazione di un potere così incisivo avrebbe necessitato una precisazione inequivocabile, per evitare di forzare il Trattato.

Da ultimo, secondo questa dottrina l'eliminazione dell'espressa esclusione del diritto penale, prevista dal vecchio 280 TCE e non trasposta nel 325 TFUE, potrebbe semplicemente essere giustificata dalla volontà di evitare che una clausola siffatta si ponesse in contrapposizione con l'art.

⁴⁵ Vi sono diversi contributi che cercano di fare chiarezza sul punto. Si veda ad es., SICURELLA R., *Il diritto penale applicabile dalla Procura europea: diritto penale sovranazionale o diritto nazionale 'armonizzato'? Le questioni in gioco*, in www.penalecontemporaneo.it, 2013; PICOTTI L., *Le basi giuridiche per l'introduzione di norme penali comuni relative ai reati oggetto della competenza della procura europea*, in penalecontemporaneo.it, 2013; VENEGONI A., *Considerazioni sulla normativa applicabile alle misure investigative intraprese dal pubblico ministero europeo nella proposta di regolamento COM (2013) 534*, in penalecontemporaneo.it, 2013.

⁴⁶ Ad es. Grasso G.

83 TFUE, escludendo ogni tipo di competenza penale dell'Unione. Tale orientamento, dunque, ravvede come unica base giuridica fondante la competenza penale dell'Unione l'art. 83 TFUE.

Vi è poi altra dottrina⁴⁷ che, sebbene escluda che le sanzioni possano essere determinate tramite regolamenti, ritiene possibile che questi ultimi possano almeno prevedere i precetti relativi ai reati lesivi degli interessi finanziari. In questo caso, si perviene ad una soluzione interpretativa sulla base del confronto con l'art. 82 TFUE, il quale anch'esso contiene il termine "definire", qui indiscutibilmente relativo sia al precetto che alle sanzioni. Ragionando a contrario dunque, non essendovi un riferimento espresso alle sanzioni nell'art. 86, bisognerebbe dedurre che questo si riferisca solamente alla possibilità per il regolamento di definire i precetti.

Infine, ricordiamo anche qui una terza posizione⁴⁸ che ritiene sicuramente possibile ex art. 325 TFUE che le misure da esso disposte siano anche penali. Quest'ultimo, infatti, *«si porrebbe in rapporto di specialità con il sistema delineato dagli artt. 82 ss. TFUE»*⁴⁹. Tale affermazione si basa su diversi rilievi, quali ad esempio *«il bene giuridico interessato, pacificamente il più rilevante per l'ente sovranazionale; l'utilizzo del metodo indicativo, che indicherebbe una minore discrezionalità politica rispetto alle "possibilità" di penalizzazione offerte al legislatore europeo dallo SLSG; la specialità della procedura, priva di freno d'emergenza ma caratterizzata dall'unanimità; l'assenza dei reati di frode nel catalogo dell'art. 83, par. 1, TFUE, fattispecie che pure l'art. 325 TFUE pacificamente intende contrastare; il rifiuto di considerare la materia degli interessi finanziari come l'attuazione di una politica europea quanto piuttosto come l'oggetto delle norme che ne reprimono la violazione»*⁵⁰.

⁴⁷ Ad. es. Sotis C.

⁴⁸ Ad. es. Picotti L.

⁴⁹ Cit. GILIBERTO A., *Principi e limiti di una politica penale europea*, 2013, 82.

⁵⁰ Cit. GILIBERTO A., *ult. op. cit.*

In rapporto con l'art. 325 TFUE, infine, l'art. 86 TFUE si porrebbe come uno strumento privilegiato (anche se non necessario) per raggiungere gli scopi dettati dal primo.

Nel concreto, la Commissione ha abbracciato un approccio prudente⁵¹, proponendo due atti, un regolamento ed una direttiva, e solo quest'ultima ha come scopo quello di individuare le fattispecie di reato, mentre al regolamento è riservato il compito di istituire la procura. Peraltro, sebbene la proposta di direttiva sia fondata sull'art. 325 quale base giuridica autonoma, gli Stati tendono a voler trasferire quest'ultima sull'art. 83 TFUE.

«Non può quindi ancora concludersi univocamente per la sussistenza o meno, nel testo dei Trattati e nella legislazione dell'Unione, di una competenza penale europea diretta»⁵², tuttavia tanto la dottrina maggioritaria, quanto le istituzioni, per ora non si spingono ad ammetterla.

1.1.3 (segue) La competenza indiretta e il Trattato di Lisbona

Parallelamente, al di là delle incertezze ora esposte, viene cristallizzata, a seguito delle modifiche introdotte nel 2007 nel Trattato sul Funzionamento dell'Unione Europea al Titolo V, Capo 4, incentrato sulla "Cooperazione giudiziaria in materia penale" e specificamente negli artt. 82 e 83, una competenza *indiretta* dell'Unione in materia penale.

L'art. 82 TFUE prevede al primo paragrafo che la cooperazione giudiziaria in materia penale si fondi sul *«principio di riconoscimento reciproco delle sentenze e delle decisioni giudiziarie»* e *«include il ravvicinamento delle disposizioni legislative e regolamentari degli Stati*

⁵¹ Così PICOTTI L., *Le basi giuridiche*, cit., 24.

⁵² Cit. GILIBERTO A., *Principi e limiti di una politica penale europea*, 83.

membri nei settori di cui al paragrafo 2 dell'art. 83». Lo stesso articolo inoltre prevede che *«laddove necessario per facilitare il riconoscimento reciproco delle sentenze e delle decisioni giudiziarie e la cooperazione di polizia e giudiziaria nelle materie penali aventi dimensione transnazionale»* il Parlamento europeo e il Consiglio possano stabilire norme minime (mediante direttive) che tengano conto delle differenze tra le tradizioni giuridiche e gli ordinamenti giuridici degli Stati membri. Tali norme minime possono essere emanate o in ambiti predeterminati, oppure in ulteriori aree individuate dal Consiglio mediante una decisione presa all'unanimità e soggetta a previa approvazione del Parlamento europeo.

L'art. 83, invece, primo par., si occupa di talune forme di criminalità, disponendo: *«Il Parlamento europeo e il Consiglio, deliberando mediante direttive secondo la procedura legislativa ordinaria, possono stabilire norme minime relative alla definizione dei reati e delle sanzioni in sfere di criminalità particolarmente grave che presentano una dimensione transnazionale derivante dal carattere o dalle implicazioni di tali reati o da una particolare necessità di combatterli su basi comuni».* La disposizione segue poi indicando le 9 materie nell'ambito delle quali possono essere emanate queste norme minime: *«terrorismo, tratta degli esseri umani e sfruttamento sessuale delle donne e dei minori, traffico illecito di stupefacenti, traffico illecito di armi, riciclaggio di denaro, corruzione, contraffazione di mezzi di pagamento, criminalità informatica e criminalità organizzata».*

È dunque circoscritta a queste nove aree la competenza *autonoma* dell'UE. Peraltro, in ragione della diffidenza degli Stati membri rispetto ad una siffatta competenza, la loro estensione ad ulteriori materie risulta piuttosto gravosa, richiedendosi una decisione unanime del Consiglio, previa approvazione del Parlamento Europeo (art. 83, par. 3, TFUE); dunque una decisione pienamente controllabile da ogni singolo Stato membro e per di più improntata al principio di democrazia.

In secondo luogo questa stessa disposizione, al secondo paragrafo,

si occupa di materie già oggetto di armonizzazione e per le quali sorge l'esigenza di una tutela penale; essa infatti recita: «*Allorché il ravvicinamento delle disposizioni legislative e regolamentari degli Stati membri in materia penale si rivela indispensabile per garantire l'attuazione efficace di una politica dell'Unione in un settore che è stato oggetto di misure di armonizzazione, norme minime relative alla definizione dei reati e delle sanzioni nel settore in questione possono essere stabilite tramite direttive. Tali direttive sono adottate secondo la stessa procedura legislativa ordinaria o speciale utilizzata per l'adozione delle misure di armonizzazione in questione, fatto salvo l'articolo 76*». All'uopo vengono in considerazione gli interessi istituzionali dell'UE, come ad esempio quelli finanziari. Poiché, infatti, l'Unione è dotata di risorse finanziarie proprie si deve tutelare rispetto alla possibilità di frodi da parte dei propri funzionari e tale tutela può essere e viene garantita tramite la previsione di sanzioni anche penali. Questo tipo di competenza cd. "accessoria", prevista nel paragrafo appena citato, mira da un lato a garantire l'effetto utile⁵³ delle norme comunitarie, dall'altro ad evitare che la criminalità si concentri in certi paesi⁵⁴.

Il paragrafo 3 fornisce inoltre una sorta di *meccanismo di "freno di emergenza"*⁵⁵, che prevede la possibilità per gli Stati membri di opporsi al progetto di direttiva e chiedere che il Consiglio Europeo sia investito della questione, quando questo risulti in contrasto con i principi fondamentali del proprio ordinamento. In tal caso si sospende per non oltre 4 mesi la

⁵³ In merito al principio dell'"effetto utile", principio che mira a salvaguardare il raggiungimento degli scopi propri delle norme comunitarie, si veda NIZZO C., *L'art. 5 del Trattato CE e la clausola generale di buona fede nell'integrazione europea*, in *Dir. Un. Eur.* 1997, 381 ss.; e SCORRANO MG., *Il principio dell'effetto utile*, in *L'ordinamento europeo, II, L'esercizio delle competenze*, S. Mangiameli (a cura di), Milano, 2006.

⁵⁴ Così BERNARDI A., *La competenza penale accessoria dell'Unione Europea: problemi e prospettive*, 2011, *www.penale contemporaneo.it*, 5. Per approfondimenti sulla possibilità che la disomogeneità fra legislazioni porti alla formazione di "paradisi di criminalità" si veda inoltre RIONDATO S., *Competenza penale della Comunità europea. Problemi di attribuzione attraverso la giurisprudenza*, Padova, 1996, 142; SEVENSTER H.G., *Criminal Law and EC law*, in *Common Market Law Review*, 1992, 30.

⁵⁵ GILIBERTO A., *Principi e limiti di una politica penale europea*, 2013, p. 49.

procedura di adozione dell'atto in attesa di una pronuncia. Se il Consiglio europeo entro questo termine decide per l'adozione dell'atto il progetto viene rinviato al Consiglio e la procedura di adozione riprende regolarmente, se viceversa permane un disaccordo in seno al Consiglio europeo il progetto decade, a meno che un minimo di 9 Stati membri non decida di istituire una cooperazione rafforzata⁵⁶ sulla base del progetto di direttiva in questione.

Infine non si può non accennare al ruolo dei diritti fondamentali sanciti dalla Carta di Nizza, che oggi l'art. 6 del TUE riconosce come principi fondamentali dell'ordinamento europeo. Sebbene questa norma non estenda le competenze dell'UE in materia, è innegabile che essa produca taluni effetti sul diritto penale europeo nonché sul diritto interno dei singoli Stati membri; infatti i diritti sanciti dalla Carta possono operare o come principi di garanzia propriamente penalistici oppure come limitazioni a norme che comprimono talune libertà.

È facile notare, dunque, come, al di là dei dibattiti dottrinali, nonostante sembri rimanere in vigore il divieto per l'Unione di introdurre nuove fattispecie incriminatrici, il ruolo della medesima sicuramente è stato rafforzato e la tutela indiretta dei propri interessi finisce con l'avere una forte influenza sugli ordinamenti interni degli Stati membri; in altre parole, sebbene sussista ancora secondo la dottrina maggioritaria il suddetto divieto, ci si potrebbe spingere ad affermare che il cuore delle scelte politico-criminali, in diverse materie, è ormai frutto delle scelte operate dalla UE⁵⁷.

Questa influenza si concretizza principalmente nella creazione di direttive a seguito delle quali i legislatori nazionali devono adattare il proprio ordinamento. Si parla di dovere e non di libera scelta in quanto è previsto un sistema di sanzioni per gli Stati membri che non si adattino

⁵⁶ Ai sensi dell'art. 20 TUE e del titolo III parte VI del TFUE.

⁵⁷ Così PALAZZO F.C., *Corso di diritto penale, p.te gen.*, Torino, 2013, 98.

entro il termine indicato dalla Direttiva. Il TFUE infatti disciplina la cd. *procedura di infrazione*, procedura che viene messa in moto a fronte di un inadempimento di uno Stato membro e che può concludersi con l'infrazione di una sanzione pecuniaria. A prescindere però dal sistema di "enforcement" previsto dal Trattato, è nell'interesse di ciascuno adempiere agli obblighi derivanti dalle direttive e ciò in luce del fatto che le direttive mirano alla tutela degli interessi comunitari, interessi che, sebbene indirettamente, coincidono con quelli di ogni Stato membro.

La procedura di infrazione, nonostante abbia un effetto persuasivo importante rispetto all'adempimento da parte dei singoli stati membri in quanto fortemente afflittiva, non ha tuttavia effetti sui singoli cittadini, che rimangono sprovvisti della tutela loro "promessa". La giurisprudenza italiana ha tentato di recuperare un effetto diretto in *malam partem* delle norme comunitarie - ricordiamo ad esempio i casi *Niselli*⁵⁸ e *Berlusconi*⁵⁹ - tuttavia senza alcun successo. La Corte di Giustizia, in particolare nel secondo dei casi citati, rifiutò di pronunciarsi sul rinvio del giudice nazionale alla luce della propria consolidata giurisprudenza che negava qualsiasi tipo di effetto diretto ad una Direttiva, qualora questo risultasse sfavorevole per l'imputato⁶⁰. Ciò non osta, comunque, alla possibilità per i giudici nazionali di interpretare le norme in *malam partem*, purché l'interpretazione sia comunque compatibile (vedi *infra*), ed alla Corte Costituzionale di dichiarare l'illegittimità delle norme quando queste escludano indebitamente delle categorie di soggetti.

Per quanto concerne le modalità di implementazione delle direttive si è già fatto riferimento a due possibili schemi. Si parla infatti di "assimilazione" quando l'Unione richiede ai membri di estendere la tutela penale a determinate aree di interessi, lasciando gli Stati liberi di utilizzare

⁵⁸ C.G.CE, sent. 11 novembre 2004, *Niselli*, C-457/02.

⁵⁹ C.G.CE, sent. 9 luglio 2005, *Berlusconi* cause C-387, 391 e 403/02.

⁶⁰ C.G.CE, sent. 8 ottobre 1987, *Kolpinghuis Nijmegen* C-80/86.

i propri strumenti giuridici per raggiungere detto scopo. Si parla invece di "armonizzazione", quando gli Stati devono introdurre nuove fattispecie incriminatrici, conformandosi però alle indicazioni fornite dall'Unione stessa circa le modalità e gli strumenti da utilizzare. Sempre più spesso la seconda strada è quella percorsa ed un esempio calzante è proprio la Direttiva cd. MAD II in tema di abusi di mercato che verrà analizzata nei prossimi capitoli. Alla luce di tali considerazioni dovrebbe essere di vitale importanza che i Parlamenti nazionali esercitino al meglio le proprie funzioni, limitatamente all'area di discrezionalità a loro concessa. Purtroppo, però, non sempre ciò è avvenuto, creando veri e propri vuoti di tutela. Sempre più di frequente il legislatore italiano, forte del continuo maggior dettaglio con cui le direttive si presentano, ha presunto che esse avessero una vincolatività maggiore di quella effettiva, rinunciando a legiferare in materia. Sfortunatamente, anche qui, l'esempio precedente risulta calzante. Come vedremo, infatti, il legislatore ha guardato inerte lo spirare dei termini per l'implementazione della Direttiva 2014/57/UE (MAD II), lasciando numerose incertezze e vuoti normativi.

1.2 L'adozione di "norme minime"

Come si è visto il comma 2 dell'art. 83 TFUE stabilisce che, tramite ovviamente direttive, l'Unione possa introdurre "norme minime" relative alla definizione dei reati e delle sanzioni nei settori che sono stati oggetto di misure di armonizzazione. Si dice che l'UE abbia una competenza di tipo "accessorio" in materia penale, poiché quest'ultima si affianca a quello che invece è il fulcro della politica criminale europea (consistente nella repressione delle manifestazioni criminali a livello internazionale), con lo scopo di ravvicinare dal punto di vista sanzionatorio la regolamentazione di alcuni settori.

Si tratta, quindi, di comprendere cosa si intenda per "norme minime", dovendo considerare la necessità di rispettare il vincolo

legalitario dei principi di chiarezza e precisione. Autorevole dottrina non esita nel notare come una siffatta espressione risulti piuttosto indeterminata, non fornendo alcuna indicazione all'interprete circa il livello di incisività e di dettaglio concesso alla normativa europea⁶¹. Sicuramente l'Unione deve ritenersi competente a disciplinare il "nocciolo duro" della fattispecie criminosa, quali gli elementi oggettivi e soggettivi. *«Ma vi è di più in quanto il particolare "livello di incisività" delle norme penali minime di armonizzazione accessoria discende dal fatto che, le parallele norme di armonizzazione extra-penale, "bisognose" di una tutela penale coordinata su base europea, risultano di frequente molto puntuali e "tecniche", con conseguente tendenza a comprimere all'estremo gli ambiti della discrezionalità legislativa nazionale»*.⁶² L'esempio evidentemente precipuo è quello dei settori disciplinati da regolamenti, che per loro natura, si presentano con norme di dettaglio che sono direttamente applicabili negli ordinamenti nazionali.

Circa la pena applicabile alle varie fattispecie criminose, si deve ritenere sicuramente possibile che le norme minime fissino il tipo di sanzione, potendosi spingere addirittura a definire il quantum, sebbene in maniera approssimativa (potendo fissare tutt'al più, mi si conceda il gioco di parole, il minimo del massimo edittale). E' auspicabile, però, che l'impianto sanzionatorio fornito dalla norma comunitaria sia caratterizzato da una certa flessibilità, necessaria affinché ne risulti discrezionalità per i singoli Stati membri, che dovranno adattare la disciplina al *«livello di effettività delle rispettive comminatorie edittali, come si sa largamente condizionate da molteplici meccanismi e misure latu sensu indulgenziali»*.⁶³

⁶¹ Così SICURELLA R., *La tutela*, in Grasso G. – Sicurella R. (a cura di), *Lezioni*, 385.

⁶² BERNARDI A., *La competenza penale accessoria dell'Unione Europea: problemi e prospettive*, in www.penalecontemporaneo.it.

⁶³ Ancora BERNARDI A., *La competenza penale accessoria dell'Unione Europea: problemi e prospettive*, in www.penalecontemporaneo.it; Cfr. anche e per tutti, Bernardi A., *L'armonizzazione delle sanzioni in Europa: linee ricostruttive*, 99 ss.

Si ricordi inoltre che suddette "norme minime" devono rispettare taluni limiti contenutistici, quali ad esempio l'impossibilità di regolare questioni di parte generale sganciate da singole materie o di vertere su questioni essenzialmente dogmatiche.

Anticipiamo fin da ora che è proprio nell'ambito applicativo di questa disposizione che si inserisce la disciplina europea sugli abusi di mercato ed in particolare la nuova Direttiva 2014/57/UE. Questa infatti fissa delle norme minime di riferimento (anche se, per quanto minime, risultano piuttosto dettagliate), con le quali vengono delineate le fattispecie incriminatrici. Ma vi è di più, le stesse norme si preoccupano di fornire indicazioni anche circa la risposta sanzionatoria, fornendo un livello minimo di pena nel massimo edittale delle varie fattispecie.

1.3 I rapporti tra diritto UE e il diritto penale interno

A fronte dello storico divieto di introduzione diretta di nuove fattispecie incriminatrici, il risultato è quello di avere una disciplina frutto dell'integrazione tra fonti europee e diritto penale interno che, come già accennato, assume una connotazione particolare nell'ambito del sistema penale. Infatti il principio della riserva di legge assoluta, dettato dall'art. 25 co. 2 della Costituzione, garantisce al diritto interno la prevalenza nell'ambito del processo di armonizzazione della disciplina. Parlando di prevalenza si noti che non si intende negare il cd. principio del primato del diritto comunitario⁶⁴, principio affermato dalla Corte di Giustizia e pacificamente riconosciuto, secondo il quale, in caso di contrasto fra norme europee e norme interne, le prime hanno la preminenza; il concetto che si vuole esprimere riguarda invece il ruolo della disciplina

⁶⁴ Principio recepito dalla Corte Costituzionale con la celebre sentenza *Granital* (C.Cost. 170/1984), la quale ha sostanzialmente recepito la giurisprudenza comunitaria sul punto. Si afferma infatti la competenza del giudice ordinario a disapplicare le norme interne sia anteriori che successive, contrastanti con il diritto comunitario, senza dover rimettere la questione alla Corte Costituzionale.

interna, la quale, essendo l'unica dotata di legittimazione democratica, è l'unica avente il potere di introdurre norme penali dotate di precetto e sanzione, lasciando alla normativa europea il ruolo di tracciare le linee generali.

Peraltro, è già stato ricordato come questo discorso vada ridimensionato, tenendo conto sia della tendenza sempre più accentuata degli organi legislativi europei a "sforzare" direttive dettagliate (si veda anche qui la Direttiva 2014/57/UE), che si spingono sino a prevedere per le singole fattispecie sanzioni ben precise, sia del nuovo ruolo del Parlamento all'interno della procedura legislativa ordinaria. Quest'ultima, introdotta dal Trattato di Lisbona con l'art. 289 TFUE⁶⁵, prevede un accrescimento considerevole delle competenze del Parlamento Europeo, comportando una maggiore legittimazione dal punto di vista democratico e implicando l'intervento del medesimo in qualità di co-legislatore a fianco del Consiglio.

Tornando al rapporto intercorrente tra norme comunitarie e norme interne giova sicuramente distinguere due piani, quello interpretativo e quello strutturale.

Per quanto concerne il primo, è pacifico che vi sia un generale obbligo in capo ai giudici nazionali di interpretare le norme interne conformemente al diritto europeo, ove ciò sia possibile; si esclude, infatti, la possibilità di un'interpretazione *contra legem*, specialmente quando ne derivino effetti sfavorevoli. Il giudice ha inoltre la possibilità di integrare la fattispecie con elementi normativi previsti dalla legislazione europea (sia

⁶⁵ Art. 289 TFUE: «La procedura legislativa ordinaria consiste nell'adozione congiunta di un Regolamento, di una Direttiva o di una decisione da parte del Parlamento europeo e del Consiglio su proposta della Commissione. Tale procedura è definita all'articolo 294. Nei casi specifici previsti dai trattati, l'adozione di un Regolamento, di una Direttiva o di una decisione da parte del Parlamento europeo con la partecipazione del Consiglio o da parte di quest'ultimo con la partecipazione del Parlamento europeo costituisce una procedura legislativa speciale. Gli atti giuridici adottati mediante procedura legislativa sono atti legislativi. Nei casi specifici previsti dai trattati, gli atti legislativi possono essere adottati su iniziativa di un gruppo di Stati membri o del Parlamento europeo, su raccomandazione della Banca centrale europea o su richiesta della Corte di giustizia o della Banca europea per gli investimenti.»

regolamenti che direttive *self-executing*).

Quanto al piano strutturale è necessario distinguere il caso in cui l'integrazione è in *bonam partem* da quello in *malam partem*, ove intervengono le esigenze garantistiche dettate dall'art. 25 Cost. Nell'ipotesi dell'integrazione *in bonam partem* il giudice penale è tenuto a disapplicare la norma penale interna quando questa sia totalmente o parzialmente incompatibile con la norma europea; si ipotizzi ad esempio il caso di una fattispecie incriminatrice che punisce un fatto considerato lecito da una norma UE.

Peraltro, la disapplicazione travolge anche le sentenze di condanna definitive, le quali perdono immediatamente efficacia. Quindi, ad esempio, se a livello europeo è previsto che l'accesso e l'esercizio di una determinata attività debba essere totalmente libero, qualora vi siano norme interne che pongono limitazioni come autorizzazioni o permessi da parte di autorità, il giudice dovrà disapplicare la norma che sanziona penalmente l'esercizio dell'attività senza tali permessi o autorizzazioni. Parimenti, potrebbe darsi il caso in cui sia prevista a livello europeo una causa di giustificazione, la quale dovrà essere applicata alla fattispecie incriminatrice interna.

Un esempio concreto in merito è quello della vicenda dell'art. 14 comma 5-ter del T.U. in materia di archiviazione, norma che prevedeva una pena detentiva per lo straniero che, all'esito di un provvedimento di espulsione, non ottemperasse all'ordine del questore di allontanarsi dal territorio dello Stato. Tale norma è stata disapplicata da molti giudici in quanto ritenuta in contrasto con la Direttiva 2008/115/CE.

Nel caso dell'integrazione *in malam partem*, la questione si fa più complessa a causa dei confini garantisti tracciati da alcuni principi fondamentali del sistema penale italiano, quali il principio di irretroattività della legge penale e quello della certezza del diritto. Sarebbe incompatibile con questi principi, ad esempio, poter pensare che norme europee, contrastanti con quelle interne più favorevoli, possano causarne la

disapplicazione, introducendo quindi un aggravamento della disciplina senza alcun intervento mediatore del legislatore nazionale.

Innanzitutto è necessario porre una distinzione circa il tipo di provvedimento europeo che introduce la nuova disciplina. Nel caso di direttive si può ammettere l'introduzione di fattispecie sfavorevoli, ma ciò solamente in quanto esse vengono trasposte dal legislatore nazionale, scongiurando così il contrasto con il principio della riserva assoluta di legge. Si noti tuttavia come il rispetto di detto principio talvolta sia solo apparente e ciò a causa di due fattori: la possibilità di emanare direttive dettagliate, nonché il recepimento delle direttive per mezzo della legge di delegazione europea.

Per quanto concerne il primo fattore, esso si concretizza nel fatto che, spesso, tramite l'emanazione di tali direttive altamente dettagliate, il legislatore europeo finisce col non lasciare alcun tipo di spazio a quello nazionale, il quale perde così la possibilità di compiere qualunque scelta discrezionale al momento della trasposizione. In altre parole, l'implementazione da attività discrezionale si trasforma in una meccanica riproduzione della disciplina, causando un sostanziale "svuotamento" del principio della riserva di legge, seppur formalmente rispettato⁶⁶.

Secondo fattore è il sistema di recepimento delle direttive tramite la legge di delegazione europea, per mezzo della quale, annualmente, viene concessa delega al governo affinché si occupi del recepimento delle direttive entrate in vigore nell'anno. A causa della usuale genericità della delega anche qui il principio della riserva di legge viene sostanzialmente disatteso, in quanto si lasciano "in balia" del governo le valutazioni discrezionali in merito all'implementazione delle direttive oggetto della delega medesima. Caso esemplare di delega cd. in bianco è quello dell'art. 11 della legge di delegazione europea 2014 (l. 114/2015), con il quale viene incaricato il governo di emanare una disciplina di attuazione della

⁶⁶ sul punto cfr. PALAZZO F.C. in *Corso di diritto Penale*, parte generale, sesta edizione, p. 128.

Direttiva 2014/57/UE (cd. *Market Abuse Directive II*), fornendo principi e criteri direttivi altamente vaghi e generici, che hanno lasciato dubitare sulla compatibilità costituzionale della delega rispetto al principio della riserva di legge ex art. 25 Cost..

Venendo poi ai regolamenti, la questione si presenta decisamente differente: essi, infatti, essendo direttamente efficaci negli ordinamenti nazionali, non possono prevedere in alcun modo l'introduzione di nuove fattispecie incriminatrici, tanto che i precetti in essi contenuti, seppur direttamente efficaci, non possono essere accompagnati dalla previsione di una sanzione. È dunque necessario un meccanismo di integrazione con il diritto nazionale, o tramite un rinvio oppure tramite la *cd. tecnica dell'assimilazione*.

Il rinvio può essere recettizio, quando la norma fa proprio il contenuto di un Regolamento europeo preesistente, o formale, quando il rinvio è mobile; per rinvio si intende il richiamo operato dal Regolamento ad una norma interna con struttura meramente sanzionatoria di una disciplina interamente contenuta nella legge europea. Il rinvio recettizio è stato peraltro ritenuto illegittimo dalla Corte di Giustizia in quanto, per sua natura, elimina la possibilità di fare rinvio pregiudiziale presso quest'ultima. Essendo inoltre un rinvio fisso, non permette di recepire le modifiche della disciplina, rendendo necessaria l'emanazione di una norma nuova.

Una seconda possibile tecnica di integrazione è quella dell'*assimilazione*, tecnica che vede la stessa disciplina europea ricollegarsi a quella interna cercando un collegamento con essa. Ciò avviene facendo riferimento al bene giuridico protetto, presupponendo che vi sia una corrispondenza fra le terminologie utilizzate. È però evidente come una tecnica siffatta crei dei dubbi di compatibilità con il principio della riserva di legge, in quanto l'espansione della norma penale nazionale ad un Regolamento europeo viene imposta dal Regolamento medesimo, che si è

già definito privo di legittimazione democratica⁶⁷.

La situazione cambia radicalmente se l'assimilazione è contenuta in un trattato, in quanto in questo caso si rende necessaria l'emanazione di una legge di ratifica ed esecuzione. Si pensi ad esempio all'art. 184 del Trattato Euratom, in materia di attentato allo Stato e violazione del segreto atomico, implementato nel nostro ordinamento dagli artt. 261, 262, 326, 622, 623 c.p.. Necessaria, poi, una legge di ratifica ed esecuzione anche nel caso delle convenzioni, come ad esempio la convenzione sulla tutela degli interessi finanziari delle Comunità Europee, la convenzione relativa alla lotta contro la corruzione nella quale sono coinvolti funzionari delle comunità europee e la convenzione OCSE sulla lotta alla corruzione di pubblici ufficiali stranieri nelle operazioni economiche internazionali, ratificate dalla legge n.300/2000. Quest'ultima ha modificato gli artt. 9 e 10 del codice penale e introdotto l'art. 316-ter (indebita percezione di erogazioni a danno dello Stato, di altri enti pubblici o delle Comunità europee) e l'art. 322-bis, il quale rende applicabili le norme sul peculato, concussione, corruzione ed istigazione alla corruzione ai membri degli organi delle Comunità europee ed ai funzionari delle comunità europee e degli Stati esteri.

Da ultimo si noti come accanto a questo fenomeno di integrazione fra normativa europea e normativa nazionale vi sia quello dell'assunzione "volontaria" di compiti di tutela degli interessi comunitari. Ricordiamo ad esempio l'art. 316-bis c.p., che sanziona la malversazione a danno dello Stato o di altri enti pubblici nonché in danno della Comunità europea, e l'art. 640-bis che sanziona la truffa aggravata per il conseguimento di erogazioni pubbliche concesse dallo Stato, da altri enti pubblici o da parte della Comunità europea.

1.4 La procura Europea

⁶⁷ sul punto cfr. F. PALAZZO in *Corso di diritto Penale, p.te gen.*, Torino, 2013, 130.

Il trattato di Lisbona, come già accennato, quando si tratta di proteggere interessi di tipo finanziario dell'Unione offre vari tipi di strumenti per intervenire a livello penale, fra i quali ricordiamo quello previsto dall'art. 83 TFUE (ovvero le direttive contenenti norme minime in materia penale), quello previsto dall'articolo 82 TFUE, in tema di misure di cooperazione giudiziaria in materia penale, nonché la previsione dell'articolo 85 TFUE, che dispone il conferimento di competenze d'indagine ad Eurojust, e dell'articolo 86 TFUE, che prevede l'istituzione di una Procura europea a partire da Eurojust per combattere i reati contro gli interessi finanziari dell'Unione.

Per quanto attiene a quest'ultima disposizione ricordiamo che l'8 giugno 2017 è stata istituita una cooperazione rafforzata fra 20 Stati membri (Austria, Belgio, Bulgaria, Croazia, Cipro, Estonia, Finlandia, Francia, Germania, Grecia, Italia, Lettonia, Lituania, Lussemburgo, Portogallo, Repubblica ceca, Romania, Slovacchia, Spagna e Slovenia), a seguito della mancata unanimità sulla proposta in merito al Regolamento EPPO volta all'istituzione della Procura europea. L'EPPO costituirebbe un organo indipendente dell'Unione avente l'autorità, a talune condizioni, di indagare e perseguire reati di frode ai danni dell'UE e altri reati che ledono gli interessi finanziari dell'Unione⁶⁸.

L'idea nasce dalla presa di coscienza dell'inadeguatezza del sistema attuale di repressione degli illeciti contro gli interessi finanziari dell'Unione. La diversità dei sistemi penali, nonché la mancanza di una adeguata volontà e capacità di reprimere le eurofrodi rende l'attuale sistema

⁶⁸ Le difficoltà applicative relative all'istituzione della Procura europea nascono dal fatto che essa pone molteplici questioni attinenti per lo più ad aspetti di carattere istituzionale, procedimentale e processuale, quali, *inter alia*, l'esercizio dell'azione penale, la ricerca della prova, il coordinamento con le autorità nazionali, le relazioni con le autorità giurisdizionali. In proposito si veda PICOTTI L., *Le basi giuridiche per l'introduzione di norme penali comuni relative ai reati oggetto della competenza della procura europea*, in *penalecontemporaneo.it*, 2013.

altamente inefficiente (come dimostrato dai dati diffusi dalla Commissione e dall'OLAF⁶⁹).

Per quanto riguarda l'ambito di operatività della Procura Europea, esso sarebbe circoscritto ai soli reati lesivi degli interessi finanziari dell'UE. L'elencazione di tali reati, consistenti in vere e proprie frodi finanziarie ai danni dell'UE, è rimessa ad un apposito regolamento del Consiglio Europeo.

Si tratta, in linea di principio, di quei reati tendenti a sviare i fondi dal loro corretto utilizzo, a sottrarli ad esso, così che essi non raggiungano il loro scopo. Sul piano penale rilevano le condotte che nel nostro sistema si qualificano come truffa, appropriazione indebita o peculato, ma anche la corruzione e il riciclaggio.

Si potrebbe avanzare la proposta di ricomprendere fra queste materie anche le condotte abusive poste in essere presso i mercati finanziari, che, è evidente, altro non sono che attentati agli interessi finanziari dell'Unione. Ogni squilibrio finanziario, ogni alterazione dei prezzi sui mercati suddetti, causa un danno non trascurabile alla stabilità finanziaria, danno capace di propagarsi e moltiplicarsi secondo un effetto a catena dovuto alla perdita di fiducia nel mercato. Non vi è dubbio, dunque, che le condotte in questione siano perfettamente riconducibili ai reati che potrebbero rientrare nel regolamento sulla Procura europea.

La disciplina attualmente in vigore in tema di *market abuse* rientra nell'ambito di applicazione dell'art. 83 TFUE. Oltre che al tempo l'unica scelta possibile, in luce della mancata attuazione dell'art. 86 TFUE, che

⁶⁹ In merito ALLEGREZZA S.: «L'Ufficio europeo per la lotta antifrode (OLAF) – che effettua inchieste a livello amministrativo sulla violazione degli interessi finanziari e trasmette poi il fascicolo alle competenti autorità nazionali quando ravvisa elementi di illiceità penale – fornisce in proposito dati statistici molto significativi: fra i più di 1.000 casi trasferiti, meno della metà ha sin qui trovato una risposta giudiziale a livello nazionale (sebbene di solito i casi istruiti da Olaf richiedano una quantità minima di indagini aggiuntive); per giunta, fra i casi che hanno suscitato una decisione giudiziale, circa la metà si è tradotta in pronunce di archiviazione (l'altra metà invece in decisioni di condanna).» (Verso una procura europea per tutelare gli interessi dell'unione, www.penalecontemporaneo.it, 2013).

ancora ad oggi è incerta e travagliata, sicuramente questa è anche la scelta meno invasiva rispetto alla sovranità degli Stati membri.

In un ambito dove con grande difficoltà si è arrivati a promulgare una disciplina penalistica uniforme, data la reticenza dei vari Stati ad accettare un'intrusione così marcata nell'ambito dei propri sistemi penali, ancor più difficile sarebbe il percorso verso la Procura europea.

Eppure, vista l'inefficienza che caratterizza i sistemi repressivi in materia di illeciti sui mercati finanziari, dovuta alla frammentarietà della disciplina e allo scarso coordinamento fra le autorità di vigilanza, la Procura europea sarebbe davvero una risposta. È vero, infatti, che rispetto alle problematiche appena elencate si è reagito con l'emanazione del Regolamento UE n. 2014/596 e della Direttiva UE 2014/57, che verranno di seguito analizzati; ma è anche vero che rimangono ancora molti problemi aperti, soprattutto dovuti al fatto che la Direttiva suddetta necessita di una normativa di recepimento, che, oltre a lasciare inevitabilmente uno spazio alla frammentarietà, apre la porta a possibili inadempimenti degli Stati membri, e l'Italia ne è un triste esempio.

In aggiunta, la decisa svolta verso un sistema prettamente penalistico, ove lo spazio dedicato alla repressione amministrativa è senza dubbio diventato marginale, rende la disciplina sul *market abuse* particolarmente adatta ad essere inserita in un sistema repressivo penale di matrice prettamente europea.

Non si scordi, infine, che le condotte tipiche in tema di abusi di mercato spesso hanno carattere transnazionale, in ragione dell'integrazione e globalizzazione dei mercati. Un sistema procedurale come quello della Procura europea, pertanto, sarebbe particolarmente adatto in quanto di più ampio raggio rispetto all'azione limitata della procedura nazionale.

2. La disciplina eurounitaria sul Market Abuse

2.1 Il contesto normativo e le sue criticità

Le origini della necessità di regolamentare i mercati finanziari e sanzionare efficacemente coloro che, tenendo una condotta distorsiva, danneggiano l'intero sistema, devono ricercarsi nella perdita di fiducia rispetto alle capacità naturali di autoregolamentazione del mercato.

La disciplina sugli abusi di mercato, a causa della crescente globalizzazione dei mercati finanziari, si configura come transnazionale e consuetudinaria e sono proprio queste caratteristiche ad aver costretto i legislatori nazionali a mettere in dubbio il sistema gerarchico novecentesco delle fonti del diritto⁷⁰. La consuetudine, infatti, acquista in questo contesto un ruolo fondamentale, divenendo fonte principale del diritto.

A fronte di ciò il nostro legislatore ha dovuto rimodellare il sistema interno per recepire una normativa quasi interamente originata dalla prassi. Una siffatta situazione può creare una serie di problematiche, quali, ad esempio, le difficoltà nel distinguere tra diritto e "non diritto", ovvero la netta violazione del principio di gerarchia delle fonti, proprio in quanto la consuetudine si erige a fonte di rango primario. In aggiunta, sulla scia della crisi del sistema, si parla di "moltiplicazione delle autorità", sia a causa dell'alto tecnicismo della disciplina, sia in quanto la regolamentazione è strutturata su più livelli (nazionale, europeo, sovranazionale). Alla luce di ciò si rende necessario un coordinamento e supporto reciproco fra i vari poteri; è evidente quindi come non sia più

⁷⁰ In tema vedi anche M. DONINI, *Lo "Ius comune" in un sistema policentrico*, in *Il volto attuale dell'illecito penale. La democrazia penale tra differenziazione e sussidiarietà*, Milano, 2004, 245 ss.

corretto descrivere il sistema come *gerarchico-piramidale*, dovendosi parlare piuttosto di un sistema *a rete*⁷¹.

Ciononostante, parlare di struttura piramidale non è del tutto anacronistico, «*posto che le epoche non si succedono mediante cesure, ma incorporandosi le une nelle altre*»⁷².

Il contesto appena descritto porta con sé dei risvolti interessanti a livello penale. In particolare, il ruolo crescente delle autorità di settore (come le autorità indipendenti) e di quelle sovranazionali fa sì che siano queste, in modo sempre più significativo, a doversi fare carico del *giudizio di meritevolezza di pena*⁷³. Infatti, da un lato, la globalizzazione dei mercati comporta la nascita di beni giuridici transnazionali, che necessitano perciò di una tutela che sia transnazionale anch'essa; dall'altro, l'alta tecnicità della disciplina rende inevitabile l'intervento delle autorità di settore. Dunque lo scenario sempre più comune è quello che vede gli ordinamenti nazionali recepire atti normativi sovranazionali, cercando di modellare al meglio il proprio sistema giuridico al fine di accoglierli.

È chiara, pertanto, la tendenza degli ordinamenti occidentali a superare la dimensione nazionale per abbracciare *standards* e norme comuni, nonché a favorire una collaborazione con altri Stati anche a livello di *enforcement*, favorendo la collaborazione fra le varie autorità indipendenti⁷⁴. La ragione di questa tendenza ad uniformare la normativa deve essere ricercata nel fatto che è la stessa frammentazione regolamentare ad essere di per sé distorsiva del corretto andamento dei

⁷¹ Sull'eclissi del criterio di gerarchia, VOGLIOTTI V., *Tra fatto e diritto. Oltre la modernità giuridica*, Torino, 2007, 275; CASSESE S., *Oltre lo Stato*, Roma-Bari, 2006, 11 ss.

⁷² CONSULICH F., *La giustizia e il mercato. Miti e realtà di una tutela penale dell'investimento mobiliare*, Milano, 2010, 18.

⁷³ Così CONSULICH F., *ult. op. cit.*, 19.

⁷⁴ Sull'evoluzione di questa cooperazione fra gli Stati in tema di illeciti economici si veda STEINBERG M.I., *International Securities Law. A Contemporary and Comparative Analysis*, The Hague-London-Boston, 1999, 25 ss.

mercati.

Si noti, infine, che la disciplina di regolamentazione dei mercati a livello europeo è fortemente contaminata dal diritto statunitense. La Direttiva del 2003 sugli abusi di mercato, invero, ha sostanzialmente replicato i tratti fondamentali della normativa USA sul funzionamento mercati finanziari. Per meglio descrivere le origini di una siffatta contaminazione si deve immaginare una circolazione del diritto di tipo "ascendente"⁷⁵: l'influenza degli Stati Uniti a livello globale ha fatto sì che, sul piano internazionale, organizzazioni come la Banca Mondiale ed il Fondo Monetario Internazionale abbiano fatto propria l'impostazione statunitense e da qui questa avrebbe poi contaminato la normativa europea e conseguentemente quella degli Stati membri.

Non può non sottolinearsi, tuttavia, che questa importazione non è stata meccanica e priva di riadattamenti: sono stati recepiti i tratti fondamentali di una disciplina poi rimodellata in base alle specifiche caratteristiche di ciascun ordinamento giuridico.

2.2 La normativa europea: origine ed evoluzione

La Direttiva che per prima regolò in maniera completa la materia degli abusi di mercato è la 2003/6/CE (cd. *Market Abuse Directive o MAD*). Le origini di questa disciplina si devono ricercare nell'esigenza, sentita come primaria, di proteggere il mercato in quanto valore fondamentale della Comunità. Già prima del 2003 erano state emanate direttive comunitarie in tal senso, si veda ad esempio la Direttiva 89/592/CEE in materia di *insider trading* e le direttive in materia di riciclaggio. Fu

⁷⁵ CONSULICH F., *La giustizia e il mercato. Miti e realtà di una tutela penale dell'investimento mobiliare*, Milano, 2010, 29 ss; Sulla distinzione tra circolarità ascendente e discendente vedi MANACORDA S., *Jus commune criminale? Enjeux et perspectives de la comparaison pénale dans la transitions des système*, in Delmas-Marty M.- Muir Watt, H. Ruiz Fabri (sous la direction de), *Variations autour d'un droit commun*, Paris, 2002, 345 ss.

rilevata, però, la necessità di una rivisitazione della disciplina già presente, sia a causa degli intervenuti cambiamenti sui mercati finanziari, sia a causa del quadro normativo assolutamente frammentato in tema di *market abuse*, dal quale derivavano importanti distorsioni ed ostacoli per lo sviluppo di un mercato unitario.

Questi interventi, pertanto, devono sostanzialmente essere pensati come una richiesta dell'Unione affinché gli Stati membri si dotassero di una tutela sanzionatoria adatta a proteggere il corretto funzionamento dei mercati finanziari, richiesta che trova la propria ragion d'essere nel fatto che l'integrazione economica è asse portante dell'Unione, la quale nasce principalmente, appunto, come unione economica e solo successivamente come politico-giuridica⁷⁶.

La centralità che riveste il bene giuridico "mercato", peraltro, trova riscontro anche oggi nel Trattato sull'Unione Europea, il quale all'art. 3 elenca fra i propri obiettivi fondamentali quello di creare un mercato interno unitario e di adoperarsi «*per lo sviluppo sostenibile dell'Europa, basato su una crescita economica equilibrata e sulla stabilità dei prezzi, su un'economia sociale di mercato fortemente competitiva, che mira alla piena occupazione e al progresso sociale, e su un elevato livello di tutela e di miglioramento della qualità dell'ambiente [...]»*.

Premesso ciò, si rende necessaria una breve analisi circa gli scopi specifici della suddetta Direttiva sussistendone alcuni espliciti ed altri, invece, solamente impliciti. Per quanto concerne i primi, questi devono essere individuati nell'esigenza dell'Unione di garantire l'efficienza ed il corretto funzionamento dei mercati e, conseguentemente, l'accrescimento della fiducia pubblica verso di essi. L'interesse è quindi quello di garantire che non venga alterato il meccanismo di formazione del prezzo a causa di comportamenti distorsivi degli operatori economici e conseguentemente di garantire la stabilità ed affidabilità del mercato stesso (che genera fiducia negli operatori).

⁷⁶ Per approfondire vedi SOTIS C., *Il diritto senza codice*, Milano, 2007, 4 ss.

Quanto invece ai secondi, si fa riferimento all'incremento delle competenze della comunità in forza della cd. teoria dei poteri impliciti⁷⁷, secondo la quale alla Comunità devono essere riconosciuti tutti i poteri necessari al raggiungimento dei propri scopi dichiarati. E' evidente, quindi, che potenzialmente il diritto comunitario è dotato di una "capacità espansiva esponenziale"⁷⁸ e ciò si è concretizzato nel caso specifico nell'emanazione di tutta una serie di atti normativi successivi alla Direttiva 2003/6/CE e nella creazione continua di norme tecniche. Ricordiamo in proposito le direttive 2003/124/CE, 2003/125/CE, 2004/72/CE ed il Regolamento 2273/2003 della Commissione. Peraltro la suddetta continua necessità di emanare di norme tecniche di settore proviene dal fatto che detta Direttiva è stata concepita per essere fisiologicamente instabile. L'idea alla base è la seguente: l'impianto tende ad essere elastico per modellarsi a seconda dei "feedback" degli Stati membri e alle mutevoli esigenze del mercato, pertanto, generalmente, vengono create norme anch'esse elastiche e caratterizzate da una certa vaghezza, tali da garantire successivi interventi di definizione e specificazione⁷⁹.

Questo quadro normativo rappresenta la concretizzazione della cd. "Procedura *Lamfalussy*", una procedura ideata al fine di rafforzare l'integrazione dei mercati finanziari e di armonizzare la regolamentazione comunitaria in materia, basata su una più stretta cooperazione tra gli organi e i comitati dell'Unione Europea.

La procedura in questione si articola in quattro livelli:

- al primo livello vi sono gli atti normativi emanati dal Consiglio e dal Parlamento Europeo mediante la nuova procedura di codecisione, nati grazie all'impulso della Commissione;
- al secondo livello troviamo gli atti legislativi adottati dalla Commissione

⁷⁷ La C.G.CE ha formalizzato questa teoria nella sent. 31 marzo 1971, *Commissione c. Consiglio*, C-22/70.

⁷⁸ paternità dell'espressione CONSULICH F., *Ult. op. cit.*, 163.

⁷⁹ Così, CONSULICH F., *Ult. op. cit.*, 165.

con il supporto dei cd. "comitati di livello 2" (composti dai rappresentanti degli Stati membri), contenenti le misure tecniche di esecuzione necessarie per rendere operativi i principi posti a livello 1;

- Queste misure tecniche di secondo livello vengono predisposte dalla Commissione con il supporto del "comitato di livello 3" (composto da rappresentanti di alto livello delle Autorità nazionali di vigilanza), per promuovere la cooperazione tra le Autorità nazionali di vigilanza e facilitare l'applicazione coerente e uniforme della normativa in tutti gli Stati membri;
- Al quarto livello, infine, vi è il ruolo della Commissione e degli Stati membri nell'attivarsi affinché la legislazione comunitaria venga effettivamente applicata.

Tale procedura venne quindi applicata per l'emanazione della disciplina del *market abuse*. Gli organi legislativi infatti hanno prodotto norme vaghe ed elastiche, bisognose, in ragione di queste caratteristiche, di essere integrate con una disciplina tecnica di dettaglio. È proprio di quest'ultima che si occupa il CESR (*Committee of European Security Regulation*)⁸⁰, organismo composto dai rappresentanti delle autorità europee di vigilanza sui mercati finanziari che ha il compito di definire gli aspetti tecnici della disciplina europea sugli abusi di mercato.

Questo complesso di atti normativi fornisce delle linee di fondo che gli Stati Membri devono seguire in ordine ai profili sanzionatori ed in generale i meccanismi di *enforcement* da adottare.

In primo luogo, è previsto un controllo diffuso da parte di un'Autorità amministrativa indipendente nazionale (che deve poi interagire con le Autorità degli altri Stati membri), al quale si affianca un meccanismo di responsabilizzazione attraverso il *whistleblowing* (sono gli stessi operatori economici a denunciare eventuali comportamenti sospetti di altri operatori).

⁸⁰ Sul ruolo del CESR, cfr. PORCHIA I.-SPATOLA P., *La direttiva di primo e di secondo livello - Le definizioni - Le esenzioni obbligatorie e facoltative*, in Zitiello (a cura di), *Mifid. La nuova disciplina dei mercati, servizi e strumenti finanziari*, Torino, 2007.

Quanto invece ai meccanismi sanzionatori privilegiati dalla Direttiva, questa ha compiuto una scelta del tutto peculiare: ha optato per l'impiego di sanzioni amministrative⁸¹, in ragione della presupposta maggiore capacità delle autorità indipendenti di perseguire gli illeciti in questione, facendo poi salvo l'uso, per così dire facoltativo, dello strumento penale.⁸² Nella pratica, però, molti Stati membri si limitarono a prevedere misure amministrative totalmente inadeguate e questo diede origine ad una serie di problematiche, specialmente al fenomeno del cosiddetto *forum shopping*.

A fronte di tali problematiche, come si vedrà, la reazione fu quella, nel 2014, di emanare una Direttiva⁸³ fortemente dettagliata che potesse aprire la strada ad una profonda uniformazione della disciplina, peraltro optando non più per lo strumento sanzionatorio amministrativo quanto piuttosto per quello penale.

Rimandando in seguito tali considerazioni, è quantomeno utile spendere qualche ulteriore riga sulle conseguenze della decisione di imporre agli Stati di prevedere solamente sanzioni amministrative a tutela degli investitori e del corretto funzionamento del mercato stesso.

Come già accennato l'art. 14 MAD prescriveva agli Stati membri di adottare delle sanzioni amministrative che fossero proporzionate ed efficaci, nonché sufficientemente dissuasive. Questa disposizione appare

⁸¹ Sull'opzione secca a favore dell'impiego di sanzioni amministrative, con restrizione del margine nazionale di apprezzamento alla sola scelta se adottare o meno *anche* sanzioni penali si veda DELMAS-MARTY M.-IZORCHE M.L., *Marge National d'appréciations et l'internationalisation du droit. Réflexions sur la validité formelle d'un droit commun en gestation*, in AA.VV., *Variations autour d'un droit commun. Travaux préparatoires*, Paris, 2001, 73.

⁸² Sul punto l'art. 14 della Direttiva 2003/6/CE dispone: «Fatto salvo il diritto degli Stati membri di imporre sanzioni penali, gli Stati membri sono tenuti a garantire, conformemente al loro ordinamento nazionale, che possano essere adottate le opportune misure amministrative o irrogate le opportune sanzioni amministrative a carico delle persone responsabili del mancato rispetto delle disposizioni adottate in attuazione della presente Direttiva. Gli Stati membri sono tenuti a garantire che tali misure siano efficaci, proporzionate e dissuasive».

⁸³ La Direttiva 2014/57/UE cd. MAD II.

quanto mai insolita rispetto alla linea da sempre tenuta dall'Unione, la quale, solitamente, o lascia "carta bianca" agli Stati membri affinché possano autonomamente valutare quale strumento utilizzare per implementare la Direttiva, purché sia adeguato a raggiungere lo scopo⁸⁴, oppure (di certo più raramente) prescrive l'utilizzo dello strumento penale⁸⁵.

Qui invece la Direttiva, imponendo l'obbligo di prevedere sanzioni amministrative, da un lato esclude che possano essere utilizzati altri strumenti sanzionatori extrapenali, quali ad esempio quelli civilistici, dall'altro lascia comunque spazio all'utilizzo della macchina penale.

Il legislatore italiano decise di affiancare al rimedio amministrativo anche quello penale sulla scorta dell'obbligo ad esso imposto di fornire sanzioni "adeguate ed efficaci". Il sistema dei controlli e dell'*enforcement* a livello amministrativo non fu infatti ritenuto adeguatamente efficace per far fronte all'esigenza sanzionatoria prescritta dal legislatore europeo, a causa, *inter alia*, della scarsa effettività dell'azione della Consob; non a caso, come suggerito da attenta dottrina, nessuno dei più recenti casi di manipolazione del mercato è stato individuato dalla suddetta autorità indipendente.

Per tali ragioni il sistema introdotto in Italia con la legge di attuazione n. 62/2005 prevedeva una doppia reazione sanzionatoria, amministrativa e penale, dove i due strumenti erano integrati fra loro, essendo per giunta connotati da una particolare severità, maggiormente inasprita inespiegabilmente pochi mesi dopo la suddetta legge con la l. 262/2005.

La comunità Europea è poi nuovamente intervenuta con le c.d. direttive MIFID (una di primo livello, 2004/39/CE ed una di secondo livello, 2006/73/CE), attuate in Italia con il d.lgs. n. 101/2009. Tale

⁸⁴ Su questo tipo di obbligo generico di adeguatezza si veda SOTIS C., *Il diritto senza codice*, Milano, 2007, 48.

⁸⁵ Ci si riferisce ad esempio alla Direttiva 2008/99/CE, del 19 novembre 2008, sulla tutela dell'ambiente.

decreto ha modificato il d.lgs n. 58/1998 (c.d. t.u.f.) inserendo il comma 2 *bis* all'art. 185, per prevede una nuova fattispecie contravvenzionale per il caso di operazioni compiute da soggetti ammessi in sistemi multilaterali di negoziazione o per i quali l'ammissione è stata richiesta. È la stessa Direttiva, inoltre, ad aver modificato la definizione di "mercati non regolamentati", eliminando tale nozione e sostituendola con due differenti tipologie di mercati: i sistemi multilaterali di negoziazione e li internazionalizzatori sistematici.

2.2.1 (segue) La nozione comunitaria di *Market Manipulation*

La Direttiva 2003/6/CE introduce la nozione di "*market abuse*", comprendente sia la fattispecie di "manipolazione del mercato" sia quella di "*insider trading*" (peraltro, quest'ultima, già oggetto della Direttiva 89/592/CEE), ovvero di quelle condotte illecite che creano uno squilibrio nel normale meccanismo concorrenziale del mercato. Le condotte sono identificate attraverso una dimensione prettamente oggettiva, si parla infatti di qualunque pratica economica che comporta un'alterazione del meccanismo dei prezzi (che sia un abbassamento, un innalzamento o anche un mantenimento artificiale degli stessi). Si guarda agli effetti che queste condotte producono, senza mai accennare alla dimensione soggettiva⁸⁶, e, dunque, alla finalità o all'intenzione dell'agente. Autorevole dottrina ha sottolineato come la ragione di una tale scelta potrebbe sostanzarsi nella difficoltà che altrimenti si sarebbe potuta riscontrare, a livello probatorio, di dimostrare l'elemento soggettivo dell'agente. In altre parole, si vorrebbero facilitare gli organi di *enforcement* rispetto ad un onere probatorio che altrimenti diverrebbe piuttosto gravoso.⁸⁷

⁸⁶ CONSULICH F., *La giustizia e il mercato. Miti e realtà di una tutela penale dell'investimento mobiliare*, Milano, 2010, 170-171.

⁸⁷Così CONSULICH F, ult. op. cit., 167 ss

Si parla dunque di condotte che si caratterizzano per una irrazionalità economica, che non debbono però necessariamente avere una connotazione fraudolenta, ma è sufficiente che siano idonee ad alterare i prezzi di mercato. La condotta manipolativa, invero, «*si connota per l'uso di tecniche volte, in astratto o in concreto, ad ingenerare un errato convincimento negli investitori circa una variazione del valore di un titolo, in realtà insussistente*». ⁸⁸ Quindi, non è necessario che tali condotte siano necessariamente fraudolente o falsificatorie, ma è sufficiente che esse siano finalizzate a suscitare una determinata scelta dell'investitore. Pertanto, l'elemento essenziale della fattispecie può dirsi l'effetto alterativo dei prezzi generato dalla condotta ⁸⁹.

2.3 Il quadro italiano

Il recepimento della Direttiva "Market Abuse", seppur con ritardo, arrivò con la l. n. 62/2005 (c.d. Legge Comunitaria del 2004), seguita poi dalla l. n. 262/2005. Con questi interventi riformatori vennero modificati in maniera sostanziale gli artt. 184 e 185 t.u.f., nonché introdotte le due fattispecie amministrative, rispettivamente agli artt. 187 *bis* e *ter*. Sono state inoltre previste delle specifiche regole procedurali al fine di regolare sia il procedimento sanzionatorio amministrativo sia il rapporto fra quest'ultimo e quello penale ⁹⁰. Infine, anche la fattispecie di cui all'art. 2637 c.c. ha subito profonde modifiche, o meglio, è stato fortemente circoscritto il suo ambito di applicazione, a tal punto da essere oggi una

⁸⁸ MAGRO M.B., *La formazione dei prezzi nel mercato finanziario: crisi della razionalità del mercato e massime di esperienza*, in *Tratt. dir. pen. dell'economia*, Cadoppi - Canestrari - Manna - Papa (diretto da), Milanofiori Assago 2017, 496.

⁸⁹ Così si esprimeva già la "Proposta di Direttiva del Parlamento Europeo e del Consiglio relativa all'abuso di informazioni privilegiate e alla manipolazione del mercato (abusi di mercato)", Gazz. Uff. dell'Unione Europea n. C 240 E del 28 agosto 2011, 265 ss.

⁹⁰ Si vedano gli artt. da 187 *septies* a 187 *quaterdecies*.

fattispecie del tutto marginale.

Il susseguirsi di vari interventi normativi, affiancato all'esigenza di prevedere una doppia risposta sanzionatoria, ha portato dunque alla contemporanea presenza nell'ordinamento italiano di fattispecie sia penali che amministrative in tema di abusi di mercato. La struttura repressiva creata dal nostro legislatore prevede due fattispecie, quella di manipolazione del mercato e quella di *insider trading*, entrambe per l'appunto sanzionate sia a livello amministrativo che penale.

2.3.1. La manipolazione del mercato

Per quanto riguarda la "manipolazione" le norme di riferimento sono l'art 185 t.u.f., che sanziona le condotte costituenti reato, ed il 187 *ter* t.u.f., il quale invece si occupa di quelle condotte considerate illecite dal punto di vista amministrativo. Si noti peraltro che, accanto al delitto punito dal 185 t.u.f., è altresì prevista la fattispecie di aggio (2637 c.c.), sanzionante le condotte manipolative del mercato aventi ad oggetto strumenti non quotati o per i quali non è stata presentata richiesta di ammissione alle negoziazioni in un mercato regolamentato oppure ancora quando la condotta incide sulla stabilità di banche o gruppi bancari⁹¹.

La fattispecie descritta dall'art 185 t.u.f. sostanzialmente riprende gli elementi del fatto tipico previsti nell'aggio, punisce infatti «*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*». La condotta è sanzionata come delitto se cade sugli strumenti finanziari previsti dall'art. 1 comma 2 t.u.f., come contravvenzione, invece, nel caso in cui si tratti di strumenti finanziari di

⁹¹Art. 2637 c.c.: «*Chiunque diffonde notizie false, ovvero pone in essere operazioni simulate o altri artifici concretamente idonei a provocare una sensibile alterazione del prezzo di strumenti finanziari, quotati o non quotati, ovvero ad incidere in modo significativo sull'affidamento che il pubblico ripone nella stabilità patrimoniale di banche o di gruppi bancari, è punito con la pena della reclusione da uno a cinque anni*».

cui all'art. 180 comma 1 lett. a) n. 2 t.u.f. (strumenti ammessi alla negoziazione nel sistema multilaterale di negoziazione).

Analogamente, l'art. 187 *ter* t.u.f., fatte salve le sanzioni penali quando il fatto costituisce reato, punisce «*con la sanzione amministrativa pecuniaria da euro centomila a euro venticinque 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*».

Le due norme, penale e amministrativa, sanzionano in buona sostanza lo stesso gruppo di condotte, sovrapponendosi parzialmente l'una all'altra. C'è chi in dottrina ha tentato distinguerle sottolineando come la fattispecie amministrativa preveda una tutela anticipata, caratterizzandosi come di pericolo astratto, alla luce del fatto che le condotte non devono essere di per sé truffaldine o fraudolente ma è sufficiente che siano astrattamente idonee a creare quell'effetto distorsivo sui prezzi.

Entrambe le norme prevedono due tipi di condotte, ed una fattispecie di chiusura. La prima è la cosiddetta "manipolazione informativa", ovvero quella distorsione del regolare andamento dei mercati provocata da chi diffonde notizie false nel mercato. Non è sufficiente, pertanto, la comunicazione ad una sola persona, anche se tale condotta potrebbe comunque essere ricompresa nella dicitura "altri artifici". La norma non prevede delle specifiche modalità per l'integrazione della fattispecie, restando quindi aperta per ricomprendere qualsiasi mezzo e forma di comunicazione.

Ciò che deve essere diffuso è una vera e propria notizia, dal carattere oggettivo, dovendosi tendenzialmente escludere mere "voci di corridoio"; ciò nonostante bisogna sempre valutare l'effettiva portata lesiva della notizia per ritenere o meno integrata la fattispecie. Si ritiene, inoltre, che nella categorie delle notizie "false" debbano rientrare anche

quelle solamente esagerate o tendenziose⁹².

La seconda condotta prevista dalla norma è la cosiddetta "manipolazione operativa", posta in essere da chiunque compie "operazioni simulate". Si intendono rientranti in questa previsione tanto le operazioni che le parti non avevano alcuna intenzione di porre in essere, quanto quelle caratterizzate da un'apparente difformità al vero, ad esempio *l'action based manipulation*, ovvero la compravendita di titoli con mutamento solo apparente del proprietario. Non si ritiene possibile, tuttavia, un'elencazione tassativa delle varie condotte astratte che integrano la fattispecie, dovendosi necessariamente guardare al «*contesto nel quale vengono effettuate e solo all'interno di tale contesto se ne potrà apprezzare l'eventuale portata artificiosa e la loro idoneità a determinare l'evento pericoloso richiesto per la sussistenza del tipo*». ⁹³

Il tratto "problematico" di questa norma, a livello interpretativo, è costituito dall'espressione apparentemente vaga "altri artifici", che potrebbe essere tradotta come "altri artifici concretamente idonei a causare un'alterazione dei prezzi". Per artificio si intende qualsiasi condotta manipolativa, rilevante di per sé, al di là dei propri effetti, che quindi si allontani dallo standard di diligenza che dovrebbe essere rispettato dagli operatori finanziari, tenendo conto del dovere stringente di trasparenza a causa della natura sopraindividuale degli interessi in gioco. Parliamo pertanto di una condotta che turba il mercato, in quanto ingenera negli operatori scelte distorte poiché basate su dati differenti da quelli reali.⁹⁴ Quindi, l'artificiosità non deve attenersi al risultato, ma alla condotta in sé.

Questa espressione di chiusura per la sua intrinseca

⁹² Così MELCHIONDA A., in *I Reati Societari*, Lanzi-Cadoppi (a cura di), 2006, 263.

⁹³ MUCCIARELLI F., *Aggiotaggio*, in *I nuovi reati societari*, Alessandri A. (a cura di), Milano, 2002, cit. 428.

⁹⁴ Sul punto PEDRAZZI C., voce *Turbativa dei mercati*, in *Dig. disc. pen.*, XIV, Torino, 1999, ora in *Diritto penale*, IV, Milano, 2003, 117 e ORSI L., *La Manipolazione del mercato mediante la diffusione di notizie false (parte prima)*, in *La responsabilità amministrativa delle società e degli enti*, 2009, 96.

indeterminatezza lascia ampi spazi di incertezza, potenzialmente ricomprendendo qualsiasi condotta che abbia una oggettiva capacità ingannatoria. Per superare l'estrema indeterminatezza della norma si deve fare riferimento all'elencazione esemplificativa saggiamente fornita dalla Direttiva 2003/6/CE nonché alle indicazioni del CESR, il quale ha elaborato delle linee guida contenenti varie ipotesi di manipolazione del mercato.

2.3.2 L'abuso di informazioni privilegiate

La seconda fattispecie regolata dal legislatore italiano, in quanto ricondotta al concetto comunitario di *Market Abuse*, è quella prevista dall'art. 184 t.u.f., il cd. *insider trading*. Anche l'abuso di informazioni privilegiate viene sanzionato e come delitto, quando la condotta cade sugli strumenti finanziari di cui all'art. 1 comma 2 t.u.f., e come contravvenzione, quando invece cade su quelli previsti dall'art. 180 comma 1 lett. a) n. 2 t.u.f..

Peraltro, come già visto per la manipolazione, anche qui viene prevista una corrispondente fattispecie sanzionata a livello amministrativo, ex art. 187 *bis* t.u.f. (il contenuto di questa condotta è pressoché identico a quella prevista dall'art. 184 t.u.f., fatta salva, nell'illecito amministrativo, l'ulteriore previsione dell'*insider* secondario).

Ai sensi dell'art. 184 t.u.f. integra abuso di informazioni privilegiate l'*insider* primario che essendo in possesso di tali informazioni: ne abusa acquistando o vendendo ovvero compiendo altre operazioni (si parla di "*trading*"), direttamente o indirettamente, per conto proprio o di terzi, su strumenti finanziari utilizzando le informazioni medesime; comunica tali informazioni ad altri, al di fuori del normale esercizio dell'attività lavorativa, professione o funzione (cd. "*tipping*"); o infine raccomanda o induce altri, sulla base delle informazioni in suo possesso, al compimento delle operazioni di "*trading*" (cd. "*tuyautage*").

Innanzitutto, per “*insider* primario” si intende qualsiasi membro di organi di amministrazione, direzione o controllo dell’emittente, ovvero chiunque apprende la notizia durante l’esercizio dell’attività lavorativa, di una professione o qualunque altro ufficio. Per identificare un *insider* primario è sicuramente utile fare riferimento al registro che, ex art. 115 *bis* t.u.f., deve essere tenuto dagli emittenti quotati ed i soggetti in rapporto di controllo con essi, sul quale devono essere annotate tutte le persone che, in ragione della propria attività lavorativa o professionale, nonché in considerazione delle funzioni svolte, hanno accesso alle informazioni privilegiate. È invece “*insider* secondario” il soggetto che apprende l’informazione privilegiata dal primo e la sfrutta a proprio favore ponendo in essere una delle tre tipologie di condotte appena descritte (ad esso può essere addebitato solamente il compimento dell’illecito amministrativo ex art 187 *bis* t.u.f.). Il legislatore ha infine paragonato alla figura dell’*insider* primario il *criminal insider*⁹⁵, ovvero colui che si trova in possesso di informazioni privilegiate in relazione alla preparazione o esecuzione di attività criminose.

Proseguendo con le definizioni è sicuramente imprescindibile analizzare quella di informazione privilegiata ex art. 181 t.u.f.⁹⁶.

⁹⁵ Cfr. NAPOLEONI V., *Insider trading*, in *Dig. disc. pen.*, Torino, Agg.o 2008, I, 593.

⁹⁶ Art. 181 t.u.f.: «1. *Ai fini del presente titolo per informazione privilegiata si intende un'informazione di carattere preciso, che non è stata resa pubblica, concernente, direttamente o indirettamente, uno o più emittenti strumenti finanziari o uno o più strumenti finanziari, che, se resa pubblica, potrebbe influire in modo sensibile sui prezzi di tali strumenti finanziari.*

2. *In relazione ai derivati su merci, per informazione privilegiata si intende un'informazione di carattere preciso, che non è stata resa pubblica, concernente, direttamente o indirettamente, uno o più derivati su merci, che i partecipanti ai mercati su cui tali derivati sono negoziati si aspettano di ricevere secondo prassi di mercato ammesse in tali mercati.*

3. *Un'informazione si ritiene di carattere preciso se:*

a) *si riferisce ad un complesso di circostanze esistente o che si possa ragionevolmente prevedere che verrà ad esistenza o ad un evento verificatosi o che si possa ragionevolmente prevedere che si verificherà;*

b) *è sufficientemente specifica da consentire di trarre conclusioni sul possibile effetto del complesso di circostanze o dell'evento di cui alla lettera a) sui prezzi degli strumenti finanziari.*

4. *Per informazione che, se resa pubblica, potrebbe influire in modo sensibile sui prezzi di*

Questa disposizione, introdotta nel 2005, è il risultato dello sforzo (forse non sufficiente) del nostro legislatore volto a ridurre la discutibile indeterminatezza che caratterizzava la normativa precedente.

Le caratteristiche essenziali che rendono l'informazione a carattere "privilegiato" sono la precisione, la non pubblicità, l'inerenza a strumenti finanziari o ad emittenti ed infine l'attitudine dell'informazione ad influire in modo sensibile sul prezzo.

Un'informazione "precisa" deve essere specifica, determinata e quindi idonea a fondare una decisione di investimento sul mercato finanziario. Sono perciò esclusi i cd. *rumors*, ovvero mere "voci di corridoio"⁹⁷ non fondate su conoscenze adeguatamente approfondite. Non è indispensabile il requisito dell'attualità dell'oggetto dell'informazione, potendo consistere anche in un evento futuro, ciò che invece è necessario è che tale evento o circostanza sia ragionevolmente prevedibile, secondo una valutazione *ex ante*, non sempre facilmente attuabile⁹⁸. Un classico esempio di evento futuro ragionevolmente prevedibile e sufficientemente specifico è il lancio di un'OPA sulle azioni di una società quotata: un'informazione di tal tipo, infatti, sicuramente sarà idonea ad alterare l'andamento delle quotazioni; al contrario non sarà ancora considerabile precisa e quindi privilegiata un'informazione nella fase della trattativa.

strumenti finanziari si intende un'informazione che presumibilmente un investitore ragionevole utilizzerebbe come uno degli elementi su cui fondare le proprie decisioni di investimento.

5. Nel caso delle persone incaricate dell'esecuzione di ordini relativi a strumenti finanziari, per informazione privilegiata si intende anche l'informazione trasmessa da un cliente e concernente gli ordini del cliente in attesa di esecuzione, che ha un carattere preciso e che concerne, direttamente o indirettamente, uno o più emittenti di strumenti finanziari o uno o più strumenti finanziari, che, se resa pubblica, potrebbe influire in modo sensibile sui prezzi di tali strumenti finanziari.»

⁹⁷ Come sottolineato dalla V sezione della Corte di Cassazione [sent. 20 gennaio 2010, Cass. Pen., 2010, 3240 ss.]

⁹⁸ MUCCIARELLI F., *L'abuso di informazioni privilegiate: il delitto e l'illecito amministrativo*, in *Dir. pen. proc.*, 2005, 1465.

Per “non pubblica”⁹⁹ si intende, poi, un’informazione che non è stata effettivamente resa disponibile agli investitori “ragionevoli”, cioè coloro che potrebbero basare le proprie decisioni di investimento sulla stessa.

Sono pubbliche, ad esempio, le informazioni che vengono messe a disposizione degli investitori da parte degli emittenti che adempiono agli obblighi di informazione continua ex art. 114 comma 1 t.u.f..

L’informazione in questione deve inoltre riguardare, direttamente o indirettamente, uno o più emittenti o uno o più strumenti finanziari, quotati nei mercati regolamentati o nei sistemi multilaterali di negoziazione italiani. A tal proposito sono rilevanti sia le *corporate information* (riguardanti l’emittente) che le *market information* (riguardanti il mercato)¹⁰⁰.

L’ultima caratteristica necessaria a rendere un’informazione privilegiata è la sua attitudine ad influire in modo sensibile sull’andamento dei prezzi degli strumenti finanziari. Certamente ambigua, questa definizione lascia aperte una serie di questioni che si affronteranno più avanti (vedi par. 3.3). Qui ci si limiterà a descrivere come “*price sensitive*” un’informazione che il solito astratto investitore ragionevole presumibilmente utilizzerebbe come uno degli elementi per fondare la propria decisione ex art. 181 comma 4 t.u.f.. Un linguaggio, quello del comma 4, che lascia particolari perplessità, tanto rispetto all’interpretazione di quel “ragionevole” quanto al “presumibilmente”.

2.4 Il problema della duplicazione degli illeciti ed il *ne bis in idem*

Come è emerso dal quadro sopra fornito, si potrebbe parlare di una

⁹⁹ La Corte di Cassazione afferma testualmente: «*la misura della conoscenza dell’informazione da parte del pubblico è metro essenziale per vagliare il privilegio in capo al suo possessore*» [Cass. Sez. V, 20.01.2010, cit.].

¹⁰⁰ Così NAPOLEONI V., ult. op. cit., 588 nonché RAGNI E., *Abuso di informazioni privilegiate, momento consumativo e competenza territoriale*, in *Dir. pen. proc.* 2010, 736.

sostanziale duplicazione delle fattispecie, sanzionate sia a livello amministrativo che penale. Gli elementi essenziali, infatti, sono pressoché identici. Sia dottrina che giurisprudenza si sono sforzate trovare una differenziazione in via interpretativa, cercando di sottolineare i connotati di minore gravità delle fattispecie amministrative. Per quanto attiene all'*insider trading* è stata evidenziata l'espressa estensione della punibilità a titolo di colpa prevista dall'art. 187 *bis* nonché l'equiparazione tra tentativo e consumazione, prevista dal comma 6 dello stesso articolo, ed infine, l'elemento soggettivo che risulta - nella fattispecie amministrativa - più esteso di quello della corrispondente norma penale, ricomprendendo anche i cd. *insider secondari*. Ad esclusione di ciò, tuttavia, le fattispecie risultano perfettamente sovrapponibili. Maggiori dubbi sono emersi in relazione al 185 t.u.f. e al suo corrispondente amministrativo ex art. 187 *ter*.

In primo luogo autorevole dottrina¹⁰¹ ha sottolineato come il 187 *ter* preveda una sorta di anticipazione della tutela, caratterizzandosi da una struttura di pericolo presunto, diversamente dalla fattispecie di cui al 185 t.u.f., pacificamente reato di pericolo concreto. L'art. 187 *ter*, invero, non richiede che le condotte siano necessariamente "truffaldine", come avallato anche dalla Corte di Cassazione nel 2006¹⁰², in quanto sanziona «*singole condotte astrattamente in grado di produrre un 'disturbo' dei mercati finanziari*».

Questa interpretazione, peraltro, lascia forti elementi di criticità: il quadro che si verrebbe a creare prevedrebbe un intervento talmente anticipato da colpire condotte di "mero disturbo"¹⁰³ ai mercati finanziari,

¹⁰¹ PALIERO C.E., "Market Abuse" e legislazione penale: un connubio tormentato, in *Corr. merito*, 2005, 810 ss.

¹⁰² C. Cass., Sez. VI, sent. 16 marzo 2006, n. 15199, in *Cass. pen.*, 2007, 59. Nello stesso senso, C. Cass., sez V, sent. 2 ottobre 2008, n. 2063, in *dejure.giuffre.it*.

¹⁰³ DOVA M., *Gli illeciti amministrativi nel codice civile, nel testo unico bancario e nel testo unico della finanza*, in *Reati in materia economica*, A. Alessandri (a cura di), 2012, 258.

con sanzione di un'afflittività assolutamente sproporzionata.

In modo parzialmente difforme c'è poi chi, pur ritenendo sussistente questa differenziazione, non ricollega l'anticipazione della tutela che caratterizza il 187 *ter* t.u.f. all'intensità dell'alterazione dei prezzi, e quindi alla capacità decettiva della condotta, quanto piuttosto al "grado di probabilità dell'alterazione"¹⁰⁴. In altre parole, la "sensibile alterazione del prezzo" richiesta dall'art. 185 t.u.f. costituisce l'unico significativo elemento di differenziazione. Ciò che però viene evidenziato è che, nonostante questa connotazione distintiva delle due fattispecie, non può venirsi a creare fra di esse un rapporto di sussidiarietà, a causa di quell'espressione "salve le sanzioni penali" che apre l'art. 187 *ter* t.u.f..

Pertanto, mentre potrà ritenersi integrato il reato di manipolazione del mercato solamente quando la condotta sia connotata da un'intensità lesiva tale da causare una *sensibile* alterazione del prezzo, la sanzione amministrativa troverà indefettibile applicazione in ogni caso.

Permane, dunque, la duplicità degli illeciti, confermata anche a livello sistematico dallo stretto rapporto tra Consob e Autorità giudiziaria nella raccolta delle prove e nello scambio di informazioni, come disposto dall'art. 187 *decies* t.u.f., nonché dalla previsione del 187 *terdecies* t.u.f. che delinea un meccanismo che limita la riscossione della pena pecuniaria dipendente da reato alla parte eccedente la pena pecuniaria amministrativa già pagata (in relazione allo stesso illecito).

La sentenza *Grande Stevens*¹⁰⁵ della Corte Europea dei Diritti dell'Uomo nel 2014 ha finalmente tolto ogni dubbio; la Corte ha ritenuto incompatibile il sistema del cd. doppio binario sanzionatorio in tema di *Market Abuse* con il principio del *ne bis in idem*, secondo il quale nessuno

¹⁰⁴ CONSULICH F., *La giustizia e il mercato. Miti e realtà di una tutela penale dell'investimento mobiliare*, Milano, 2010, 398 ss.

¹⁰⁵ C. EDU, sez II, sent. 4 marzo 2014, *Grande Stevens c. Italia*, in www.echr.coe.int, divenuta definitiva, ai sensi dell'art. 43 CEDU, in seguito al rigetto della richiesta di rinvio alla Grande camera formulata dal governo italiano contro la sentenza *Grande Stevens c. Italia*, così come previsto dalla Corte EDU, comunicato stampa dell'8.7.2014, n. 203.

può essere condannato due volte per gli stessi fatti.

La vicenda, che arrivò poi fino alla Corte di Strasburgo, prendeva origine dall'iniziativa della CONSOB che contestava un'ipotesi di manipolazione del mercato a carico sia di persone fisiche (Grande Stevens ed altri), sia di persone giuridiche (IFIL S.p.A e Giovanni Agnelli&C s.a.p.a.), per la diffusione di un comunicato stampa ove non venne menzionata l'imminente rinegoziazione del contratto di *equity swap* - concluso da IFIL S.p.A. con la banca d'affari statunitense Merrill Lynch International Ltd - da parte di IFIL. Ciò, secondo quanto contestato, avrebbe permesso a quest'ultima di mantenere un ruolo predominante tra gli azionisti FIAT.

Nel procedimento amministrativo la Consob ritenne sussistente la fattispecie di cui all'art 187 *ter*, 1 comma, t.u.f. e irrogò tanto alle persone fisiche che a quelle giuridiche pesanti sanzioni pecuniarie (fino a 5 milioni di euro), nonché sanzioni interdittive per le persone fisiche. Gli interessati fecero dapprima appello alla Corte di Torino, la quale confermò la delibera della CONSOB¹⁰⁶ (riducendo tuttavia in maniera consistente l'ammontare delle sanzioni) e, dipoi, ricorso in Cassazione, ove venne emesso un provvedimento definitivo di condanna.

Parallelamente si svolgeva, in merito agli stessi fatti, il processo penale, ove gli imputati vennero assolti in primo grado ma, a seguito del ricorso *per saltum* in Cassazione della Procura, la sentenza venne parzialmente annullata e rinviata ai giudici di merito. La Corte d'Appello di Torino, in funzione di giudice del rinvio, condannò gli imputati ad un anno e quattro mesi di reclusione, oltre al pagamento di 400.000 euro di multa. La Corte di Cassazione, infine, investita della questione in merito alla correttezza della qualificazione giuridica del fatto operata dal giudice del rinvio, dichiarò i reati estinti per prescrizione.

Nel corso del processo di primo grado, si noti, gli imputati avevano presentato ricorso ai sensi dell'art. 6 CEDU davanti alla Corte EDU per la

¹⁰⁶ CONSOB, delibera 9.2.2007, n. 15760.

violazione dei parametri dell'equo processo, nel procedimento dinanzi alla CONSOB, e per la violazione dell'art. 4 Prot. 7 CEDU derivata dal rifiuto della Corte d'Appello di Torino di dichiarare il non doversi procedere per *ne bis in idem*, in considerazione dell'intervenuta irrevocabilità delle sanzioni amministrative irrogate dalla suddetta autorità indipendente. Di qui l'apertura di un procedimento (*Grande Stevens c. Italia*) che ha portato alla condanna dello Stato italiano ed al riconoscimento di un risarcimento del danno (anche morale) in capo ai ricorrenti.

Secondo il ragionamento della Corte EDU, anche sulla base di ciò che fu affermato nel caso *Engel*¹⁰⁷, una sanzione, a prescindere dall'etichetta formale che le viene attribuita, deve essere valutata in base alla propria capacità afflittiva. Se, pertanto, la natura repressiva e dissuasiva della previsione è tale da essere assimilabile ad una sanzione penale - come avviene per gli artt. 187 *bis e ter* - bisognerà attenersi ad una valutazione sostanziale prescindendo dalla formale etichettatura di "amministrativa". La Corte infatti osserva che «*a rafforzare la convinzione della natura penale di tali sanzioni, contribuisce lo scopo chiaramente repressivo e preventivo rintracciabile nella ratio della disciplina, che si salda con quello riparatorio dei pregiudizi di natura finanziaria cagionati dalla condotta*».

Ciò significa in primo luogo che durante il procedimento sanzionatorio, anche per le fattispecie solo sostanzialmente penali, andrebbero rispettate tutte le garanzie dell'equo processo come descritto dall'art 6 CEDU, garanzie assolutamente non previste nel procedimento di fronte alla CONSOB.

Una delle eccezioni sollevate dal governo italiano fu quella di sostenere che l'impianto sanzionatorio, così come strutturato a livello interno, non fosse altro che il frutto della trasposizione delle direttive europee, che alla luce del cd. principio del primato devono ritenersi

¹⁰⁷ C. EDU, sent. 8 giugno 1976, *Engel e altri c. Paesi Bassi*, serie A n. 22.

prevalenti sul diritto nazionale. L'eccezione tuttavia non convince, poiché, quandanche gli atti normativi di matrice europea (nello specifico la *Market Abuse Directive*) fossero stati tali da imporre una duplicazione delle risposte sanzionatorie, questi si sarebbero dovuti ritenere invalidi poiché in contrasto con l'art. 50 della Carta dei Diritti Fondamentali dell'Unione Europea (rubricato "*diritto di non essere giudicato o punito due volte per lo stesso reato*")¹⁰⁸.

Pertanto qualsiasi giudice avrebbe dovuto disapplicare l'atto europeo invalido e rimettere la questione alla Corte di Giustizia.

Dunque, una volta che intervenga un provvedimento definitivo, qualsiasi procedimento sostanzialmente penale che si sostanzi sugli stessi fatti dovrebbe essere chiuso immediatamente, in quanto lesivo di un diritto fondamentale, ossia quello di non essere giudicati più volte per la medesima condotta, garantito tanto dall'art. 50 appena citato, quanto dall'art. 4 del Protocollo n. 7 alla CEDU¹⁰⁹.

Si noti che nel nostro ordinamento non è stato congegnato, a livello giuridico, un sistema per definire anticipatamente il procedimento; come può risolversi allora il problema di legittimità costituzionale dell'art. 649 c.p.p. che a questo punto si viene a creare?

La Consulta, alla quale era stato posto il quesito, ha rifiutato di pronunciarsi dichiarando inammissibile la questione¹¹⁰, nell'attesa dell'entrata in vigore del Regolamento UE n. 596/2014 e della Direttiva 2014/57, che hanno sicuramente modificato il quadro come a breve sarà analizzato. Sono state tradite, quindi, le aspettative di quanti auspicavano una decisione sul punto che potesse segnare un primo passo in avanti sul

¹⁰⁸ L'Art. 50 della Carta dei Diritti Fondamentali dell'Unione Europea recita: «*Nessuno può essere perseguito o condannato per un reato per il quale è già stato assolto o condannato nell'Unione a seguito di una sentenza penale definitiva conformemente alla legge*».

¹⁰⁹ Per un'analisi completa della pronuncia si rinvia alla Relazione della Corte di Cassazione n. 35/2014, *Considerazioni sul principio del ne bis in idem nella recente giurisprudenza europea: la sentenza 4 marzo 2014, Grande Stevens e altri contro Italia*, in www.cortedicassazione.it.

¹¹⁰ C. Cost. 12.05.2016, n. 102.

tema.

2.5 MAR e MAD II

Il quadro normativo fino ad ora descritto è stato radicalmente modificato nel 2014, con l'entrata in vigore il 3 luglio 2016 dei già citati atti normativi europei quali un Regolamento, il n. 596/2014, ed una Direttiva, la n. 57/2014 (d'ora innanzi, rispettivamente MAR e MAD II).

Questo nuovo intervento del legislatore europeo si è reso necessario a causa degli ampi spazi di discrezionalità lasciati ai legislatori nazionali dalla Direttiva 2003/6/CE che hanno causato un'eccessiva frammentazione della disciplina, dando origine al frequente fenomeno del *forum shopping* (è stato abbandonato, pertanto, l'approccio Lamfalussy). Si è sentita, soprattutto in concomitanza della crisi finanziaria, l'esigenza di creare un sistema repressivo più deciso ed uniforme, capace di evitare eventi devastanti dal punto di vista finanziario come quelli che innescarono la crisi del 2008, o come gli scandali più famosi degli ultimi anni, fra i quali il celebre caso Madooff¹¹¹, o ancora le manipolazioni dell'indice LIBOR¹¹² nel 2012. Approcci differenti fra gli Stati membri, infatti, «*recano pregiudizio all'uniformità delle condizioni operative nel mercato interno e possono fornire un incentivo ad attuare abusi di mercato negli Stati membri che non prevedono sanzioni penali per tali reati*»¹¹³.

¹¹¹ Una frode finanziaria ispirata al *Ponzi scheme* di circa 65 miliardi di dollari ad opera di Bernard L. Madoff, perpetrata per oltre quindici anni, indisturbata, in danno di migliaia di investitori inconsapevoli.

¹¹² Le maggiori banche mondiali, secondo quanto scoperto da varie istituzioni che indagarono sul caso, indicavano un tasso LIBOR differente da quello reale per finalità speculative. L'indice LIBOR indica il tasso medio dei prestiti interbancari sulla piazza londinese ed è un valore fondamentale in quanto costituente il parametro per il calcolo del tasso di interesse di una serie di strumenti finanziari, anche derivati, i cui tassi sono calcolati aggiungendo un differenziale (*spread*) al tasso base (LIBOR).

¹¹³ Cit. Considerando (7) Direttiva (UE) n. 57/2014.

In risposta alla crisi finanziaria mondiale venne incaricato nel 2008 il gruppo *De Larosière*, con la funzione di formulare un parere sul futuro della regolamentazione e della vigilanza europea in materia finanziaria e di studiare, quindi, un meccanismo tale da rafforzarla al fine di offrire una maggiore tutela ai cittadini europei e ripristinare la fiducia degli investitori nel sistema finanziario. Il gruppo bocciò il sistema di vigilanza, così come congegnato dalla Direttiva 2003/6/CE, sia rilevando che i dispositivi di monitoraggio non si dovevano concentrare soltanto sulle singole imprese ma anche sulla stabilità dell'intero sistema finanziario, sia raccomandando l'istituzione di un organismo europeo incaricato di sorvegliare il rischio nel sistema finanziario¹¹⁴.

A fronte di tali premesse sono intervenuti il MAR e la MAD II, con l'obiettivo ultimo di dare uniformità al sistema, sia a livello di tipologie di condotte sanzionabili, sia a livello sanzionatorio, in modo da evitare qualsiasi arbitraggio normativo e garantire la certezza del diritto. Questa volta la scelta del legislatore europeo è stata più drastica, optando per l'imposizione di una repressione di tipo penale da parte di tutti gli Stati membri¹¹⁵, lasciando l'opzione amministrativa come di ausilio, negandole quindi il ruolo centrale che rivestiva in precedenza¹¹⁶. La prospettiva è pertanto rovesciata: mentre la Direttiva 2003/6/CE optava per la sanzione

¹¹⁴ Considerando (3) Direttiva (UE) n. 57/2014: «*La relazione del 25 febbraio 2009 del gruppo di esperti ad alto livello sulla vigilanza finanziaria nell'Unione europea, presieduto da Jacques de Larosière (il «gruppo de Larosière»), raccomandava che un quadro solido in materia prudenziale e di condotta negli affari per il settore finanziario deve basarsi su regimi di vigilanza e sanzionatori forti. A tal fine il gruppo de Larosière riteneva che le autorità di vigilanza dovessero essere dotate dei poteri necessari per intervenire e che dovessero esservi regimi sanzionatori uniformi, severi e dissuasivi per tutti i reati finanziari, sanzioni che dovrebbero essere attuate efficacemente, al fine di preservare l'integrità del mercato. Il gruppo de Larosière concludeva che i regimi sanzionatori degli Stati membri sono in genere deboli ed eterogenei».*

¹¹⁵ Si ricorda che non aderirono Regno Unito e Danimarca.

¹¹⁶ Considerando (5) Direttiva (UE) n. 57/2014: «*L'adozione di sanzioni amministrative da parte degli Stati membri si è finora rivelata insufficiente a garantire il rispetto delle norme intese a prevenire e combattere gli abusi di mercato».*

amministrativa come strumento repressivo base facendo poi salve le sanzioni penali, oggi il legislatore impone agli stati di adottare sanzioni penali efficaci, dissuasive e proporzionate, lasciando agli Stati la facoltà di prevedere sanzioni amministrative. La scelta dello strumento sanzionatorio penale anche simbolicamente denota la gravità con cui oggi viene percepita questa tipologia di condotte, ritenuta totalmente inaccettabile e quindi punita con sanzioni di massima severità. Esempio è il Considerando (6) della Direttiva in questione, che, per l'appunto, recita: *«È essenziale rafforzare il rispetto delle norme sugli abusi di mercato istituendo sanzioni penali, che dimostrino una forma più forte di disapprovazione sociale rispetto alle sanzioni amministrative. Introducendo sanzioni penali almeno per le forme gravi di abusi di mercato, si stabiliscono confini chiari per i tipi di comportamenti che sono ritenuti particolarmente inaccettabili e si trasmette al pubblico e ai potenziali contravventori il messaggio che tali comportamenti sono considerati molto seriamente dalle autorità competenti»*.

Lo sdoppiamento delle fonti (un Regolamento ed una Direttiva) non è casuale ma è il frutto di una scelta mirata ad introdurre, da un lato, una disciplina direttamente applicabile in tutti i suoi elementi in ogni stato membro¹¹⁷, che prevede sanzioni amministrative e che garantisce una assoluta uniformità, e, dall'altro, una disciplina mediata con la quale si impongono interventi interni degli Stati membri in materia penale (tenendo conto del fatto che l'Unione non può prevedere nuove fattispecie incriminatrici direttamente applicabili negli ordinamenti nazionali). I due atti normativi sono comunque reciprocamente integrati, in modo tale da creare un sistema di misure punitive penali ed amministrative adatte ad evitare che si creino violazioni del principio del *ne bis in idem*¹¹⁸.

¹¹⁷ Il MAR è *self executing* ed è divenuto definitivamente applicabile il 3 luglio 2016, ad eccezione dell'art. 30 § 2, lett. da d) a g) sulle misure interdittive: si tratta infatti di misure non sufficientemente disciplinate e richiedenti quindi un intervento dei vari legislatori nazionali.

¹¹⁸ infatti il considerando (17) della Direttiva (UE) n. 57/2014 recita: *«La presente*

Un'ulteriore novità, peraltro, consiste nella più ampia applicazione della normativa (sia il MAR che la MAD II), la quale regola le condotte illecite su qualsivoglia strumento finanziario, e non soltanto gli strumenti finanziari scambiati su mercati quotati regolamentati o MTF, ma anche su altri mercati, come gli OTF (*other trading facility*), oppure addirittura fuori mercato¹¹⁹. Vi è dunque l'eliminazione di qualsiasi criterio selettivo rispetto agli strumenti finanziari ed alle relative sedi di negoziazione oggetto delle condotte illecite regolate dalla disciplina in parola (sono ad esempio ricompresi i cd. certificati verdi e la manipolazione riferita al *benchmark*). Il legislatore europeo ha risposto all'esigenza di tutela che ogni sistema organizzato di negoziazione presenta in termini di trasparenza ed informazione, sicché appare del tutto corretto un intervento penale non differenziato (come invece accadeva con disciplina precedente).

Per una tutela efficace dei mercati finanziari la direttiva ha inoltre esteso la responsabilità penale anche alle persone giuridiche, che devono essere sanzionate o penalmente, o comunque con sanzioni che siano sufficientemente dissuasive e proporzionate. Non vi è un vero e proprio obbligo di utilizzare lo strumento sanzionatorio penale al fine

Direttiva dovrebbe essere applicata tenendo conto del quadro normativo stabilito dal Regolamento (UE) n. 596/2014 e delle relative misure applicative.»

¹¹⁹ Art. 1 comma 1 Direttiva (UE) n. 57/2014: «*La presente Direttiva si applica: a) agli strumenti finanziari ammessi alla negoziazione su un mercato regolamentato o per i quali è stata presentata una richiesta di ammissione alla negoziazione su un mercato regolamentato; b) agli strumenti finanziari negoziati su un sistema multilaterale di negoziazione (MTF), ammessi alla negoziazione su un MTF o per i quali è stata presentata una richiesta di ammissione al MTF; c) agli strumenti finanziari negoziati su un sistema organizzato di negoziazione (OTF); d) agli strumenti finanziari non contemplati dalle lettere a), b) o c), il cui prezzo o valore dipende dal prezzo o dal valore di uno strumento finanziario di cui alle suddette lettere, ovvero ha un effetto su di essi, compresi, ma non in via esclusiva, i credit default swap e i contratti differenziali.*

La presente Direttiva si applica anche alle condotte o alle operazioni, comprese le offerte, relative ad aste o a piattaforme d'asta autorizzate come un mercato regolamentato di quote di emissioni o di altri prodotti oggetto d'asta correlati, anche quando i prodotti oggetto d'asta non sono strumenti finanziari, ai sensi del Regolamento (UE) n. 1031/2010 della Commissione (7). Fatte salve le disposizioni specifiche relative alle offerte presentate nell'ambito di un'asta, le disposizioni della presente Direttiva che fanno riferimento a ordini di compravendita si applicano a tali offerte».

salvaguardare la varietà dei vari ordinamenti giuridici degli Stati membri, che potrebbero non prevedere la possibilità che si configuri una responsabilità di tipo penale in capo agli enti.

Per quanto attiene al cd. doppio binario sanzionatorio, in particolare, è la stessa Direttiva a porre l'accento sul tema, con il Considerando (23), affermando che: *«mentre le condotte illecite commesse con dolo dovrebbero essere punite conformemente alla presente Direttiva, almeno nei casi gravi, le sanzioni per il Regolamento (UE) n.596/2014 non richiedono che sia comprovato il dolo o che gli illeciti siano qualificati come gravi. Nell'applicare la normativa nazionale di recepimento della presente Direttiva, gli Stati membri dovrebbero garantire che l'irrogazione di sanzioni penali per i reati ai sensi della presente Direttiva e sanzioni amministrative ai sensi del Regolamento (UE) n. 596/2014 non violi il principio del ne bis in idem»*.

Sono gli Stati membri, pertanto, nell'applicare la nuova normativa, a dover porre una particolare attenzione nell'evitare che si crei un doppio binario sanzionatorio in violazione del divieto di condannare un soggetto due volte per gli stessi fatti, prediligendo la sanzione penale come strumento repressivo principale, per lo meno in relazione alle condotte più gravi. Ciò può essere fatto definendo le condotte sanzionate con elementi essenziali che le distinguono l'una dall'altra. In particolare, uno degli elementi distintivi suggeriti dalla Direttiva è quello psicologico, essa infatti prevede che debbano essere sanzionate penalmente almeno le condotte commesse con rappresentazione e volizione del fatto stesso.

Gli altri parametri di gravità suggeriti dalla MAD II, relativamente all'abuso di informazioni privilegiate e la comunicazione illecita delle stesse, sono il livello di gravità dell'impatto della condotta sul mercato finanziario, l'entità del profitto potenziale od effettivo ritratto o la perdita evitata, la misura del danno cagionato al mercato o ancora il valore complessivo degli strumenti finanziari negoziati. Il Considerando (12) della stessa Direttiva, inoltre, suggerisce eventualmente di poter prendere in

considerazione anche la commissione del fatto nell'ambito di un'organizzazione criminale o la recidività del soggetto.

Sono sicuramente indici afferenti agli effetti della condotta - e non alla condotta in sé - l'impatto della stessa sul mercato, nonché l'entità del profitto potenziale/effettivo ritratto o la perdita evitata e la misura del danno al mercato. Laddove tuttavia il profitto effettivo di una condotta illecita sarebbe concretamente misurabile, sia il profitto potenziale che la perdita evitata sono valori congetturali, per loro natura non misurabili empiricamente. Stesso discorso deve essere fatto per "l'impatto sul mercato" ed il danno allo stesso cagionato, in relazione ai quali il calcolo sarà, per forza di cose, meramente presuntivo.

Al di là dell'aggancio all'elemento psicologico, dunque, questi ulteriori indici di valutazione suggeriti dal legislatore europeo non appaiono un granché utili ai fini di una netta distinzione fra fattispecie gravi e meno gravi a causa della loro estrema indeterminatezza, essendo suscettibili di interpretazioni molto differenti. È pur vero, d'altronde, che il legislatore italiano potrebbe rendere effettivamente distintivi i suddetti criteri valutativi fissando una soglia precisa e determinata oltre la quale i fatti si debbano considerare gravi. In assenza di un intervento siffatto si lascerebbe ai giudici totale discrezionalità nella valutazione di questi valori, per giunta congetturali, il che porterebbe inevitabilmente a lasciare a questi ultimi il compito di selezionare i fatti penalmente rilevanti, diventando legislatori "di fatto"¹²⁰.

Un'ultima considerazione deve essere fatta rispetto alla natura di questi indici, i quali, come già accennato, attengono sostanzialmente agli effetti che le condotte producono. Ma come possono essere utilizzati dei parametri legati agli effetti concreti della fattispecie rispetto a reati di pericolo?

Se si dovessero selezionare le fattispecie rilevanti ai fini penali in base a

¹²⁰ Così MUCCIARELLI F., *La nuova disciplina eurounitaria sul market abuse: tra obblighi di criminalizzazione e ne bis in idem*, in *Dir. Pen. Cont. - Riv. trim.*, 4, 2015, 320.

questi indicatori si otterrebbe il paradossale risultato di sanzionare solamente quelle condotte che abbiano avuto concretamente effetti lesivi. Gli unici indicatori che in realtà scongiurano una tale imbarazzante situazione sono i parametri congetturali del "profitto potenziale" e della "perdita evitata", che, essendo di per sé astratti, si slegano da una verifica empirica delle conseguenze della condotta.

Per quanto concerne gli altri indici deve essere notato che, in primo luogo, il "valore complessivo degli strumenti negoziati" è sicuramente apprezzabile ed utile per la fattispecie di insider trading e quella di manipolazione del mercato, ma non per la comunicazione illecita. Non creano invece problemi le valutazioni riguardo all'aver commesso il fatto nell'ambito di un'organizzazione criminale ed al fatto che il soggetto abbia già commesso reati dello stesso genere (anche se sarà compito dei legislatori nazionali fornire qualche indicazione più specifica in tal senso).

Il Considerando (12) della MAD II propone gli indici da valutare in merito alle condotte di manipolazione del mercato. La condotta dovrebbe essere considerata grave, oltre che nei casi in cui è di livello elevato: *«l'impatto sull'integrità del mercato, il profitto effettivo o potenziale ritratto ovvero la perdita evitata o la misura del danno cagionato al mercato»* - come per l'abuso di informazioni privilegiate - anche quando sia elevata l'alterazione del *«valore dello strumento finanziario o del contratto a pronti su merci»*. Questo indice, che necessiterebbe di un valore numerico definito dal legislatore, presenta le stesse problematiche relative al parametro della "sensibilità" del prezzo, elemento costitutivo della fattispecie di manipolazione del mercato nel nostro ordinamento ex art. 185 t.u.f.. La questione è particolarmente complessa in quanto, se da un lato un'indicazione numerica da parte del legislatore sarebbe quantomeno necessaria per evitare di lasciare una completa discrezionalità al giudice nel selezionare le condotte rilevanti, dall'altro la fissazione di tale valore, per sua natura relativo (e quindi valutabile solo in relazione al contesto concreto) rappresenterebbe una semplificazione

eccessiva, slegata dall'effettiva decettività delle condotte.

Il Considerando in questione conclude, infine, prescrivendo di valutare sia «*l'ammontare dei fondi utilizzati in origine*», indice che non crea particolari problemi nella fissazione di un valore numerico, sia il fatto che la manipolazione sia «*commessa da soggetti impiegati o che lavorano all'interno del settore finanziario ovvero presso un'autorità di vigilanza o di regolamentazione*». Un fattore, quest'ultimo, che nulla vieta di considerare anche nell'analisi di gravità delle condotte di abuso di informazioni privilegiate e comunicazione illecita.

2.5.1 Il Regolamento (UE) n. 596/2014 (MAR)

Il MAR (*Market Abuse Regulation*) si occupa dei profili amministrativi delle fattispecie di abuso di mercato, al fine di garantire una maggiore uniformità e chiarezza della disciplina¹²¹. Il Regolamento è divenuto direttamente efficace negli ordinamenti giuridici degli Stati membri il 3 luglio 2016, abrogando la disciplina anteriore (la MAD e le direttive di secondo livello 2003/124/CE, 2003/125/CE, 2004/72/CE ed il Regolamento n. 2273/2003).

Ad una prima analisi è evidente come il Regolamento in parola abbia apportato modifiche rilevanti alle fattispecie amministrative come prima configurate. Una delle novità più significative è certamente la proposta di

¹²¹ Considerando (5) Regolamento (UE) n. 596/2014: «*Per eliminare i residui ostacoli agli scambi e le notevoli distorsioni della concorrenza derivanti dalle divergenze tra le normative nazionali ed evitare l'insorgere di ulteriori ostacoli agli scambi e notevoli distorsioni della concorrenza, occorre quindi adottare un Regolamento che stabilisca un'interpretazione più uniforme del quadro dell'Unione in materia di abusi di mercato, definendo in modo più chiaro le regole applicabili in tutti gli Stati membri. Adottare la forma del Regolamento per le norme relative agli abusi di mercato garantirà che tali norme siano direttamente applicabili. Ciò assicura inoltre condizioni uniformi impedendo che vengano adottate norme nazionali divergenti in conseguenza del recepimento di una Direttiva. Il presente Regolamento imporrà un'applicazione uniforme delle stesse regole in tutta l'Unione. Esso ridurrà inoltre la complessità normativa e le spese di adeguamento alla stessa per le società che operano su base transfrontaliera, contribuendo così a eliminare le distorsioni della concorrenza.*».

una nuova fattispecie autonoma: la comunicazione illecita di informazioni privilegiate. Il cd. *tipping*, infatti, assume maggiore importanza conquistando la trattazione in un articolo dedicato (art. 10 Regolamento (UE) 596/2014¹²²). Anche il cd. *trading* presenta delle novità, potendo essere integrato adesso anche nel caso di revoca o modifica di ordini concernenti strumenti finanziari a cui le informazioni si riferiscono, a condizione che tali ordini fossero stati inoltrati prima dell'avvenuta conoscenza dell'informazione privilegiata. Si noti, peraltro, che una volta che il soggetto viene a conoscenza dell'informazione stessa, qualsiasi modifica agli ordini si *presume* una condotta abusiva.

Minime, invece, sono le novità in relazione al cd. *Tuyautage*, ossia le raccomandazioni di investimenti fatte ad altri sulla base delle informazioni privilegiate. degno di nota è solamente il fatto che è stata inserita tra le condotte punibili anche l'induzione a compiere nuove operazioni o modificare/revocare ordini già inoltrati.

In aggiunta, purtroppo, tradendo ogni aspettativa, il Regolamento non prevede nessuna significativa novità rispetto alla definizione di informazione privilegiata e di investitore ragionevole, lasciando aperti i problemi di indeterminatezza della fattispecie (vedi *infra* par. 3.4).

Per quanto riguarda invece le condotte legittime, una novità sicuramente degna di nota è l'introduzione dei "sondaggi di mercato", disciplinati dall'articolo 11 del Regolamento. L'articolo definisce il sondaggio come quella condotta consistente nella «comunicazione di

¹²² Art. 10 Regolamento (UE) 596/2014: «Ai fini del presente Regolamento, si ha comunicazione illecita di informazioni privilegiate quando una persona è in possesso di informazioni privilegiate e comunica tali informazioni a un'altra persona, tranne quando la comunicazione avviene durante il normale esercizio di un'occupazione, una professione o una funzione.

Il presente paragrafo si applica a qualsiasi persona fisica o giuridica nelle situazioni o nelle circostanze di cui all'articolo 8, paragrafo 4.

Ai fini del presente Regolamento, la comunicazione a terzi delle raccomandazioni o induzioni di cui all'articolo 8, paragrafo 2, si intende come comunicazione illecita di informazioni privilegiate ai sensi del presente articolo allorché la persona che comunica la raccomandazione o l'induzione sa o dovrebbe sapere che esse si basano su informazioni privilegiate».

informazioni, anteriormente all'annuncio di un'operazione, al fine di valutare l'interesse dei potenziali investitori per una possibile operazione e le relative condizioni, come le dimensioni potenziali o il prezzo, a uno o più potenziali investitori»¹²³. I sondaggi costituiscono quindi uno strumento di grande importanza per valutare il parere dei potenziali investitori. Si può parlare di sondaggio di mercato, però, solamente qualora la condotta sia posta in essere da un emittente, un offerente sul mercato secondario di uno strumento finanziario (in quantità o valore tali da distinguere l'operazione dalle normali negoziazioni e rendere necessario il sondaggio per valutare il potenziale interesse dei potenziali investitori), un partecipante al mercato delle quote di emissione, oppure infine un terzo che agisca in nome e per conto dei soggetti appena elencati.

È altresì ricompresa nella fattispecie anche la comunicazione di informazioni privilegiate da parte di un soggetto che voglia effettuare un OPA o una fusione qualora, o le informazioni siano necessarie agli investitori per formare un giudizio circa la disponibilità ad offrire i propri titoli, oppure la volontà degli aventi diritto (all'acquisto) di offrire i propri titoli sia ragionevolmente necessaria per la decisione di presentare l'offerta pubblica di acquisto o di fusione. Vi sono diversi vantaggi ottenibili tramite i sondaggi di mercato, fra i quali la facilitazione nella valutazione dell'interesse dell'investitore e nell'incontro fra le posizioni degli emittenti e degli azionisti. L'utilità di questo strumento è peraltro evidente in

¹²³ Anche il Considerando (32) del Regolamento (UE) n. 596/2014 definisce così i sondaggi di mercato: «*I sondaggi di mercato consistono in interazioni tra un venditore di strumenti finanziari e uno o più investitori potenziali che hanno luogo prima dell'annuncio di un'operazione, al fine di determinare l'interesse degli investitori potenziali in una possibile operazione e il prezzo, le dimensioni e la struttura dell'operazione stessa. I sondaggi di mercato potrebbero comprendere un'offerta iniziale o secondaria di valori mobiliari pertinenti e sono distinti dalle normali negoziazioni. Essi costituiscono uno strumento di grande importanza per valutare il parere dei potenziali investitori, rafforzare il dialogo con gli azionisti, assicurare che le negoziazioni si svolgano senza complicazioni e che le posizioni degli emittenti, degli azionisti esistenti e dei nuovi investitori potenziali siano compatibili. Essi possono essere particolarmente utili quando i mercati non suscitano fiducia, sono privi di indici di riferimento (benchmarks) pertinenti o sono volatili. Pertanto, la capacità di svolgere sondaggi di mercato è importante per il corretto funzionamento dei mercati di capitale e tali sondaggi non dovrebbero essere considerati abusi di mercato».*

momenti in cui il mercato non suscita fiducia nell'opinione pubblica o quando vi è un elevato grado di volatilità.

Il Regolamento prosegue poi all'art. 12 con le previsioni attinenti la condotta di manipolazione del mercato. Sono state aggiunte, rispetto alla precedente normativa, tre nuove tipologie di condotte, fra le quali di maggior interesse è certamente quella prevista dal comma 1 lett. d) relativa al *benchmark*. È considerata manipolativa «*la trasmissione di informazioni false o fuorvianti o la comunicazione di dati falsi o fuorvianti in relazione a un indice di riferimento (benchmark) quando la persona che ha proceduto alla trasmissione o fornito i dati sapeva, o avrebbe dovuto sapere, che erano falsi o fuorvianti, ovvero qualsiasi altra condotta che manipola il calcolo di un indice di riferimento*». Ulteriori novità sono poi la manipolazione concretizzata nell'inoltro di ordini in sede di negoziazione (comprese le relative cancellazioni o modifiche) con ogni mezzo disponibile di negoziazione, comprese le relative cancellazioni o modifiche, e nell'acquisto o vendita sul mercato secondario anticipatamente rispetto alle normali aste, con l'effetto di fissare il prezzo di aggiudicazione dell'asta ad un livello anormale o indurre in errore gli altri partecipanti.

Si noti che rimane l'espressione di chiusura "altri artifici" che dà elasticità alla norma rendendola plasmabile all'incessante sviluppo dei mercati.

Nonostante fosse stata espressa l'idea di eliminare la previsione delle prassi di mercato quali condotte legittime nell'ambito dei mercati finanziari, nella stesura finale venne fatto un passo indietro, decidendo di inserirle all'art. 13, dove si stabilisce che l'ESMA debba esprimere un parere non vincolante prima dell'adozione delle prassi stesse. La norma disegna in modo specifico il ruolo della suddetta Autorità di vigilanza europea, che è sicuramente strategico per coordinamento e l'uniformità fra i vari Stati membri. Gli artt. 5 e 6 MAR (riprendendo gli artt. 7 e 8 della Direttiva), prevedono l'esclusione dell'applicazione delle disposizioni in tema di abusi di mercato (i cd. *safe harbours*), ad alcune condizioni, nel

caso di negoziazione di azioni proprie nei programmi di riacquisto di azioni proprie e stabilizzazione e nel caso di ordini o condotte nell'attività di gestione monetaria e del debito nonché nelle attività relativa alla politica climatica. Il primo caso non opera in assoluto, ma solo quando il programma di riacquisto di azioni proprie o di stabilizzazione sia effettuato in conformità delle prescrizioni fornite dall'Autorità di vigilanza di ciascun Paese. Il secondo caso risponde alla ratio secondo cui sarebbe inopportuno sanzionare atti posti in essere da Autorità nazionali o comunitarie.

Proseguendo questa analisi non può non accennarsi all'attenzione che viene dedicata alla "prevenzione ed individuazione degli abusi"¹²⁴, un

¹²⁴ Art. 16 Regolamento (UE) n. 596/2014: «I gestori del mercato e le imprese di investimento che gestiscono una sede di negoziazione istituiscono e mantengono dispositivi, sistemi e procedure efficaci al fine di prevenire e individuare abusi di informazioni privilegiate, manipolazioni del mercato e tentativi di abuso di informazioni privilegiate e manipolazioni del mercato conformemente agli articoli 31 e 54 della Direttiva 2014/65/UE.

Una persona di cui al primo comma segnala immediatamente all'autorità competente del luogo della sede di negoziazione gli ordini e le operazioni, compresa qualsiasi cancellazione o modifica degli stessi, che potrebbero costituire abuso di informazioni privilegiate, manipolazione di mercato o un tentativo di manipolazione di mercato o di abuso di informazioni privilegiate.

2. Chiunque predisponga o esegua a titolo professionale operazioni stabilisce e mantiene dispositivi, sistemi e procedure efficaci per individuare e segnalare ordini e operazioni sospette. Qualora tale persona nutra il ragionevole sospetto che un ordine o un'operazione su qualsiasi strumento finanziario, inoltrato o eseguito presso o al di fuori di una sede di negoziazione, possa costituire abuso di informazioni privilegiate, manipolazione di mercato o un tentativo di abuso di informazioni privilegiate o di effettuare una manipolazione di mercato, lo comunica immediatamente all'autorità competente di cui al paragrafo 3.

3. Fatto salvo l'articolo 22, le persone che si occupano o eseguono operazioni a livello professionale sono soggette alle norme in materia di segnalazione vigenti nello Stato membro in cui sono registrate o hanno la loro sede legale, ovvero, nel caso delle succursali, nello Stato membro in cui ha sede la succursale. La segnalazione viene inviata alla competente autorità di detto Stato membro.

4. Le autorità competenti di cui al paragrafo 3 che ricevono la segnalazione di ordini e operazioni sospetti trasmettono immediatamente tali informazioni alle autorità competenti del luogo della sede di negoziazione interessata.

5. Al fine di garantire una coerente armonizzazione del presente articolo, l'ESMA elabora progetti di norme tecniche di attuazione volti a stabilire:

a) dispositivi, sistemi e procedure appropriati per conformarsi ai requisiti di cui ai paragrafi 1 e 2; e

b) i modelli di notifica da utilizzare per conformarsi ai requisiti di cui ai paragrafi 1 e 2.

L'ESMA presenta tali progetti di norme tecniche di regolamentazione alla Commissione entro il 3 luglio 2016. Alla Commissione è conferito il potere di adottare le norme tecniche di regolamentazione di cui al primo comma conformemente agli articoli da 10 a 14 del Regolamento (UE) n. 1095/2010.».

tema già di grande interesse nella disciplina precedente, ma che adesso trova uno spazio significativo. L'articolo 16 MAR prescrive che i gestori si muniscano di sistemi e procedure adatti ad individuare e prevenire i rischi di condotte abusive, sia ex post che ex ante, andando a colpire anche i tentativi, che devono essere immediatamente segnalati. Già la Corte di Giustizia si era espressa sull'argomento della prevenzione, stabilendo che un'informazione privilegiata deve essere resa pubblica il prima possibile, anche qualora il detentore non sia sicuro dell'influenza che questa possa avere sui prezzi. In questo senso è l'art. 17 MAR a tradurre tale orientamento in legge, stabilendo che l'emittente debba comunicare al pubblico, *«quanto prima possibile, le informazioni privilegiate che riguardano direttamente detto emittente»*. Il ritardo nella comunicazione in parola è ammesso a specifiche condizioni sotto la responsabilità dell'emittente. La grande novità, infine, è l'aver introdotto l'istituto del "whistleblowing", i cd. suonatori di fischiello, ovvero dei sistemi che incentivano i singoli a fare una segnalazione quando vengano a conoscenza di illeciti all'interno del proprio contesto lavorativo. In tal modo, al di là del controllo esterno perpetrato dall'autorità di vigilanza, la prevenzione comincia dall'interno, anticipando la tutela. Come sottolineato nel Considerando (74) MAR, per garantire che il sistema di segnalazione funzioni, è necessario che la normativa tuteli i diritti dei denunciatori che a causa delle loro segnalazioni potrebbero subire ritorsioni e abusi.

Non può non segnalarsi, da ultimo, lo spazio che il Regolamento dedica alla vigilanza sul mercato ed alla relativa autorità. A fronte della crisi finanziaria che ha interessato negli ultimi anni i mercati europei si è sentita ancora più forte l'esigenza di rafforzare il coordinamento a livello di vigilanza. È per tale ragione che il legislatore europeo ha dedicato il Capo 4 del MAR all'ESMA (*European Securities and Markets Authority*) e alle autorità competenti alla vigilanza sui mercati e gli operatori finanziari. All'ESMA è stato attribuito un ruolo strategico ed essenziale per il coordinamento delle varie attività delle autorità nazionali preposte, come si evince dall'art. 24 del MAR (soprattutto tramite il flusso informativo che

deve provenire dai vari Stati); a seguire, l'art. 25 stabilisce gli obblighi di cooperazione in capo alle autorità competenti dei vari Stati membri. Queste, come era previsto anche dalla *Market Abuse Directive*, si fanno carico del compito di assicurarsi che la normativa europea sugli abusi di mercato venga rispettata in ogni Stato, sia per mezzo di penetranti controlli periodici, sia tramite un sistema di indagini. Sarà poi compito degli Stati provvedere affinché le Autorità suddette siano fornite dei poteri necessari per svolgere al meglio il proprio ruolo.

2.5.2 MAD II: l'abuso di informazioni privilegiate e la criminalizzazione dell'insider secondario

È stato già evidenziato, in tema di innovazioni, come la Direttiva 2014/57/UE presenti una visione del sistema completamente rovesciata, optando per lo strumento sanzionatorio penale come principale mezzo repressivo delle condotte abusive, e come il suo ambito d'applicazione sia decisamente più ampio della normativa precedente.

Non si possono non analizzare, peraltro, le ulteriori novità relative alla configurazione della fattispecie di *insider trading*, prevista all'art. 3 della Direttiva in parola. In primo luogo, una delle novità principali consiste nella cd. criminalizzazione del *Insider* secondario, ovvero colui che apprende l'informazione privilegiata dall'*insider* primario e la sfrutta in proprio favore ponendo in essere condotte abusive. L'art. 3, § 2, MAD II contempla come possibili autori di abuso di informazioni privilegiate soggetti qualificati, come coloro che fanno parte di organi amministrativi dell'emittente o partecipino al capitale dell'emittente stesso o ancora abbiano accesso alle informazioni in ragione della propria attività lavorativa o di attività delittuose. Il comma successivo, fungendo da norma di chiusura, prevede che la fattispecie si applichi altresì a «*chiunque abbia ottenuto informazioni privilegiate anche in ragione delle circostanze diverse da quelle indicate al primo comma e sia a conoscenza*

del carattere privilegiato di tali informazioni». Si noti che, alla luce di tale previsione, andrebbe sicuramente rivista la disciplina prevista dall'art. 187 *bis* t.u.f. - che chiama l'*insider* secondario a rispondere solamente dell'illecito amministrativo - per incompatibilità con la previsione derivante dal combinato disposto degli artt. 3 e 7 MAD II.

Ci si può domandare se l'espressione "ottenere" alluda ad un'attività, anche minima, volta ad acquisire l'informazione da un terzo. Il tema è controverso, anche se autorevole dottrina tende a propendere per una risposta negativa, non ritenendo necessaria alcuna attività attiva (si perdoni il gioco di parole) di colui che riceve le informazioni.¹²⁵

Come visto per il Regolamento, anche la Direttiva risulta innovativa nell'aver scomposto la classica fattispecie di abuso di informazioni privilegiate, disciplinando da un lato le condotte di *trading e tuyautage* all'art. 3 MAD II e dall'altro il cd. *tipping* all'art. 4 MAD II "Comunicazione illecita di informazioni privilegiate".

Per quanto attiene al *trading* è interessante notare come la direttiva identifichi le condotte operative di tal tipo con l'espressione «*acquisendo o cedendo*», non riproducendo la formula di chiusura «*altre operazioni*» prevista nel nostro ordinamento all'art. 184 t.u.f.; si dovrebbe valutare, pertanto, «*se la notata soppressione comporti l'esclusione di forme negoziali (es: riporto, conferimento, dazione in garanzia, ecc.) non direttamente riconducibili alla nozione di compravendita*»¹²⁶.

Una risposta potrebbe essere suggerita in luce del fatto che la Direttiva fornisce le norme minime da seguire nella configurazione del sistema giuridico nazionale, per cui nulla osta alla possibilità per il legislatore nazionale di prevedere un'applicazione più ampia della

¹²⁵ Sul punto si veda MUCCIARELLI F., *Speculazione mobiliare e diritto penale*, Milano, 1995, 147 ss. In senso contrario SEMINARA S., *Riflessioni in margine sul disegno di legge in tema di insider trading*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 1990, 549 ss.; Id., *Insider trading e diritto penale*, Milano, 1989, 131 s., nonché 315 ss..

¹²⁶ MUCCIARELLI F., *L'insider trading nella rinnovata disciplina UE sugli abusi di mercato*, in *La nuova disciplina europea sul market abuse*, AA. VV., *Riv. Le Società*, 2016, 59.

fattispecie, nel caso, appunto, prevedendo anche le “*altre operazioni*”. Come già visto per il MAR, anche la Direttiva contiene la nuova previsione afferente all’annullamento o modifica di un ordine concernente lo strumento finanziario al quale l’informazione privilegiata si riferisce, quando l’ordine era stato già inoltrato prima di venire a conoscenza dell’informazione privilegiata stessa¹²⁷. Non sembra un intervento particolarmente innovativo, apparendo in effetti evidente che la modifica di un ordine a seguito dell’ottenimento di un’informazione privilegiata, al fine di ottenere un profitto, sia una forma di utilizzo dell’informazione stessa.

Quanto alla fattispecie di *tipping*, integrato quando «*una persona in possesso di informazioni privilegiate comunica tali informazioni a qualsiasi altra persona, al di fuori del normale esercizio di un lavoro, della professione della funzione o dell’ufficio, ovvero al di fuori dei casi in cui la comunicazione può qualificarsi come sondaggio di mercato*»¹²⁸, è stata trattata meno severamente¹²⁹ delle prime due.

Si noti, inoltre, che mentre non vi è nessuna modifica di rilievo in merito al *tuyautage* con riferimento all’art 3, § 6, MAD, di rilievo è invece il § 7, che attribuisce rilevanza penale all’attività di coloro che utilizzano la raccomandazione in modo consapevole.

Ciò toglie ogni dubbio su come debba essere considerato il comportamento di chi si affidi alle suddette raccomandazioni in maniera inconsapevole.

¹²⁷ Art. 4, § 4, Direttiva (UE) 2014/57.

¹²⁸ Art 4, § 2, Direttiva (UE) 2014/57.

¹²⁹ L’art 7, § 3, Direttiva (UE) 2014/57, infatti prevede che, mentre le condotte di cui agli artt. 3 e 5 (rispettivamente *insider trading* e manipolazione del mercato) siano «*punibili con la pena della reclusione per una durata massima non inferiore a ad anni quattro*», mentre, con riferimento alle condotte di cui all’art.4 la pena prevista è la reclusione per una durata massima non inferiore due anni.

Interessante è anche il par. § 8 dell'articolo 3 che richiama le "condotte legittime" disciplinate dall'art. 9 MAR. Secondo quanto disposto in tale paragrafo non è sufficiente che un soggetto posseda delle informazioni privilegiate per assurgere che tale soggetto, utilizzandole, abbia commesso un illecito. Sono previste, infatti, tutta una serie di condotte considerate legittime, in ambiti altamente complessi, ove sarebbe altamente azzardato lasciare all'interprete la valutazione¹³⁰.

2.5.3 La MAD II: la manipolazione del mercato

La condotta di manipolazione del mercato, parimenti, ha subito importanti modifiche. Essa è disciplinata dall'art. 5 della Direttiva, nonché dal corrispondente art. 12 del Regolamento¹³¹, il quale, benché regoli la fattispecie dal punto di vista amministrativo, in realtà è utile anch'esso per la comprensione della fattispecie penale.

La nuova fattispecie (tracciata in maniera piuttosto dettagliata dalla MAD II) non prevede la classica dicotomia fra manipolazione informativa e operativa; le condotte manipolative, consistenti in un'operazione o immissione di ordini di compravendita o ancora «*qualsiasi altra condotta*», si distinguono infatti fra condotte decettive e condotte orientative del prezzo¹³².

¹³⁰ MUCCIARELLI F., *L'insider trading nella rinnovata disciplina UE sugli abusi di mercato*, in *La nuova disciplina europea sul market abuse*, AA. VV., *Riv. Le Società*, 2016, 62.

¹³¹ Il Regolamento infatti al § 2 dell'art.12 elenca delle condotte manipolative che altro non sono che una specificazione del § 1 dello stesso articolo e dell'art. 5 della MAD II. L'elencazione dell'art. 12 è infine completata dal rinvio contenuto nel § 3, che rimanda all'allegato I al Regolamento, contenente una serie di indicatori di manipolazione del mercato che potranno e probabilmente saranno presi come indicatori da parte della giurisprudenza.

¹³² Art. 5, § 2, lett. a), Direttiva (UE) 2014/57: «2. Ai fini della presente direttiva, costituiscono manipolazione del mercato le seguenti condotte:

La seconda ipotesi elimina ogni dubbio rispetto alla condotta di *price positioning*, la quale, al confine fra il lecito e l'illecito, veniva salvata dalla dottrina maggioritaria. Ovviamente una tale condotta potrebbe considerarsi reato solamente nel caso in cui fosse caratterizzata da frodolenza, ovvero quando sia perpetrata a danno della trasparenza dei mercati, mandando un messaggio distorto agli investitori. La stessa condotta, infatti, qualora sia posta in essere garantendo la massima trasparenza, non sarebbe illecita in quanto mancherebbe di capacità ingannatoria. In altre parole «*Se la manipolazione è attitudine ingannatoria della condotta, le operazioni che pure destabilizzano il prezzo di un titolo non sarebbero tuttavia illecite quando siano accompagnate da un tasso di trasparenza tale da neutralizzarne ogni connotazione di frodolenza*»¹³³.

Si noti, peraltro, che all'interno del gruppo di condotte descritte dalla lettera a) possono essere ricomprese anche le altre, di cui alle lett. b), c) e d). Queste, infatti, sono nel complesso riconducibili alla locuzione "*qualsiasi altra condotta*", caratterizzate dalla decettività, e quindi riconducibili alla lett. a) *sub i*).

Pertanto è possibile affermare che il comun denominatore di tutte le fattispecie appena descritte è il carattere decettivo delle stesse, ovvero la loro idoneità a distorcere la capacità informativa dei prezzi. Ciò, a ben vedere, può essere affermato anche per le condotte di cui alla lett.a) *sub II*) (quelle che fissano «*il prezzo di uno o più strumenti finanziari, o di un*

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

i) *fornisce segnali falsi o fuorvianti relativi all'offerta, alla domanda o al prezzo di uno strumento finanziario o di un contratto a pronti su merci collegato; o*

ii) *fissa il prezzo di uno o più strumenti finanziari, o di un contratto a pronti su merci collegato, a un livello anomalo o artificiale; (...)*».

¹³³ Cit. CONSULICH F., *Manipolazione dei mercati e diritto eurounitario*, in *La nuova disciplina europea sul market abuse*, AA. VV., *Riv. Le Società*, 2016, 70.

*contratto a pronti su merci collegato, a un livello anomalo o artificiale), apparentemente estranee. Infatti anch'essa, nel fissare i prezzi «ad un livello anomalo o artificiale», crea una distorsione del reale andamento degli stessi, minando la loro capacità informativa e dunque diffondendo un messaggio ingannevole presso gli investitori.*¹³⁴

Le condotte descritte dall'art. 5 sono quindi di per sé lecite, ma assumono rilevanza penale in quanto vengono poste in essere nell'ambito di una complessiva attività di occultamento e falsificazione della reale situazione finanziaria.

Da quanto appena descritto si può trarre un'interessante considerazione: la condotta di manipolazione del mercato non è necessariamente un "comportamento finanziario". Si parla infatti di "*qualsiasi altra condotta*" proprio in ragione del fatto che non è necessario che il soggetto compia direttamente delle operazioni sul mercato, ma è sufficiente che, anche se indirettamente, l'azione perpetrata abbia come conseguenza quella di falsare i prezzi e quindi mandare un messaggio distorto agli investitori. Non a caso è proprio lo stesso Regolamento al Considerando (46) a dichiarare: *«uno strumento finanziario può essere manipolato attraverso una condotta tenuta al di fuori di una sede di negoziazione»* e a seguire il Considerando (48) aggiunge: *«alla luce dell'accresciuto utilizzo di siti web, blog e media sociali, è importante chiarire che la diffusione di informazioni false o fuorvianti attraverso Internet, compresi i siti di media sociali o i blog anonimi, dovrebbe essere considerata ai fini del presente regolamento equivalente alla loro diffusione attraverso canali di comunicazione più tradizionali»*. In realtà non si tratta di un elemento distonico rispetto alla disciplina precedente, ponendosi perfettamente in linea con la Direttiva del 2003 e conseguentemente con la previsione dell'art. 185 t.u.f., il quale non richiedeva che la condotta di manipolazione del mercato fosse

¹³⁴ Così CONSULICH F., *Ult. op. cit.*, 71 ss.

necessariamente perpetrata attraverso un'operazione finanziaria. Quello che conta, pertanto, è l'effetto che questa condotta produce, effetto che consiste nell'alterazione dei prezzi.

2.6 Le modifiche interne: possibili e necessarie

Dal quadro appena descritto appare evidente l'esigenza di un intervento riformatore nel nostro ordinamento, non essendo sufficiente un mero riadattamento in termini di interpretazione. È quindi utile riassumere le principali innovazioni meritevoli di essere protagoniste di una auspicabile riforma.

In primo luogo non può non farsi cenno ai rinnovati confini applicativi della disciplina sul *market abuse*, la quale diviene applicabile rispetto a qualsivoglia strumento e mercato finanziario. Ciò confligge con le norme in materia attualmente in vigore in Italia, le quali prevedono un ambito applicativo piuttosto ristretto. Non sarebbe possibile adattare tale disciplina interna alle nuove frontiere del *market abuse*, essendo necessaria a tal fine un'interpretazione in *malam partem* che estenda l'area di condotte sanzionabili.

Si richiama, inoltre, la già notata autonomizzazione della figura della comunicazione illecita di informazioni privilegiate, alla quale il legislatore eurounitario ha attribuito un trattamento sanzionatorio meno severo rispetto alle fattispecie di *insider trading* e di *tuyautage*. Pertanto, per quanto sia possibile per i legislatori nazionali la previsione di trattamenti sanzionatori più severi (dal momento che la Direttiva stabilisce solo la soglia minima dei massimi edittali), sembrerebbe auspicabile un complessivo intervento di adeguamento che tenga conto almeno dell'esigenza di differenziare le pene previste per le diverse fattispecie, tanto più che i massimi edittali attualmente previsti dall'art. 184 t.u.f. sono tre volte maggiori di quello indicato dall'art. 7 MAD II per le figure di

trading e *tuyautage* e di sei volte rispetto a quello di *tipping* (comunicazione illecita).

In aggiunta, l'inserimento di una nuova condotta lecita, quali i sondaggi di mercato (Art. 11 MAR), nonché la cd. "criminalizzazione" dell'*insider* secondario richiederebbe certamente un intervento normativo, al fine di inserire queste nuove fattispecie nel sistema.

Di più complessa interpretazione è la disposizione dettata all'art 4, § 4 MAD II che qualifica come *tipping* la raccomandazione o induzione ad abusare di informazioni privilegiate quando la persona che raccomanda o induce è a conoscenza del fatto che nel farlo si sta basando su informazioni privilegiate. Ad un'interpretazione letterale sembrerebbe configurabile un concorso formale di reati, che duplicherebbe la sanzione per lo stesso fatto storico. Nondimeno, una tale interpretazione non può considerarsi plausibile poiché, se così fosse, si dovrebbe ritenere che nella fattispecie base di *tuyautage* ex art. 3, § 6 MAD II non sia richiesta, da parte di colui che raccomanda, la consapevolezza della natura privilegiata dell'informazione della quale è in possesso e ciò, invero, è impossibile, posto che la fattispecie può essere integrata solamente se vi è la conoscenza del carattere privilegiato dell'informazione (conoscenza peraltro necessaria anche per valutare il dolo). Alla luce di quanto detto la novità contenuta nell'art. 4, §4 della Direttiva è solo apparente.

Le innovazioni non si fermano qui. Sia per l'abuso di informazioni privilegiate che per la manipolazione del mercato è ad oggi prevista la punibilità del tentativo¹³⁵. Ciò non sembra creare problemi in relazione alla prima delle fattispecie, sembrerebbe piuttosto far sorgere dei dubbi con riferimento alla manipolazione di mercato, che nel nostro ordinamento è strutturata come una fattispecie di pericolo.

¹³⁵ Considerando (13) Direttiva (UE) 2014/57: «Poiché il tentativo di abuso di informazioni privilegiate o di manipolazione del mercato ha ripercussioni negative sui mercati finanziari e sulla fiducia degli investitori in tali mercati, è opportuno che anche tali condotte siano punibili come reati».

Allo stesso modo, come prescritto dal Considerando (15), all'art. 6 MAD II sono inserite le previsioni di induzione, favoreggiamento e concorso in relazione all'art. 3 paragrafi da 2 a 5 e agli art. 4 e 5. L'assetto nazionale vigente si può ritenere conforme a quanto prescritto, tuttavia non può non sottolinearsi che la previsione non risulta affatto chiara, soprattutto nella parte in cui richiama la condotta di "induzione", già prevista come figura a sé stante dall'art. 3 § 6 MAD II.

Si noti, da ultimo, che rispetto alla nuova previsione di una responsabilità in capo alle persone giuridiche la nostra legislazione sembra del tutto conforme. Il d.lgs. 231/2001, infatti, all'art 25 *sexies* prevede la possibilità di applicare in capo all'ente una sanzione amministrativa per i reati previsti agli artt. 184 e 185 t.u.f.¹³⁶.

2.7 ancora sul *ne bis in idem*: la svolta penalistica della MAD II

Si ritiene doveroso spendere qualche ulteriore riga in tema di *ne bis in idem* al fine di analizzare come il legislatore eurounitario abbia deciso di affrontare la problematica. È stata già analizzata la scelta decisa di prediligere la sanzione criminale come strumento repressivo, considerata l'unica dotata di quella dissuasività necessaria a garantire l'integrità dei mercati e di trasmettere al pubblico il messaggio che porre in essere condotte illecite del tipo in questione è considerato particolarmente

¹³⁶ Art 25 *sexies* d.lgs. 231/2001, "Abusi di mercato": «*In relazione ai reati di abuso di informazioni privilegiate e di manipolazione del mercato previsti dalla parte V, titolo I-bis, capo II, del testo unico di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, si applica all'ente la sanzione pecuniaria da quattrocento a mille quote.*

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

grave¹³⁷. Non vi è alcun dubbio, pertanto, circa la prevalenza dello strumento penale; bisogna interrogarsi, dunque, sul il ruolo che assume lo strumento amministrativo: quanto spazio di manovra rimane agli Stati membri?

In primo luogo, ponendo così la questione, si potrebbe pensare che continui a sussistere comunque un sistema formato da due strumenti repressivi differenti che non devono sovrapporsi nel sanzionare le stesse condotte. In realtà attenta dottrina sottolinea come la nuova impostazione non contempli più questa duplicità, parlando di un concetto unitario di abuso di mercato che ricomprende sia gli illeciti amministrativi che penali, commessi nell'ambito dei mercati finanziari da Regolamento¹³⁸. In altre parole il legislatore eurounitario sembra aver propeso per la configurazione di un sistema unitario ove la sanzione essenziale, al di là delle etichette, è quella penale, intesa come sanzione afflittiva e deterrente, non invece quelle con finalità esclusivamente ripristinatoria o riparatoria.

Il dualismo è però destinato a riemergere in considerazione del fatto che, come già analizzato (vedi *supra* par. 2.5), ai «reati gravi» e commessi con dolo è riservata la sanzione penale, mentre per gli altri si potrà prevedere una risposta solo amministrativa. È la stessa direttiva a stabilire i connotati minimi della sanzione per tali reati più gravi, prevedendo che siano sempre puniti con la reclusione e spingendosi perfino a stabilire un livello minimo per la pena massima. Viene invece

¹³⁷ Considerando (6) Direttiva (UE) 2014/57: «È essenziale rafforzare il rispetto delle norme sugli abusi di mercato istituendo sanzioni penali, che dimostrino una forma più forte di disapprovazione sociale rispetto alle sanzioni amministrative. Introducendo sanzioni penali almeno per le forme gravi di abusi di mercato, si stabiliscono confini chiari per i tipi di comportamenti che sono ritenuti particolarmente inaccettabili e si trasmette al pubblico e ai potenziali contravventori il messaggio che tali comportamenti sono considerati molto seriamente dalle autorità competenti.»

¹³⁸ Considerando (7) Regolamento (UE) 596/2014: «Abuso di mercato è il concetto che comprende le condotte illecite nei mercati finanziari e ai fini del presente regolamento dovrebbe essere inteso come abuso di informazioni privilegiate, comunicazione illecita di informazioni privilegiate e manipolazione del mercato. Tali condotte impediscono una piena ed effettiva trasparenza del mercato, che è un requisito fondamentale affinché tutti gli attori economici siano in grado di operare su mercati finanziari integrati».

ritenuta sufficiente la sanzione pecuniaria ed eventualmente interdittiva in relazione a quei "reati meno gravi", fra i quali sono ricomprese le fattispecie disciplinate dal MAR e non connotati in termini di gravità.

In questa impostazione sembrerebbe rispettato il principio del *ne bis in idem* in quanto a seconda della connotazione in termini di gravità del fatto (valutata sia in relazione all'elemento oggettivo che a quello soggettivo della fattispecie) viene data una risposta sanzionatoria diversa e proporzionata. Sarà poi compito della normativa nazionale recepire uno schema siffatto, garantendo che non si violi il suddetto principio (come previsto dal Considerando (23) MAD II), in quanto la Direttiva, quale strumento di efficacia solo indiretta, non può far altro che affidarsi alla concreta attuazione da parte dei legislatori nazionali.

Un'ulteriore indicazione che viene data dalla normativa europea per evitare che durante l'implementazione si perda di vista l'obiettivo di evitare la sovrapposizione delle risposte sanzionatorie è quella contenuta nell'art. 30, § 1, co. 2 MAR: «*Gli Stati membri possono decidere di non stabilire norme relative alle sanzioni amministrative di cui al primo comma se le violazioni di cui alle lettere a) o b) di tale comma sono già soggette a sanzioni penali, nel rispettivo diritto nazionale entro il 3 luglio 2016. In questo caso, gli Stati membri comunicano dettagliatamente alla Commissione e all'ESMA le pertinenti norme di diritto penale*». In altre parole, qualora nell'ordinamento nazionale siano già previste delle sanzioni penali rispetto a fatti per quali ora il regolamento ricollega solo una reazione amministrativa, cade l'obbligatorietà di prevedere quest'ultima, essendo sufficiente la sanzione penale già prevista. Ciò non fa altro che riconfermare la prevalenza della sanzione penale su quella amministrativa nell'assetto complessivo coniato dalla nuova normativa.

La previsione appena descritta trova la sua ragion d'essere nella volontà di evitare che un'implementazione "orba" da parte degli Stati membri delle disposizioni della Direttiva e del Regolamento, relative a fattispecie strettamente interconnesse, porti alla riproposizione del doppio

binario sanzionatorio, creando «*sistemi e sotto-sistemi paralleli in materia di abusi di mercato, con duplicazione delle sanzioni (variamente denominate, ma tutte riportabili alla nozione sostanziale di "materia penale") da applicare a fatti illeciti fra loro identici, con conseguente violazione del principio del ne bis in idem*»¹³⁹.

Sembra doveroso segnalare che in senso opposto si esprime il Considerando (72) MAR, ove afferma: «*Anche se nulla osta a che gli Stati membri stabiliscano regole per sanzioni amministrative oltre che sanzioni penali per le stesse infrazioni, gli Stati membri non dovrebbero essere tenuti a stabilire regole in materia di sanzioni amministrative riguardanti violazioni del presente regolamento che sono già soggette al diritto penale nazionale, entro il 3 luglio 2016. Conformemente al diritto nazionale, gli Stati membri non sono tenuti a imporre sanzioni sia amministrative che penali per lo stesso reato, ma possono farlo se il loro diritto nazionale lo consente*». Dal significato letterale del dettato legislativo in questione sembrerebbe emergere un'indicazione del tutto opposta rispetto a ciò che finora è stato affermato in tema di *ne bis in idem*, come si può conciliare quel «*nulla osta*» con il Considerando (23) sopra citato?

Probabilmente il legislatore eurounitario, alla luce della grande varietà e complessità degli ordinamenti dei vari Stati membri, ha voluto lasciare una certa apertura ed elasticità al sistema, fermo restando però che qualora gli Stati vogliano mantenere sanzioni sia amministrative che penali per lo stesso reato, sarà loro compito quello di assicurarsi che venga garantita una soluzione per rispettare il divieto di condannare penalmente due volte per lo stesso fatto.

Il Considerando prosegue, tuttavia, specificando che: «*il mantenimento delle sanzioni penali in luogo delle sanzioni amministrative per le violazioni del presente regolamento o della direttiva 2014/57/UE non dovrebbe ridurre o incidere altrimenti sulla capacità delle autorità*

¹³⁹ MUCCIARELLI F., *La nuova disciplina eurounitaria sul market abuse: tra obblighi di criminalizzazione e ne bis in idem*, in *Dir. Pen. Cont. – Riv. trim.*, 4, 2015, 305.

competenti di cooperare, di avere accesso a informazioni o di scambiare informazioni tempestivamente con le autorità competenti di altri Stati membri ai fini del presente regolamento, anche dopo che le autorità giudiziarie competenti per l'azione penale siano state adite per le violazioni in causa». Ciò significa che nonostante lo Stato abbia scelto di sanzionare penalmente una fattispecie alla quale il Regolamento ricollegava solo una sanzione amministrativa, ciò non toglie che debbano comunque essere resi effettivi quei sistemi di vigilanza tipici del sistema amministrativo, che sicuramente sono meno rispettosi delle garanzie legate alla giurisdizione penale, ma che sono necessarie per un presidio efficace di tali autorità sui mercati finanziari. È evidente, pertanto, come nel suo complesso questo Considerando, pur apparentemente lasciando aperta la possibilità che ogni Stato membro decida liberamente come adattare il proprio ordinamento alla luce della nuova disciplina, in realtà tende ad indurre i legislatori nazionali a non prevedere alcuna sovrapposizione delle risposte sanzionatorie e, in questo caso, a prediligere quella amministrativa.

Da segnalare che, proprio in base all'analisi del Considerando appena citato, vi è altresì chi non ritiene che lo sforzo del legislatore eurounitario abbia davvero portato ad un sistema che scampi il pericolo del doppio binario sanzionatorio¹⁴⁰. Infatti, nonostante formalmente venga richiesto agli Stati di emanare una disciplina in linea con i principi sanciti nella Carta dei diritti fondamentali dell'Unione, fra i quali viene richiamato l'art. 50 proprio in tema di *ne bis in idem*, in realtà dall'analisi del Considerando (72) si potrebbe evincere un approccio per così dire "funzionalista" dell'Unione. Questa, infatti, lungi dall'aver davvero interiorizzato quanto disposto dalla Corte di Strasburgo con la sentenza *Grande Stevens*, non vuole rinunciare all'effettività del sistema, anche se questo dovesse comportare una certa compressione dei diritti

¹⁴⁰ In questo senso si veda SCOLETTA M., *Doppio binario sanzionatorio e ne bis in idem nella nuova disciplina eurounitaria degli abusi di mercato*, in *La nuova disciplina europea sul market abuse*, AA. VV., *Riv. Le Società*, 2016, 79 ss..

fondamentali. Ad ogni modo, la chiara previsione dell'art. 52, § 2 della Carta dei diritti fondamentali non dovrebbe consentire alcuna deroga limitativa della portata di garanzia degli stessi.

Per concludere questa fotografia non può non farsi cenno ad alcune delle problematiche che sorgono in via interpretativa nel momento applicativo di tale principio. In *primis* bisogna chiedersi cosa si intenda per "materia penale" in tema di *market abuse*, tenendo conto del fatto che la stessa è identificata nel nostro ordinamento in maniera meramente formale, in virtù dell'esigenza di garantire il più possibile la certezza del diritto e la tassatività delle fattispecie. Il legislatore eurounitario, al contrario, non abbraccia questa rigidità contemplando piuttosto una definizione sostanziale, che, slegata da qualunque dato formale, considera materia penale tutto ciò che sia caratterizzato da sufficiente afflittività e dissuasività. Come si può conciliare ed abbracciare questo concetto nell'ambito dell'implementazione della Direttiva?

Ci si deve certamente chiedere come una siffatta concezione sia conciliabile con i principi base dell'ordinamento penale italiano. È sicuramente valida, infatti, la critica secondo la quale distaccandoci dalle definizioni formali fornite dal nostro legislatore nazionale, si affida la valutazione sostanziale in merito alla perimetrazione della materia penale in capo all'interprete, creando problemi di compatibilità con il principio di tassatività; è altrettanto vero d'altronde, come ha notato autorevole dottrina, che «*il vincolo formale nel quale consiste la designazione della "materia penale" secondo l'ordinamento italiano (e quelli consimili) rischia di diventare troppo angusta e, per qualche verso, persino contraddittoria con quell'esigenza di garanzia che ne costituì il fondamento e la scaturigine*»¹⁴¹. La caratterizzazione rigida e formale della materia penale in realtà non sempre risolve le incertezze e garantisce al meglio i diritti dei cittadini, basti pensare alla sanzione di tipo interdittivo, di *nomen* amministrativa, ma che, per le proprie caratteristiche fortemente afflittive,

¹⁴¹ MUCCIARELLI F., *La nuova disciplina eurounitaria sul market abuse: tra obblighi di criminalizzazione e ne bis in idem*, in *Dir. Pen. Cont. - Riv. trim.*, 4, 2015, 300.

dovrebbe essere considerata penale e accompagnata da tutte le garanzie che ne conseguono. In effetti, come si può definire amministrativa una sanzione che limita fortemente le libertà della persona umana, impedendole, ad esempio, di svolgere un'attività professionale? Quest'ultimo è solo uno degli esempi dimostrativi della inadeguatezza del rigido criterio definitorio operante nel nostro ordinamento.

In ogni caso, tornando alla disciplina in tema di abusi di mercato, il legislatore eurounitario sicuramente traccia dei confini più ampi in tema di diritto penale, ma ciò non è inconciliabile con i principi dell'ordinamento interno in quanto, al contempo, vengono estese anche tutte le garanzie tipiche della materia penale stessa. Quindi, essendovi un'estensione delle garanzie, non si creano problemi circa la primazia del diritto comunitario, essendo una disciplina più favorevole al reo (e non consistendo invece in un'introduzione di nuove fattispecie incriminatrici).

La seconda precisazione che appare doveroso fare riguarda cosa si intenda per fattispecie astratta e fattispecie concreta, e quale delle due vada considerata in tema di *ne bis in idem*. È indiscusso che quando si parla di divieto di condannare un soggetto due volte per lo stesso fatto si parli di fatto storico, riferendocisi dunque alla fattispecie concreta, alla realtà fenomenica. Questa, tuttavia, non avrebbe rilevanza per il diritto se non vi fossero dei modelli astratti (le fattispecie astratte appunto) nei quali sussumere i fatti storici. Pertanto, per quanto il principio del *ne bis in idem* acceda al fatto storico, si può valutare se quest'ultimo sia stato punito due volte solamente andando a considerare le fattispecie astratte in cui è stato sussunto. In altre parole, per valutare se il principio del *ne bis in idem* sia stato rispettato è necessario comparare il fatto concreto con le fattispecie astratte, e quindi con le norme che prevedono per quella condotta una certa sanzione.

Sulla base di questo ragionamento il legislatore, per scongiurare la possibilità di incappare in violazioni del principio in parola, dovrebbe differenziare le norme astratte (nei loro elementi soggettivi e/o oggettivi)

in modo da non rendere possibile che un fatto concreto sia contemporaneamente riconducibile a più modelli astratti. Considerando che le fattispecie contemplate dalla MAD II sono spesso sovrapponibili a quelle descritte dal MAR, sarà delicato compito del legislatore creare un sistema che scongiuri la violazione del principio del *ne bis in idem*.

3. La "barriera" dei principi che governano la materia penale

Una volta tracciato un sintetico quadro della disciplina, ciò che si andrà ad analizzare in questo capitolo sono le varie problematiche che sorgono nell'ambito del sistema penale italiano a causa della ricezione di una normativa di matrice puramente europea. Il nostro sistema penale, invero, si è ancora su una serie di principi particolarmente garantistici, che non sempre sono sufficientemente elastici da permettere la ricezione di una disciplina così flessibile e dinamica come quella degli abusi di mercato. La stessa, d'altronde, non potrebbe essere pensata diversamente in ragione della particolare materia che deve regolare: la continua evoluzione dei mercati finanziari, la facilità con cui vengono congeniati sistemi per aggirare le regole nonché la necessaria adattabilità a tutti gli ordinamenti degli Stati membri, richiedono una disciplina altamente elastica e capace di stare al passo con il cambiamento. Di tal che, non solo sono ed erano già evidenti gli attriti con i principi di tassatività e determinatezza, ma ancor di più per le caratteristiche della MAD II si pongono problemi di compatibilità con il principio di riserva di legge di cui all'art. 25 della Costituzione.

È stato ripercorso l'*excursus* che ha portato, dopo il trattato di Lisbona, fino alla legittimazione dell'UE a legiferare in materia penale¹⁴² e la MAD II è un chiaro esempio di esercizio della competenza penale indiretta dell'Unione. I problemi sorgono in luce del fatto che, posto il divieto (generalmente condiviso) per l'UE di introdurre nuove fattispecie incriminatrici, in realtà tale competenza viene esercitata in maniera sempre più diretta, come in questo caso. La Direttiva in parola, infatti, si presenta come altamente dettagliata, tracciando in maniera specifica le

¹⁴² Si veda sul punto Cap. 1.

fattispecie e prevedendo addirittura indicazioni sulle sanzioni (viene indicato il livello minimo di pena massima). Difficile, insomma, continuare a parlare di semplici norme di indirizzo volte a dettare degli obiettivi di massima, che devono essere liberamente raggiunti dagli Stati membri con i mezzi che ritengono più idonei allo scopo.

3.1 I dubbi di compatibilità costituzionale della delega al governo e l'inerzia dell'esecutivo.

Nel corso del precedente capitolo è stata analizzata la nuova normativa sul *market abuse* e le varie novità che richiederebbero un intervento riformatore da parte del legislatore italiano affinché l'Italia si renda adempiente agli obblighi comunitari. Anticipiamo fin da ora che, nonostante i termini per la ricezione siano scaduti il 3 luglio 2016, ci troviamo ancora sprovvisti di una normativa implementativa della Direttiva 2014/57/UE. Di fronte al fatto che il legislatore sembra non preoccuparsi di tale inadempimento bisogna chiedersi quali siano gli effetti che questo comportamento produce nell'ordinamento interno.

Posto che il MAR è direttamente efficace in quanto regolamento, potrà produrre i suoi effetti anche in relazione alle nuove fattispecie incriminatrici in esso previste? La MAD II, invece, è sufficientemente dettagliata da doversi ritenere *self executing* e quindi pienamente efficace nel nostro ordinamento?

Rimandando più avanti la questione è doveroso ripercorrere le tappe che hanno portato all'attuale situazione. Le prime problematiche si presentarono già con il d.d.l. governativo di delegazione europea 2014, ove si fece la scelta piuttosto bizzarra di escludere MAD II dalle direttive bisognose di attuazione in quanto la disciplina interna venne ritenuta già conforme¹⁴³. In parlamento si provò a rimediare (con poco successo) a

¹⁴³ Si veda in merito la Relazione illustrativa del d.d.l. di iniziativa governativa n. S-1758,

tale palese errore di valutazione con l'art. 11 della legge di delegazione europea 2014 (l. 114/2015)¹⁴⁴, contenente una delega al Governo per

recante «*Delega al Governo per il recepimento delle direttive europee e l'attuazione di altri atti dell'Unione europea – Legge di delegazione europea 2014*». Per una disamina dei lavori preparatori ed in particolare della problematica formulazione dell'art. 11 l. 114/2015 si veda BASILE E., *Verso la riforma della disciplina italiana del market abuse: la legge-delega per il recepimento della direttiva 57/2014/UE*, in *Legisl. Pen.*, 10.12.2015.

¹⁴⁴ Per agevolare la consultazione si riporta di seguito il testo dell'art. 11, comma 1, l. 9.7.2015 n. 114: «*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

l'implementazione sia del MAR che della MAD II secondo i principi e criteri direttivi dettati dal Parlamento. Non si pensi ad un ravvedimento operoso del delegante quanto piuttosto ad una dovuta risposta alle sollecitazioni del presidente CONSOB¹⁴⁵.

La lacuna venne solo apparentemente risolta, data l'inadeguatezza dei principi e criteri suddetti che, da un lato, tralasciavano argomenti per i quali invece era stato lasciato al legislatore nazionale il compito di definire i criteri applicativi, dall'altro gli stessi criteri erano terribilmente vaghi ed imprecisi da porsi in una dubbia posizione rispetto al principio della riserva di legge di cui all'art. 25 Cost. e al principio di precisione delle linee guida di fonte parlamentare di cui al 76 Cost..¹⁴⁶

Come se non bastasse, nonostante la delega sostanzialmente "in

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;

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 soggettivo 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».

¹⁴⁵ Così BASILE E., *Verso la riforma della disciplina italiana del market abuse: la legge-delega per il recepimento della direttiva 57/2014/UE*, in *Legisl. Pen.*, 10.12.2015.

¹⁴⁶ In questi termini BASILE E., *Una nuova occasione (mancata) per riformare il comparto penalistico degli abusi di mercato?*, www.penalecontemporaneo.it, 2017, 2 ss.

bianco”, il Governo è rimasto inerte ed ha guardato spirare i termini per l’implementazione senza prendere alcuna iniziativa.

Tornando all’art. 11, fra i vari problemi irrisolti vi è quello del *ne bis in idem*. Nonostante il Parlamento esortava il governo a risolvere il contrasto al contempo non forniva nella delega alcun criterio risolutivo. Inoltre, l’iniziale auspicio con cui esordiva la lettera *m)*, veniva contraddetto alla lettera *f)* del medesimo articolo, ove si tenevano ferme le due disposizioni che incriminano gli illeciti amministrativi (187 *bis* e 187 *ter*) ribadendone la centralità, seppur si raccomandava di tratteggiare le corrispondenti fattispecie penali.

Per quanto concerne appunto le fattispecie delittuose, esse sarebbero dovute essere circoscritte alle sole condotte *gravi* «*da individuarsi però non già sulla base di requisiti oggettivi, ma esclusivamente sulla base delle caratteristiche soggettive dei loro autori - criterio a dir poco bizzarro, per fissare la linea di demarcazione tra l’area del penalmente rilevante e quella del mero illecito amministrativo*»¹⁴⁷. Ciò che poteva sembrare una svista del delegante viene invece ribadito con decisione anche alla lettera *i)*, ove, nel prevedere sanzioni penali per i fatti gravi viene riaffermato «*fermo restando un sistema di sanzioni amministrative proporzionato*». Una soluzione siffatta è chiaramente inadatta ad eliminare la possibilità di violazione del *ne bis in idem* in quanto impedisce un doppio procedimento sullo stesso fatto da parte di un’autorità, ma non impedisce che un’autorità differente possa comunque procedere relativamente agli stessi fatti instaurando un secondo procedimento (doppio binario processuale).

Peraltro la tendenza del legislatore italiano sembrerebbe opposta a quella del corrispondente eurounitario dal momento che, mentre nella delega vengono disciplinate con maggior dettaglio le sanzioni amministrative¹⁴⁸, delle quali si chiede di rivedere la cornice edittale, nulla

¹⁴⁷Cit. VIGANÒ F., *Ne bis in idem e contrasto con gli abusi di mercato: una sfida per il legislatore e i giudici italiani*, in *Dir. Pen. Cont. – Riv. trim.*, 1, 2016, 198.

¹⁴⁸ Sulla scia di quanto suggerito dal documento Consob, Senato della Repubblica, 14a

viene previsto in merito alla modulazione della cornice edittale dei fatti gravi costituenti reato¹⁴⁹. Pertanto, anche se l'esecutivo avesse voluto introdurre nuove fattispecie delittuose, ciò sarebbe comunque stato incompatibile con un'interpretazione letterale dell'art. 11, di tal che si sarebbe dovuto limitare a prevedere solamente contravvenzioni o illeciti amministrativi.

Autonomia amplissima veniva lasciata altresì in tema di "incentivi finanziari" a beneficio dei cd. suonatori di fischiello. Le misure premiali previste dalla delega, invero, sarebbero potute arrivare perfino a rendere il "ravvedimento operoso" una causa di non punibilità, sia pure solo a livello di sanzioni pecuniarie. Una tale autonomia appare inconcepibile, in quanto l'esecutivo viene lasciato libero di compiere scelte non solo sul *quantum*, ma addirittura sull'*an*.

Totalmente trascurato, infine, risultava il ruolo della CONSOB, la quale ricordiamo (non proprio in perfetta armonia con il principio di separazione dei poteri) è dotata molteplici competenze, sia giudicanti che inquirenti che esecutive. Nessun cenno può trovarsi, inoltre, ad una revisione del procedimento amministrativo di fronte alla CONSOB stessa, privo delle garanzie necessarie rispetto a sanzioni fortemente afflittive come quelle previste in tema di abusi di mercato.

L'articolo in questione poneva seri problemi di compatibilità con il principio della riserva di legge lasciando al Governo il compito di compiere qualunque scelta politico-criminale.

Commissione permanente (Politiche dell'Unione europea), Audizione nell'ambito dell'esame del Disegno di Legge n. 1758 recante Delega al Governo per il recepimento delle direttive europee e l'attuazione di altri atti dell'Unione europea – Legge di delegazione europea 2014, Audizione del Presidente della CONSOB Giuseppe Vegas, Roma, 18.3.2015, 12 s. (reperibile in www.senato.it nella scheda del d.d.l. S-1758). Tale documento afferma testualmente: «*Dalla disciplina in esame [id est la MAD II] sembrerebbe doversi far discendere il principio generale in forza del quale gli Stati membri dovranno tenere fermo un impianto sanzionatorio di natura amministrativa (come ora puntualmente indicato dalle innovative e analitiche disposizioni di MAR). Rispetto a tale impianto, gli Stati membri potranno, per le condotte gravi, aggiungere sanzioni penali ovvero optare esclusivamente per dette sanzioni penali*».

¹⁴⁹ In termini analoghi si veda ALESSANDRI A., *Prime riflessioni sulla decisione della Corte Europea dei Diritti dell'Uomo riguardo alla disciplina italiana degli abusi di mercato*, in *Giur. comm.*, 2014, 860.

Rispetto alla situazione appena descritta un passo in avanti è stato forse (o forse no) compiuto con lo schema del d.d.l. di delegazione europea 2016, ove all'art. 7 prevede una «*Delega 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*».

Sebbene tale articolo sfugga alla critica circa la violazione dell'art. 25 Cost. in quanto non concerne prettamente la "materia penale", sicuramente si ripropongono i problemi di incompatibilità con i principi di cui all'art. 76 Cost. in ragione del rinvio in blocco alla normativa europea compiuto dal parlamento, normativa che diventa l'unica fonte di criteri direttivi vincolanti per il delegato¹⁵⁰.

Discutibile, peraltro, la scelta di dedicare la delega esclusivamente al recepimento del MAR¹⁵¹, trascurando il fatto che MAR e MAD II sono e devono essere reciprocamente integrati¹⁵² proprio per creare un sistema che eviti la violazione del principio del *ne bis in idem*. Ancora una volta il legislatore rimane sui propri passi, non ritenendo opportuno - come accadde nel 2014 - un intervento nel quadro penalistico ed infatti afferma:

¹⁵⁰ Così BASILE E., *Una nuova occasione (mancata) per riformare il comparto penalistico degli abusi di mercato?*, www.penalecontemporaneo.it, 2017,5; sul problema della pratica del Parlamento di rinviare "in blocco" alla disciplina sovranazionale nell'ambito del recepimento di una normativa UE; Cfr. CARTABIA M., *Principi della delega determinati con rinvio alle norme comunitarie e parametro doppiamente interposto*, in *Giur. cost.*, 1993, 2051 ss..

¹⁵¹ Così il comma 1 dell'art 7 d.d.l. di delegazione europea «*Il Governo è delegato ad adottare, entro sei mesi dalla data di entrata in vigore della presente legge, con le procedure di cui all'articolo 31 della legge 24 dicembre 2012, n. 234, acquisito il parere delle competenti Commissioni parlamentari, uno o più decreti legislativi per l'adeguamento della normativa nazionale al regolamento (UE) n. 596/2014, 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*».

¹⁵² Come previsto dal Considerando (17) MAD II: «*La presente direttiva dovrebbe essere applicata tenendo conto del quadro normativo stabilito dal regolamento (UE) n. 596/2014 e delle misure applicative*».

«per quanto riguarda le sanzioni penali e amministrative pecuniarie previste rispettivamente dal regolamento (UE) n. 596/2014 e dalla direttiva 2014/57/UE, l'attuale relativa disciplina sanzionatoria di riferimento è contenuta nella parte V del TUF. Nell'ordinamento interno, le condotte dolose previste dalla direttiva risultano già oggetto di previsione sanzionatoria»¹⁵³.

Il legislatore, quindi, rimane ancora una volta sordo rispetto alla conclamata esigenza di un intervento riformatore che riveda il rapporto tra impianto penalistico ed amministrativo in tema di *market abuse* e neppure il monito della Consulta è stato sufficientemente propulsivo in tal senso¹⁵⁴.

3.2 L'auspicio di un ulteriore intervento del parlamento

Nell'inerzia del Governo all'attuazione della delega sarebbe auspicabile un ulteriore intervento correttivo del Parlamento, o emendando la legge di delegazione europea, oppure invece emanando un atto legislativo autonomo.

Questo auspicio trova la sua ragion d'essere nel fatto che, come accennato, la MAD II lascia ai legislatori nazionali il gravoso compito di creare un sistema che garantisca che non venga violato il principio del *ne bis in idem*, in quanto la Direttiva, quale strumento di efficacia solo indiretta, non può far altro che affidarsi alla concreta attuazione da parte dei legislatori nazionali.

Omettendo di recepire la MAD II, però, la legge di delegazione europea 2016 lascia aperta la questione, non prevedendo alcun tipo di intervento da parte del Governo in tema di doppio binario sanzionatorio, intervento che necessario per rendere l'Italia adempiente alle direttive europee e immune da ulteriori critiche da parte della Corte di Strasburgo.

¹⁵⁴ C. Cost., sent. 12.5.2016, n. 102, pres. Grossi, red. Lattanzi e Cartabia, in *Dir. pen. cont.*, 16. 5. 2016, con nota di VIGANO' F., *Ne bis in idem e doppio binario sanzionatorio in materia di abusi di mercato: dalla sentenza della consulta un assist ai giudici comuni.*

È stato altresì analizzato il sistema proposto dalla Direttiva, che distingue il trattamento degli illeciti (sanzionandoli penalmente o solo a livello amministrativo) a seconda della gravità e dell'elemento soggettivo; le condotte commesse con dolo sono considerate gravi.

Ora, in un sistema dove le fattispecie descritte dal Regolamento e dalla Direttiva sono parzialmente e a volte completamente sovrapponibili, come deve essere concretamente attuato il criterio della gravità?

La dottrina ha suggerito diverse soluzioni per far fronte al problema. È stata già evidenziata la scarsa utilizzabilità degli indici forniti dalla direttiva per differenziare le fattispecie gravi e non gravi (vedi par. 2.5), dovuta, *inter alia*, al fatto che mentre le fattispecie di cui agli artt. 3, 4 e 5 MAD II sono descritte come illeciti di pericolo «*i considerando della Direttiva enumerano indici caratterizzanti di una manipolazione grave rifacendosi però ad un elemento rimasto estraneo al tipo, l'evento, nelle sue varie declinazioni, conseguente alla condotta punita*»¹⁵⁵. Tutti gli indici descritti dalla Direttiva, inoltre, sono indici di natura prettamente quantitativa (ad eccezione di quello riguardante la qualità dell'agente) il che porterebbe ad avere una distinzione fra reati e illeciti amministrativi fortemente iniqua, poiché prescindente dall'insidiosità o complessità della manovra.

La legge delega del 2015 suggeriva di utilizzare come criterio discrezionale quello della qualificazione soggettiva del trasgressore. Tuttavia appare irragionevole nonché in contrasto con il principio di eguaglianza pensare, ad esempio, che la stessa condotta di manipolazione perpetrata vendendo o acquistando azioni sia considerata reato o meno a seconda della posizione del soggetto protagonista (ovvero a seconda che questi sia o non sia un esponente aziendale).

Alla luce di quanto detto rispetto agli indici suggeriti dalla Direttiva e della proposta della legge delega appare evidente la difficoltà nel dare un

¹⁵⁵ Cit. CONSULICH F., *Manipolazione dei mercati e diritto eurounitario*, in *La nuova disciplina europea sul market abuse*, AA. VV., *Riv. Le Società*, 2016, 75.

criterio oggettivo al parametro della gravità, che non si basi su insensate soglie fisse, poco adatte alla specifica materia. Non appare d'altronde un'opzione praticabile nemmeno quella di rinunciare alla definizione del criterio, lasciando ai giudici il compito di valutare la gravità nel caso concreto, in quanto ci si porrebbe in netto contrasto con i principi di tassatività e determinatezza del diritto penale, nonché con il principio di certezza del diritto. Sulla base di tutto ciò vi è altresì chi si è spinto a proporre l'eliminazione totale della risposta sanzionatoria amministrativa, lasciando il penale come unico strumento repressivo¹⁵⁶. Una siffatta soluzione permetterebbe di superare le problematiche legate alla discutibile procedura di fronte alla CONSOB, poco garantista rispetto alla tutela che invece dovrebbe essere assicurata nel caso in cui vengano inflitte sanzioni tanto afflittive quanto quelle previste in tema di abusi di mercato.

Per quanto in linea con le nuove tendenze del legislatore eurounitario, che ha virato in maniera decisa verso l'utilizzo della sanzione penale come privilegiata (la cd. svolta penalistica), una tale proposta sembrerebbe poco praticabile alla luce della reticenza della CONSOB, la quale difficilmente rinunciarebbe alle proprie prerogative. Per giunta, la sua funzione di vigilanza perderebbe di credibilità ed efficacia se ad essa non fosse ricollegata anche una reazione sanzionatoria. L'Italia, infine, si renderebbe l'unico Stato membro a non prevedere fattispecie di tipo amministrativo in materia.

Si aggiunge a quanto detto una considerazione che purtroppo non può essere trascurata nell'ordinamento italiano, ovvero il fatto che vi sia il rischio, nel medio-lungo periodo, che la dissuasività della macchina penale sia minore di quella amministrativa, a causa del suo mal funzionamento. Le lunghe tempistiche che caratterizzano i processi italiani, la possibilità che i reati cadano in prescrizione ed in generale la scarsa efficienza della nostra macchina della giustizia potrebbero portare ad un risultato opposto

¹⁵⁶ In questo senso VIGANÒ F., *Ne bis in idem e contrasto con gli abusi di mercato: una sfida per il legislatore e i giudici italiani*, in *Dir. Pen. Cont. - Riv. trim.*, 1, 2016, 202.

a quello sperato.

Mantenendo quindi un sistema binario, quello che si potrebbe fare è trovare un parametro che permetta di rendere oggettivo il giudizio di gravità della condotta, che funga da linea di confine tra le fattispecie penali e quelle amministrative, evitando non solo la doppia risposta sanzionatoria, ma anche il doppio giudizio (ovvero che si aprano due procedimenti, uno penale ed un amministrativo, per lo stesso fatto). Una proposta vincente è sicuramente quella avanzata dalla dottrina¹⁵⁷ di ispirarsi allo schema adottato in tema di riciclaggio (con il recepimento della Direttiva 2015/849/UE) ove si è deciso di valutare una condotta come grave in relazione ai parametri della "frode" e "falsificazione". In altre parole il Parlamento in tema di riciclaggio ha stabilito di «*limitare le fattispecie incriminatrici alle sole condotte (...) perpetrate attraverso frode o falsificazione*».

Ciò, riportato nel nostro discorso, significa identificare come reati quelle condotte che oltre a rispettare lo schema astratto dell'illecito, siano perpetrate con atti fraudolenti, volti ad esempio a nascondere "le tracce". Si pensi esemplificativamente a colui che omette di indicare il proprio nominativo nella lista degli *insider* così da potersi avvalere dell'informazione, o ancora in tema di manipolazione colui che compie "artifici" o "raggiri" (non invece chi pone in essere condotte meramente fuorvianti).

La linea di demarcazione oggettiva è quindi la fraudolenza delle condotte concretamente apprezzabile dal giudice. Sicuramente una tale impostazione "abbassa l'asticella" dell'afflittività del sistema come attualmente concepito, in quanto la stessa andrebbe in qualche modo a delimitare l'area delle condotte considerate penali. Ciò, tuttavia, non dovrebbe essere percepito come problematico, in primo luogo in quanto l'afflittività che caratterizza le sanzioni amministrative in tema di *market*

¹⁵⁷ Si veda BASILE E., *Una nuova occasione (mancata) per riformare il comparto penalistico degli abusi di mercato?*, www.penalecontemporaneo.it, 2017, 13 ss.

abuse nel nostro ordinamento garantisce comunque la dissuasività, in secondo luogo un quadro siffatto risolverebbe i problemi di incompatibilità della attuale disciplina con il principio di sanzione penale come *extrema ratio*. Se si abbracciasse la prima proposta descritta, infatti, ci si porrebbe in una posizione quantomeno discutibile rispetto a tale principio, il quale impone che la sanzione penale debba essere utilizzata solamente quando tutti gli altri strumenti di tutela possibili risultino inadeguati.

Tale soluzione, inoltre, consentirebbe una distinzione operabile *ex ante*, prescindente dagli effetti della condotta stessa, i quali non possono fungere dal elemento distintivo, non essendo l'evento un elemento del reato (parliamo infatti di fattispecie di pericolo concreto).

Pertanto modulare la sanzione secondo un criterio oggettivamente apprezzabile *ex ante* che punisca solamente le condotte caratterizzate da una particolare frodolenza sembrerebbe una soluzione soddisfacente, più rispettosa dei principi di proporzionalità e di diritto penale come *extrema ratio* e facilmente applicabile a livello giudiziario, guadagnando quindi anche in termini certezza del diritto.

3.3 L'efficacia diretta ed indiretta di MAR e MAD II: incompatibilità con il principio della riserva di legge ex art. 25 Cost.

Vista la mancata implementazione della MAD II, bisogna chiedersi quali siano le conseguenze di ciò in termini di efficacia nel nostro ordinamento giuridico.

Il Regolamento sappiamo che per propria natura è direttamente efficace negli Stati membri e ciò implica che esso abbia iniziato a produrre i propri effetti direttamente dal 3 luglio 2016. Ciò significa che, nel momento in cui si applica la disciplina attualmente in vigore in Italia, bisogna tenere conto in delle norme introdotte dal MAR. Quest'ultimo infatti ha carattere preminente rispetto alle norme nazionali, nel rispetto

del già citato principio di primazia delle fonti europee.

Non potranno pertanto essere considerate illecite, ad esempio, quelle condotte che sono classificate dal Regolamento come condotte legittime ex art. 9 MAR, né tantomeno si potrebbe fare un discorso diverso per le cd. prassi ammesse ex art. 13 dello stesso Regolamento. Seguendo il medesimo ragionamento, analogo discorso deve essere fatto anche in materia di definizioni. Paradigmatico è il concetto di informazione privilegiata fornito dall'art. 7 MAR, il quale ad oggi dovrebbe essere l'unico applicabile a dispetto della disciplina frammentaria dei vari Stati membri.

Si parla in questo caso di *neutralizzazione* della norma penale interna o della sanzione penale prevista per la sua violazione, a fronte della quale il giudice nazionale dovrà disapplicare la norma penale interna in contrasto con la fonte di matrice europea.

Tuttavia, sebbene non sorga alcun tipo di dubbio rispetto alla disciplina appena menzionata, la situazione diventa più problematica in relazione a norme che invece di essere favorevoli al reo, o introducono nuove fattispecie incriminatrici, come ad esempio quelle che importano nuove condotte illecite, o altresì quelle che estendono l'ambito applicativo di una fattispecie già prevista dalla normativa. In tal caso infatti l'efficacia diretta del Regolamento si porrebbe in contrasto con il principio della riserva di legge, nel rispetto del quale l'Unione non potrebbe prevedere nuove fattispecie incriminatrici direttamente efficaci negli ordinamenti nazionali.

Il sistema, così come ideato dal legislatore eurounitario, non avrebbe dovuto creare particolari problemi da questo punto di vista poiché il Regolamento in parola dovrebbe integrarsi con la Direttiva 57/2014, la quale necessita di un'implementazione da parte dei legislatori dei vari Stati membri. Attraverso la normativa nazionale di recepimento, quindi, anche il MAR avrebbe trovato la propria legittimazione. Ciò si spiega in ragione dell'interconnessione fra i due atti legislativi: la Direttiva, infatti, altro non fa che richiamare le fattispecie previste dal regolamento. In altre

parole, la Direttiva «*s'incarica di trasfondere in un testo normativo destinato a divenire il tessuto legislativo unitario i contenuti fondanti del Regolamento, che per tal modo trovano la loro legittima attuazione*»¹⁵⁸.

Ciò posto, quali sono le conseguenze della mancata emanazione di una disciplina di recepimento della medesima? Il Regolamento che dovrebbe essere efficace in ogni suo elemento negli ordinamenti nazionali è legittimato ad introdurre nuove fattispecie incriminatrici?

L'antinomia che si viene a creare è evidente, da un lato vi sono le norme di matrice europea che definiscono il regolamento un atto normativo ad efficacia diretta, dall'altro vige il principio della riserva di legge di cui all'art. 25 della nostra Carta fondamentale.

È opinione condivisa in dottrina¹⁵⁹ che non sia possibile ammettere un effetto diretto di norme europee sfavorevoli per il reo all'interno degli ordinamenti nazionali (vedi *supra* Cap. 1). In altre parole i regolamenti non possono produrre alcun effetto nel senso dell'incriminazione. Né può essere sufficiente, per superare questa tesi, il fatto che sia stato rinnovato il ruolo del Parlamento europeo all'interno nella procedura legislativa (procedura della co-decisione), venendo minimizzato in tal modo il problema del cd. *deficit democratico*.

Si potrà pertanto ricorrere ad interpretazioni conformi della normativa italiana vigente, quando ciò sia possibile (ovvero nel caso di interpretazione in *bonam partem*). Non si ritiene legittimo infatti, come peraltro già discusso, operare un'analogia in *malam partem*, per rendere la normativa conforme alle disposizioni europee. I giudici nazionali sono tenuti inoltre a disapplicare la norma penale nazionale quando questa sia in contrasto con una norma europea più favorevole, mentre, al contrario, sono obbligati ad integrare la suddetta norma nazionale quando vi sia una

¹⁵⁸ Cit. MUCCIARELLI F., *La nuova disciplina eurounitaria sul market abuse: tra obblighi di criminalizzazione e ne bis in idem*, in *Dir. Pen. Cont. - Riv. trim.*, 4, 2015, 313.

¹⁵⁹ In questo senso MARINUCCI G.-DOLCINI E., *Manuale di diritto penale*; FIANDACA G., MUSCO E., *Diritto penale. Parte generale*.

disposizione europea che la integri, purché questa integrazione sia di carattere tecnico¹⁶⁰. Più problematico è il caso in cui sia puramente normativa, perché in tal modo si ammetterebbe una vera e propria estensione del diritto penale interno in violazione del principio della riserva di legge.

Allo stesso modo il problema si presenta per la Direttiva, ancor meno legittimata a produrre effetti diretti nell'ordinamento interno. È la stessa Corte di Giustizia ad affermare che: «una direttiva non può avere come effetto, di per sé e indipendentemente da una legge interna di uno Stato membro adottata per la sua attuazione, di determinare o aggravare la responsabilità penale degli imputati»¹⁶¹.

Tantomeno si potrebbe pensare ad un'efficacia diretta per le disposizioni che al contrario sono più favorevoli al reo, essendo comunque necessaria una normativa applicativa. L'esempio lampante è rappresentato dalla fattispecie di comunicazione illecita prevista all'art. 4 MAD II: sebbene la Direttiva in questione preveda un trattamento sanzionatorio differenziato e meno severo rispetto alle fattispecie di cui all'art. 3 (cd. *trading e tuyautage*), la norma non potrebbe avere efficacia diretta data la mancanza di previsioni dettagliate circa il trattamento sanzionatorio (come è giusto che sia, nel rispetto del principio della riserva di legge). «*Neppure potrebbe essere utile il ricorso all'interpretazione conforme delle fattispecie penali nazionali in tema di abusi di mercato al diritto eurounitario espresso dalla nuova Direttiva e dal Regolamento: le discrasie tra norma interna e previsione europea sono infatti troppo marcate e l'esito di tale operazione esegetica avrebbe per lo più una portata in malam partem*»¹⁶². Unica reazione possibile, in tal caso, è il

¹⁶⁰ Sul punto, tra gli altri e limitandosi alla sola manualistica, PALAZZO F.C., *Corso di diritto penale*, p.te gen., Torino, 2013, 133; PETRINI D., in *Manuale di diritto penale*, p.te gen., Grosso - Pelissero - Petrini - Pisa, Milano, 2013, 93 ss.; MANTOVANI F., *Diritto penale*, 2013, 943 ss.; PULITANÒ D., *Diritto penale*, 2013, 168 ss..

¹⁶¹ C.G.CE, sent. 9 luglio 2005, *Berlusconi* cause C-387, 391 e 403/02.

¹⁶² Cit CONSULICH F. e MUCCIARELLI F., *Informazione e tutela penale dei mercati finanziari nello specchio della normativa eurounitaria sugli abusi di mercato*, in *La nuova disciplina*

ricorso alla Corte Costituzionale per incompatibilità della norma interna con quella europea, è quindi per incostituzionalità "mediata", in base all'art 11 e 117 Cost.

Tutto ciò premesso non può che arriversi alla considerazione che, a fronte della condotta inadempiente del legislatore italiano, l'unica reazione possibile è quella di sanzionare l'Italia a livello europeo tramite una procedura di infrazione di cui all'art. 258 TFUE. Ciò, tuttavia, non comporta alcun effetto per i singoli, che saranno inesorabilmente soggetti alla disciplina attualmente in vigore, la quale potrà e dovrà essere interpretata conformemente alle disposizioni europee nei limiti visti sopra.

3.4 Concetto di informazione privilegiata

Una volta chiarito quale sia la portata degli effetti del MAR, non resta che prendere atto che il Regolamento in parola debba essere ritenuto pienamente efficace nel nostro ordinamento (nei limiti sopra analizzati).

Conseguenza diretta di ciò è sicuramente che la definizione di informazione privilegiata attualmente in vigore nel nostro ordinamento non è più quella fornita dal 181 t.u.f., in quanto abrogata dall'art. 7 del Reg. 596/2014¹⁶³.

europea sul market abuse, AA. VV., *Riv. Le Società*, 2016, 53.

¹⁶³ Per agevolare la consultazione si riporta di seguito il testo dell'art. 7 Reg. 2014/596/UE: «1. *Ai fini del presente regolamento per informazione privilegiata si intende:*

- a) *un'informazione avente un carattere preciso, che non è stata resa pubblica, concernente, direttamente o indirettamente, uno o più emittenti o uno o più strumenti finanziari, e che, se resa pubblica, potrebbe avere un effetto significativo sui prezzi di tali strumenti finanziari o sui prezzi di strumenti finanziari derivati collegati;*

-
- b) *in relazione agli strumenti derivati su merci, un'informazione avente un carattere preciso, che non è stata comunicata al pubblico, concernente, direttamente o indirettamente, uno o più di tali strumenti derivati o concernente direttamente il contratto a pronti su merci collegato, e che, se comunicata al pubblico, potrebbe avere un effetto significativo sui prezzi di tali strumenti derivati o sui contratti a pronti su merci collegati e qualora si tratti di un'informazione che si possa ragionevolmente attendere sia comunicata o che debba essere obbligatoriamente comunicata conformemente alle disposizioni legislative o regolamentari dell'Unione o nazionali, alle regole di mercato, ai contratti, alle prassi o alle consuetudini, convenzionali sui pertinenti mercati degli strumenti derivati su merci o a pronti;*
- c) *in relazione alle quote di emissioni o ai prodotti oggetto d'asta correlati, un'informazione avente un carattere preciso, che non è stata comunicata al pubblico, concernente, direttamente o indirettamente, uno o più di tali strumenti e che, se comunicata al pubblico, potrebbe avere un effetto significativo sui prezzi di tali strumenti o sui prezzi di strumenti finanziari derivati collegati;*
- d) *nel caso di persone incaricate dell'esecuzione di ordini relativi a strumenti finanziari, s'intende anche l'informazione trasmessa da un cliente e connessa agli ordini pendenti in strumenti finanziari del cliente, avente un carattere preciso e concernente, direttamente o indirettamente, uno o più emittenti o uno o più strumenti finanziari e che, se comunicata al pubblico, potrebbe avere un effetto significativo sui prezzi di tali strumenti finanziari, sul prezzo dei contratti a pronti su merci collegati o sul prezzo di strumenti finanziari derivati collegati.*

2. *Ai fini del paragrafo 1, si considera che un'informazione ha un carattere preciso se essa fa riferimento a una serie di circostanze esistenti o che si può ragionevolmente ritenere che vengano a prodursi o a un evento che si è verificato o del quale si può ragionevolmente ritenere che si verificherà e se tale informazione è sufficientemente specifica da permettere di trarre conclusioni sul possibile effetto di detto complesso di circostanze o di detto evento sui prezzi degli strumenti finanziari o del relativo strumento finanziario derivato, dei contratti a pronti su merci collegati o dei prodotti oggetto d'asta sulla base delle quote di emissioni. A tal riguardo, nel caso di un processo prolungato che è inteso a concretizzare, o che determina, una particolare circostanza o un particolare evento, tale futura circostanza o futuro evento, nonché le tappe intermedie di detto processo che sono collegate alla concretizzazione o alla determinazione della circostanza o dell'evento futuri, possono essere considerate come informazioni aventi carattere preciso.*

3. *Una tappa intermedia in un processo prolungato è considerata un'informazione privilegiata se risponde ai criteri fissati nel presente articolo riguardo alle informazioni privilegiate.*

4. *Ai fini del paragrafo 1, per informazione che, se comunicata al pubblico, avrebbe probabilmente un effetto significativo sui prezzi degli strumenti finanziari, degli strumenti finanziari derivati, dei contratti a pronti su merci collegati o dei prodotti oggetto d'asta sulla base di quote di emissioni, s'intende un'informazione che un investitore ragionevole probabilmente utilizzerebbe come uno degli elementi su cui basare le proprie decisioni di investimento.*

Nel caso di partecipanti al mercato delle quote di emissioni con emissioni aggregate o potenza termica nominale pari o inferiore alla soglia fissata a norma dell'articolo 17, paragrafo 2, secondo comma, le informazioni sulla loro attività concreta sono considerate non avere un effetto significativo sul prezzo delle quote di emissione, dei prodotti oggetto d'asta sulla base di tale quote o degli strumenti finanziari derivati.

5. *L'ESMA pubblica orientamenti per stabilire un elenco indicativo non esaustivo delle informazioni che si può ragionevolmente prevedere siano pubblicate o che devono essere obbligatoriamente pubblicate conformemente alle disposizioni legislative o regolamentari nel diritto dell'Unione o nazionale, delle regole di mercato, dei contratti, della prassi o delle consuetudini, sui pertinenti mercati degli strumenti derivati su merci o a pronti di*

Si tratta perciò di analizzare quali siano le novità apportate da questa nuova disposizione, in luce dell'importanza che riveste il concetto di informazione all'interno della dinamica dei mercati finanziari.

Questa, o meglio, la "corretta informazione", assume un'assoluta centralità, rappresentando il bene giuridico che l'intera disciplina è atta a tutelare. È infatti grazie ad una corretta informazione che la dinamica dei mercati finanziari può funzionare adeguatamente, garantendo un corretto incontro tra domanda e offerta. I problemi ed i pericoli si presentano nel momento in cui si perde la simmetria informativa che appunto permette a domanda ed offerta di incontrarsi a pari condizioni. In una situazione in cui l'informazione è a disposizione di pochi, questi ultimi potrebbero sfruttarla a proprio favore, mandando un messaggio distorto agli investitori, i quali agendo "ragionevolmente" adatteranno la propria linea di investimento in base ai suddetti messaggi fuorvianti.

È per tale ragione che il concetto di informazione è centrale non solo nell'*insider trading* ma altresì nell'ambito della condotta di manipolazione del mercato¹⁶⁴. Più evidente risulta il ruolo della stessa per quanto riguarda la manipolazione informativa, ovvero quella condotta abusiva volta ad alterare l'andamento dei prezzi tramite la diffusione di un'informazione falsa. Non proprio immediato è invece il ruolo che riveste nella manipolazione operativa, ma non per questo meno rilevante. Se per manipolazione operativa si intende infatti il porre in essere operazioni simulate o altre condotte che possano alterare i prezzi e quindi ingannare gli investitori sul reale andamento del mercato, l'informazione decettiva è rappresentata dalla condotta stessa, che manda un messaggio distorto al pubblico.

Pertanto «non pare azzardato affermare che l'interesse

cui al paragrafo 1, lettera b). L'ESMA tiene debitamente conto delle specificità di tali mercati»

¹⁶⁴ Sul ruolo dell'informazione nell'ambito dei mercati finanziari si veda CONSULICH F. e MUCCIARELLI F., *Informazione e tutela penale dei mercati finanziari nello specchio della normativa eurounitaria sugli abusi di mercato*, in *La nuova disciplina europea sul market abuse*, AA. VV., *Riv. Le Società*, 2016, 42.

dell'investitore si concretizza in una informazione corretta (chiara, tempestiva e non fuorviante) e tendenzialmente completa, che gli permetta scelte razionali (più esattamente: consapevoli) e che la protezione di tale interesse corrisponde a quella che viene chiamata "tutela della correttezza e della integrità del mercato e della sua trasparenza" rispetto all'esigenza di assicurarne/garantirne l'appetibilità/accessibilità da parte di un sempre più vasto numero di soggetti»¹⁶⁵. L'informazione, in altre parole, è fondamentale per garantire il funzionamento del mercato, posto che essa è la base su cui ogni operatore economico fonda le proprie scelte.

Stabilito il ruolo che quest'ultima riveste, quali sono le conseguenze dell'entrata in vigore del suddetto art. 7 MAR?

Ad un primo sguardo le novità non appaiono significative. In primo luogo si segnala una modifica dell'ambito applicativo, ove oltre agli strumenti finanziari ed i derivati su merci già previsti dal 181 t.u.f, viene aggiunto il riferimento relativo alle «*quote di emissione o ai prodotti d'asta correlati*» (art. 7, § 1, lett. c)), che rinvia alla vendita all'asta delle quote di emissione dei gas a effetto serra.

In aggiunta, più significativa sembrerebbe la sostituzione dell'espressione (altamente criticata) «*potrebbe influire in modo sensibile sui prezzi*» con la nuova «*potrebbe avere un effetto significativo sui prezzi*». Non si parla più pertanto di «*influenza sensibile*» ma di «*effetto significativo*». Il significato delle due locuzioni apparentemente sembrerebbe identico, per quanto in realtà un'ipotesi di differenziazione può essere avanzata¹⁶⁶. Entrambe si basano sull'effetto che l'informazione avrebbe sull'andamento dei prezzi, anche se, mentre la prima sembrerebbe avere uno stretto collegamento con questi, l'«*effetto significativo*» si potrebbe interpretare in maniera più ampia. La «*significatività*», infatti, appare un'espressione maggiormente generica, in

¹⁶⁵ Cit CONSULICH F. e MUCCIARELLI F., *Ult. op. cit.*, 45.

¹⁶⁶ Così CONSULICH F. e MUCCIARELLI F., *Ult. op. cit.*, 47.

quanto si riferisce non solo strettamente all'alterazione dei prezzi appunto, ma anche ad altri fattori, come ad esempio l'offerta o la domanda di strumenti finanziari (ferma ovviamente la necessità di documentare la probabile influenza di queste ultime sui prezzi stessi). Al contrario la locuzione "influire in modo sensibile" non permette la suddetta apertura, richiedendo una più diretta efficienza causale dell'informazione sul prezzo (seppur in via presuntiva).

Per la verità, l'ipotesi appena azzardata è destinata a crollare velocemente se si analizza il 2 § dell'art. 7 MAR, il quale definisce i caratteri di precisione e specificità che devono accompagnare l'informazione affinché possa essere definita privilegiata. Un'informazione è a carattere preciso quando fa riferimento a circostanze esistenti, o che ragionevolmente verranno ad esistere; si definisce specifica a sufficienza, invece, quando permette «*di trarre conclusioni sul possibile effetto (...) sui prezzi degli strumenti finanziari o del relativo strumento finanziario derivato, dei contratti a pronti su merci collegati o dei prodotti oggetto d'asta sulla base delle quote di emissioni*». Lo stretto collegamento richiesto fra l'informazione ed il suo effetto sui prezzi esclude quindi l'ipotesi di differenziazione suesposta, confermando la sostanziale equiparazione della portata espressiva delle due locuzioni in questione, lasciando quindi intatte tutte le critiche relative all'intrinseca indeterminatezza che le caratterizza (vedi *infra*).

Il medesimo paragrafo chiarisce invece un importante questione: anche le fasi intermedie di un processo prolungato possono dar vita ad informazioni privilegiate. Il legislatore trae spunto dalla giurisprudenza della Corte di Giustizia che, nel caso *Geltl*,¹⁶⁷ ricomprese esplicitamente nell'area delle informazioni considerate privilegiate anche quelle che si formano nell'ambito di un processo prolungato (si parla di "fattispecie a formazione progressiva").

A tal proposito il Considerando (16) del MAR che testualmente afferma: «*Se l'informazione privilegiata concerne un processo che si*

¹⁶⁷ C.G.U.E, Sez. II, sent. 28 giugno 2012, *Geltl*, C-19/11.

svolge in più fasi, ciascuna di queste fasi, come pure l'insieme del processo, può costituire un'informazione privilegiata. Una fase intermedia in un processo prolungato può essere costituita da una serie di circostanze o un evento esistente o che, in una prospettiva realistica fondata su una valutazione complessiva dei fattori esistenti al momento pertinente, esisterà o si verificherà. Tuttavia, questa nozione non dovrebbe essere interpretata nel senso che si debba prendere in considerazione l'entità dell'effetto di quella serie di circostanze o di quell'evento sui prezzi degli strumenti finanziari in questione. Una fase intermedia dovrebbe essere considerata un'informazione privilegiata se risponde ai criteri stabiliti nel presente regolamento riguardo alle informazioni privilegiate»¹⁶⁸.

Un'ultima notazione deve essere fatta in tema di definizioni, in quanto, se da un lato il regolamento non ha contribuito a chiarire il concetto di "influenza sensibile", dall'altro ha apportato interessanti chiarimenti in merito a quello di "investitore ragionevole". L'investitore ragionevole è l'operatore finanziario che utilizza le informazioni per prendere decisioni di investimento, decisioni che dovrebbero essere prese seguendo un ragionamento logico-razionale.

A contribuire nella definizione legislativa di tale concetto sicuramente si legge il 4 §, dell'art 7 MAR, ma anche e soprattutto il Considerando (14), secondo il quale: *«Un investitore ragionevole basa le proprie decisioni di investimento sulle informazioni già in suo possesso, vale a dire su informazioni disponibili precedentemente. Pertanto, per rispondere alla domanda se al momento di prendere una decisione di investimento un investitore ragionevole terrà verosimilmente conto di una determinata informazione, occorre basarsi sulle informazioni*

¹⁶⁸ Una serie di situazioni esemplificative vengono inoltre fornite dal Considerando (17) MAR, il quale riporta come esempi: *«lo stato delle negoziazioni contrattuali, le condizioni contrattuali provvisoriamente convenute, la possibilità di collocare strumenti finanziari, le condizioni alle quali tali strumenti sono venduti, le condizioni provvisorie per la collocazione di strumenti finanziari, o la possibilità che uno strumento finanziario sia incluso in un indice principale o la cancellazione di uno strumento finanziario da un tale indice»*. Una novità non da poco, che risolve il grosso problema interpretativo che attanagliava la disciplina precedente, ove non era ben chiaro quando un'informazione parziale o incompleta poteva assumere il carattere di privilegiata.

precedentemente disponibili. Nell'effettuare una tale analisi, occorre considerare l'impatto previsto dell'informazione alla luce dell'attività complessiva dell'emittente in questione, l'attendibilità della fonte di informazione, nonché ogni altra variabile di mercato che, nelle circostanze date, possa influire sugli strumenti finanziari, sui contratti a pronti su merci collegati o i prodotti oggetto d'asta sulla base delle quote di emissioni». Nel primo periodo il Considerando esplicita quali sono i fattori in base ai quali l'investitore ragionevole prende le proprie decisioni, ovvero tutto il bagaglio informativo già in suo possesso. Nel secondo periodo, invece, sono elencati i fattori che vengono presi in considerazione per valutare se le informazioni già in possesso dell'investitore siano significative.

Alla luce degli elementi forniti dal Considerando in parola un passo avanti può essere fatto anche nella definizione di informazione rilevante: essa infatti è sensibile quando è idonea ad entrare nel novero degli elementi che l'investitore ragionevole utilizza per compiere le proprie scelte di investimento. In questo modo si aggiunge, accanto all'effetto di questa sui prezzi, un secondo fattore caratterizzante dell'informazione "sensibile".

Ciò non è di poco conto se si tengono in considerazione le problematiche che sconta il dover considerare il solo parametro dell'influenza sui prezzi. Tale parametro, infatti, non è adatto a tutti i tipi di investitori, come ad esempio non è adatto a quegli investitori che preferiscono puntare su profitti a breve/brevissimo termine; per questi infatti «*il riferimento al parametro rappresentato dall'influenza (immediata e diretta) sul prezzo finisce con l'essere un elemento di rilievo senz'altro inferiore rispetto a contenuti informativi riguardanti altri profili (ad esempio: le posizioni assunte da soci con partecipazioni significative, mutamenti nel vertice amministrativo dell'ente, ecc.)*»¹⁶⁹. In questo senso quindi la normativa europea ha apportato un contributo alla definizione di "investitore ragionevole", quale una figura che *personifica un giudizio di*

¹⁶⁹ Cit. CONSULICH F. e MUCCIARELLI F, *Ult. op. cit.*, 48.

prognosi postuma condotta analizzando il comportamento che avrebbe tenuto il mercato sulla base della totalità delle informazioni disponibili.

3.4.1 (segue) L'influenza sensibile

Dal quadro appena tracciato emerge quindi l'incapacità dell'Unione di risolvere i problemi interpretativi derivanti dall'indeterminatezza e vaghezza dell'espressione "influire in modo sensibile", la quale, sebbene siano state apportate modifiche a livello linguistico, nella sostanza è rimasta invariata. Rimangono dunque le criticità.

Una prima aporia del sistema è sicuramente la seguente: il legislatore eurounitario continua a ricollegare la rilevanza della condotta ad una prognosi postuma. Tanto l'effetto sui prezzi quanto gli indici suggeriti per distinguere le condotte "gravi" da quelle "non gravi" sono inesorabilmente collegati non al disvalore della condotta in sé, quanto piuttosto alle conseguenze ad essa collegate. Il legislatore eurounitario dunque cronicizza questa disfunzionalità del sistema, ricollegando la rilevanza penale di condotte tracciate come reati di pericolo ad un'analisi *ex post* delle stesse.

Per quanto riguarda poi il parametro della "influenza sensibile", diventato oggi l'"*effetto significativo*", il problema definitorio è evidente. Il legislatore rimane agganciato ad una soglia qualitativa che mal si conforma con l'esigenza di certezza che caratterizza in particolar modo il diritto penale. La definizione di questo elemento qualitativo inoltre risulta piuttosto complicata essendo legata ad un giudizio prognostico da compiere *ex ante*, che non si presta ad essere oggetto di calcoli matematici. La scienza economica non è quindi d'aiuto per la definizione quantitativa di "effetto significativo" o "influenza sensibile".

Innanzitutto è necessaria una specificazione terminologica rispetto al significato di indeterminatezza. L'espressione in questione non può essere assimilata all'ambiguità in senso tecnico, che indica la capacità di un termine di assumere significati distinti; né tanto meno si può parlare di

genericità, che indica l'attitudine dei termini a riferirsi indifferentemente ad una pluralità di soggetti. Per indeterminatezza si intende la vaghezza¹⁷⁰, ovvero la situazione in cui vi sono fattispecie concrete rispetto alle quali è impossibile decidere se vi sia corrispondenza fra la fattispecie astratta prevista dalla norma legale e la fattispecie concreta.

Chiarito ciò bisogna chiedersi se la vaghezza di questo termine possa creare problemi di compatibilità costituzionale con il principio di precisione. L'art. 7 MAR oggi direttamente efficace nel nostro ordinamento, si noti, non è una norma incriminatrice, ma è una norma cd. definitoria ed in quanto tale integratrice di una norma penale. Il concetto di informazione privilegiata infatti è da sempre un elemento centrale nella definizione delle fattispecie penalmente rilevanti di *insider trading*, detta anche il suo «*ventre molle, stante l'inguaribile deficit di determinatezza che affligge il relativo paradigma concettuale*»¹⁷¹. Pertanto anch'essa è soggetta a quei principi garantistici che caratterizzano l'ordinamento penale e dunque anche al principio di determinatezza o precisione.

La vaghezza terminologica può essere accettata fin tanto che vi sia una concreta possibilità di rinvenire un «*parametro certo per l'effettuazione di una valutazione sul caso concreto*»¹⁷², altrimenti la valutazione politico-criminale sarebbe lasciata in mano all'interprete. Ciò non toglie che un elemento possa essere elastico ed in alcuni casi debba esserlo, come avviene nella disciplina in questione, ove la flessibilità serve ad adattare una normativa statica alla dinamicità del mercato. Qual è allora la linea di confine fra elasticità ed indeterminatezza?

Il problema rimane aperto ed il legislatore eurounitario non è stato in grado di dare un criterio risolutivo che possa dare una svolta alla nostra analisi.

¹⁷⁰ Sulla vaghezza come sinonimo di indeterminatezza, LUZZATI C., *La vaghezza delle norme giuridiche*, Milano, 1990, 70.

¹⁷¹ NAPOLEONI V., *Insider trading*, in *Dig. disc. pen.*, Torino, Agg.o 2008, I, 582.

¹⁷² Così RISICATO L., *Gli elementi della fattispecie penale*, Milano, 2004, 201.

L'unica novità che in effetti può essere d'aiuto è la definizione di "investitore ragionevole" rispetto alla quale vi sono stati dei passi avanti circa la definizione. Si è detto che l'investitore ragionevole è colui che basa le proprie decisioni di investimento sulle informazioni già in proprio possesso. L'investitore inoltre deve considerare l'attività complessiva dell'emittente, l'attendibilità della fonte dell'informazione, nonché ogni altra variabile di mercato che, nelle circostanze date, possa influire sugli strumenti finanziari, sui contratti a pronti su merci collegati o i prodotti messi all'asta sulla base delle quote di emissioni.

3.4.2 Il carattere della precisione

Un altro interrogativo rimasto tale è quello in merito al significato del concetto di "precisione dell'informazione". Il comma 3 dell'art. 181 definisce un'informazione precisa quandunque questa *i)* si riferisca ad un complesso di circostanze esistenti o che si possa ragionevolmente prevedere che verranno ad esistenza, e *ii)* sia sufficientemente specifica da consentire di trarre conclusioni sul possibile effetto del complesso di circostanze o dell'evento sui prezzi degli strumenti finanziari. Questi due elementi, come chiarito dalla Corte di Giustizia, devono essere entrambi soddisfatti¹⁷³. L'art. 7 MAR richiama sostanzialmente i suddetti criteri definendo un'informazione precisa quando *«fa riferimento a una serie di circostanze esistenti o che si può ragionevolmente ritenere che vengano a prodursi o a un evento che si è verificato o del quale si può ragionevolmente ritenere che si verificherà e se tale informazione è sufficientemente specifica da permettere di trarre conclusioni sul possibile effetto di detto complesso di circostanze o di detto evento sui prezzi degli strumenti finanziari»*.

I criteri, dunque, restano invariati, lasciando aperti i problemi di

¹⁷³ C.G.U.E, sent. 28 giugno 2012, C-2012:397

indeterminatezza legati alla difficoltà di tracciare una linea di confine fra gli eventi ragionevolmente prevedibili e quelli che invece non lo sono. Tale difficoltà di tracciare un confine preciso rischia di lasciare una valutazione ancorata al caso concreto, cangiante a seconda della natura specifica dell'informazione oggetto di contestazione¹⁷⁴. Sembrerebbe, comunque, tanto dal testo dell'art. 183 t.u.f. quanto da quello dell'art. 7 MAR potersi parlare di informazione precisa quando questa si riferisca ad eventi realizzatisi ma non ancora formalizzati.¹⁷⁵

Per quanto riguarda la *specificità* dell'informazione non è richiesto che questa sia dettagliata ed a confermare ciò è lo stesso CESR (*Committee of European Securities Regulators*) che afferma: «*non è necessario, per essere considerata precisa, che l'informazione sia esauriente*»¹⁷⁶. Un criterio utilizzabile sembrava poter essere quello secondo cui un'informazione si ritiene rilevante quando per la sua natura il mercato sia in grado di recepirla in tempi rapidi, ovvero un'informazione sufficientemente chiara e non fuorviante da poter essere immediatamente utilizzata dagli investitori. La Corte di Giustizia, per la verità, non ha avallato questa soluzione dando un'interpretazione molto più ampia secondo la quale un'informazione si definisce specifica se dalla stessa possono essere tratte delle conclusioni circa il suo possibile impatto sul prezzo¹⁷⁷. Non è necessario che da essa si possa stabilire la direzione in aumento o in diminuzione della variazione, in quanto tale valutazione è sempre molto difficile da stabilire e quindi si andrebbe a delimitare troppo l'area di rilevanza dell'informazione. Questa impostazione tuttavia appare

¹⁷⁴ Così GIOVAZZI S., *La tutela penale del mercato*, in *Dir. Pen. Delle Società*, Canzio, Cerqua, Lupària (a cura di), 657 ss..

¹⁷⁵ SEMINARA S., *Informazione finanziaria e diritto penale (Disclose or abstain? La nozione di informazione privilegiata tra obblighi di comunicazione al pubblico e divieti di insider trading: riflessione sulla determinatezza delle fattispecie sanzionatorie)*, in AA.VV., 2009, 335.

¹⁷⁶ *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)*.

¹⁷⁷ C.G.U.E, sent. 11 marzo 2015, *Lafonta*, C-628/13.

del tutto discutibile poiché se si negasse la prevedibilità dell'andamento dei prezzi si andrebbe a contraddire la stessa logica alla base di qualunque scelta di investimento (semmai è il *quantum* di effettiva difficile valutazione).

3.5. Proposte

Nei paragrafi che seguono verranno proposte alcune ipotesi di modifica delle norme penali che attualmente regolano il reato di l'abuso di informazioni privilegiate (184 t.u.f.) e quello di manipolazione del mercato (185 t.u.f.). L'intento - nella speranza che il legislatore trovi il coraggio di modificare l'attuale delega al governo o di predisporre una nuova - è quello di suggerire dei testi legislativi che rendano l'attuale normativa compatibile con la Direttiva 2014/57/UE e con il relativo Regolamento 2014/596/UE e che risolvano le varie problematiche fin ora analizzate.

3.5.1. Norme definitorie

Per fornire un quadro completo appare opportuno aprire questa disamina proponendo delle modifiche in merito alle norme definitorie che aprono il titolo 1 bis del decreto legislativo n. 58 del 1998, alla luce delle novità apportate dalla Direttiva 2014/57/UE e del Regolamento 2014/596/UE (vedi par 2.5).

La nuova disciplina, invero, ha rinnovato l'ambito di applicazione, che risulta decisamente più ampio, regolando le condotte illecite su qualsivoglia strumento finanziario negoziato su qualunque mercato e non soltanto gli strumenti finanziari scambiati su mercati quotati regolamentati o MTF. Sono dunque interessati strumenti finanziari negoziati su altri mercati, come gli OTF (*other trading facility*), oppure addirittura fuori mercato (OTC).

Si propone, quindi, la modifica dell'art. 180 t.u.f. lett. a)¹⁷⁸ nei seguenti termini:

«1. Ai fini del presente titolo si intendono per:

a) "strumenti finanziari":

1) gli strumenti finanziari di cui all'articolo 1, comma 2, ammessi alla negoziazione o per i quali è stata presentata una richiesta di ammissione alle negoziazioni in un mercato regolamentato italiano o di altro Paese dell'Unione europea, nonché qualsiasi altro strumento ammesso o per il quale è stata presentata una richiesta di ammissione alle negoziazioni in un mercato regolamentato di un Paese dell'Unione europea;

2) gli strumenti finanziari di cui all'articolo 1, comma 2, ammessi alla negoziazione in un sistema multilaterale di negoziazione (MTF) italiano o di altro Paese dell'Unione europea, o per i quali è stata presentata una richiesta di ammissione alle negoziazioni in un MTF;

3) gli strumenti finanziari di cui all'art. 1, comma 2, negoziati su un sistema organizzato di negoziazione (OTF) italiano o di altro Paese dell'Unione europea;

4) gli strumenti finanziari di cui all'art. 1, comma 2, negoziati fuori mercato (OTC); 5) gli strumenti finanziari di cui all'art. 1, comma 2, non contemplati dai punti 1), 2), 3), 4) il cui prezzo o valore dipende dal prezzo o dal valore di uno strumento finanziario di cui ai suddetti punti, ovvero quest'ultimo ha un effetto su di essi, compresi, ma non in via esclusiva, i "credit default swap" e i contratti differenziali;

¹⁷⁸ Per facilitare la consultazione e comparazione si riporta il testo dell'art 180 lett. a) t.u.f. attualmente in vigore:

«1. Ai fini del presente titolo si intendono per:

a) "strumenti finanziari":

1) gli strumenti finanziari di cui all'articolo 1, comma 2, ammessi alla negoziazione o per i quali è stata presentata una richiesta di ammissione alle negoziazioni in un mercato regolamentato italiano o di altro Paese dell'Unione europea, nonché qualsiasi altro strumento ammesso o per il quale è stata presentata una richiesta di ammissione alle negoziazioni in un mercato regolamentato di un Paese dell'Unione europea;

2) gli strumenti finanziari di cui all'articolo 1, comma 2, ammessi alla negoziazione in un sistema multilaterale di negoziazione italiano, per i quali l'ammissione è stata richiesta o autorizzata dall'emittente».

6) le quote di emissioni o di altri prodotti correlati che si tengono ai sensi del regolamento (UE) n. 1031/2010».

Non possono inoltre trascurarsi le modifiche intervenute per mano del MAR in merito alla definizione di informazione privilegiata. Sebbene tale Regolamento debba ritenersi direttamente applicabile e pertanto parimenti applicabile sarebbe l'art. 7 MAR, si ritiene opportuno, per garantire una certa linearità del sistema, modificare l'art. 181 t.u.f. attualmente vigente nel nostro ordinamento¹⁷⁹.

Si propone dunque il seguente testo:

«1. Ai fini del presente titolo per informazione privilegiata si intende:

a) un'informazione di carattere preciso, che non è stata resa pubblica, concernente, direttamente o indirettamente, uno o più emittenti di

¹⁷⁹ Per facilitare la consultazione e comparazione si riporta il testo dell'art 181 t.u.f. attualmente in vigore:

«1. Ai fini del presente titolo per informazione privilegiata si intende un'informazione di carattere preciso, che non è stata resa pubblica, concernente, direttamente o indirettamente, uno o più emittenti strumenti finanziari o uno o più strumenti finanziari, che, se resa pubblica, potrebbe influire in modo sensibile sui prezzi di tali strumenti finanziari.

2. In relazione ai derivati su merci, per informazione privilegiata si intende un'informazione di carattere preciso, che non è stata resa pubblica, concernente, direttamente o indirettamente, uno o più derivati su merci, che i partecipanti ai mercati su cui tali derivati sono negoziati si aspettano di ricevere secondo prassi di mercato ammesse in tali mercati.

3. Un'informazione si ritiene di carattere preciso se:

a) si riferisce ad un complesso di circostanze esistente o che si possa ragionevolmente prevedere che verrà ad esistenza o ad un evento verificatosi o che si possa ragionevolmente prevedere che si verificherà;

b) è sufficientemente specifica da consentire di trarre conclusioni sul possibile effetto del complesso di circostanze o dell'evento di cui alla lettera a) sui prezzi degli strumenti finanziari.

4. Per informazione che, se resa pubblica, potrebbe influire in modo sensibile sui prezzi di strumenti finanziari si intende un'informazione che presumibilmente un investitore ragionevole

utilizzerebbe come uno degli elementi su cui fondare le proprie decisioni di investimento.

5. Nel caso delle persone incaricate dell'esecuzione di ordini relativi a strumenti finanziari, per informazione privilegiata si intende anche l'informazione trasmessa da un cliente e concernente gli ordini del cliente in attesa di esecuzione, che ha un carattere preciso e che concerne, direttamente o indirettamente, uno o più emittenti di strumenti finanziari o uno o più strumenti finanziari, che, se resa pubblica, potrebbe influire in modo sensibile sui prezzi di tali strumenti finanziari».

strumenti finanziari o uno o più strumenti finanziari, che, se resa pubblica, potrebbe avere un effetto significativo sui prezzi di tali strumenti finanziari o sui prezzi di strumenti finanziari collegati.

- b) In relazione agli strumenti derivati su merci, un'informazione di carattere preciso, che non è stata resa pubblica, concernente, direttamente o indirettamente, uno o più di tali strumenti derivati su merci o concernente il contratto a pronti su merci collegato, e che, se comunicata al pubblico, potrebbe avere un effetto significativo sui prezzi di tali strumenti derivati o sui contratti a pronti su merci collegati e qualora si tratti di un'informazione che si possa ragionevolmente attendere sia comunicata o che debba essere obbligatoriamente comunicata conformemente alle disposizioni legislative o regolamentari dell'Unione o nazionali, alle regole di mercato, ai contratti, alle prassi o alle consuetudini, convenzionali sui pertinenti mercati degli strumenti derivati su merci o a pronti;*
- c) in relazione alle quote di emissioni o ai prodotti oggetto d'asta correlati, un'informazione avente un carattere preciso, che non è stata comunicata al pubblico, concernente, direttamente o indirettamente, uno o più di tali strumenti e che, se comunicata al pubblico, potrebbe avere un effetto significativo sui prezzi di tali strumenti o sui prezzi di strumenti finanziari derivati collegati;*
- d) nel caso di persone incaricate dell'esecuzione di ordini relativi a strumenti finanziari, anche l'informazione trasmessa da un cliente e connessa agli ordini pendenti in strumenti finanziari del cliente, avente un carattere preciso e concernente, direttamente o indirettamente, uno o più emittenti o uno o più strumenti finanziari e che, se comunicata al pubblico, potrebbe avere un effetto significativo sui prezzi di tali strumenti finanziari, sul prezzo dei contratti a pronti su merci collegati o sul prezzo di strumenti finanziari derivati collegati*

2. Un'informazione si ritiene di carattere preciso se:

- a) si riferisce ad un complesso di circostanze esistente o che si possa ragionevolmente prevedere che verrà ad esistenza o ad un evento verificatosi o che si possa ragionevolmente prevedere che si verificherà;
- b) è sufficientemente specifica da consentire di trarre conclusioni sul possibile effetto del complesso di circostanze o dell'evento di cui alla lettera a) sui prezzi degli strumenti finanziari o del relativo strumento finanziario derivato, dei contratti a pronti su merci collegati o dei prodotti oggetto d'asta sulla base delle quote di emissioni.
2. Nel caso di un processo prolungato che è inteso a concretizzare, o che determina, una particolare circostanza o un particolare evento, tale futura circostanza o futuro evento, nonché le tappe intermedie di detto processo che sono collegate alla concretizzazione o alla determinazione della circostanza o dell'evento futuri, possono essere considerate come informazioni aventi carattere preciso.
 3. Una tappa intermedia in un processo prolungato è considerata un'informazione privilegiata se risponde ai criteri fissati nel presente articolo riguardo alle informazioni privilegiate
 4. Per informazione che, se resa pubblica, avrebbe probabilmente un effetto significativo sui prezzi di strumenti finanziari, degli strumenti finanziari derivati, dei contratti a pronti su merci collegati o dei prodotti oggetto d'asta sulla base di quote di emissioni, si intende un'informazione che un investitore ragionevole probabilmente utilizzerebbe come uno degli elementi su cui fondare le proprie decisioni di investimento.
 5. Nel caso di partecipanti al mercato delle quote di emissioni con emissioni aggregate o potenza termica nominale pari o inferiore alla soglia fissata a norma dell'articolo 17, paragrafo 2, secondo comma, del Regolamento 2015/596/UE, le informazioni sulla loro attività concreta sono considerate non avere un effetto significativo sul prezzo delle quote di emissione, dei prodotti oggetto d'asta sulla base di tale

quote o degli strumenti finanziari derivati.”

È evidente che le modifiche apportate non sono eclatanti, sebbene alcune novità vi siano e debbano essere recepite. Per analisi e commento di queste ultime si rinvia interamente ai par. 3.4. e ss.

3.5.2 Il nuovo 184 t.u.f.

- 1. È punito con la reclusione da 3 a 8 anni chiunque, nella consapevolezza di essere in possesso di un'informazione privilegiata, mediante una o più azioni che per la propria natura decettiva e dissimulatoria sono concretamente idonee a minare la trasparenza e la correttezza informativa sul mercato, pone in essere una delle seguenti condotte:*
 - a) acquista, vende o compie altre operazioni, direttamente o indirettamente, per conto proprio o di terzi, su strumenti finanziari, utilizzando tale informazione privilegiata;*
 - b) modifica o annulla ordini concernenti uno strumento finanziario sulla base di informazioni privilegiate, quando tali ordini erano stati inoltrati prima che la persona interessata entrasse in possesso dell'informazione privilegiata medesima;*
 - c) raccomanda o induce altri a commettere una delle condotte di cui alle lett. a) e b).*
- 2. In relazione alle aste di quote di emissioni o di altri prodotti correlati che si tengono ai sensi del regolamento (UE) n. 1031/2010, rappresenta utilizzo di informazioni privilegiate di cui al comma 1 lett. b) del presente articolo il presentare, modificare o ritirare un'offerta per conto proprio o per conto di terzi.*
- 3. Qualora le condotte di cui al comma 1 del presente articolo siano commesse da membri di organi di direzione, amministrazione o*

controllo dell'emittente, o da partecipanti a quote di capitale del medesimo, o ancora da chi svolge una professione o ricopra una funzione, anche pubblica, o un ufficio, presso l'emittente stesso, la pena è aumentata da un terzo alla metà.

Questa ipotesi di modifica ha come fine ultimo quello di rendere l'art. 184 t.u.f. in linea con quanto previsto dall'art. 3 MAD II. Vediamo dunque le modifiche più rilevanti.

In primo luogo si noti che la fattispecie viene presentata non più come un reato proprio quanto piuttosto come comune, come si evince dal "chiunque" al primo comma. La commissione del fatto da parte di soggetti qualificati si ripropone come aggravante (prevista al comma 4). Si recepisce in tal modo la scelta del legislatore eurounitario di "criminalizzare" l'*insider* secondario (vedi *supra*), come disposto dall'art. 3, § 1¹⁸⁰.

La scelta quindi non è quella di equiparare completamente la posizione di un qualunque soggetto, slegato da ogni tipo di vicolo con l'emittente, a chi, al contrario, in ragione delle proprie funzioni o legami con l'emittente medesimo, ha degli obblighi di diligenza professionale che aumentano il disvalore della condotta. Si cerca infatti di rendere l'idea che la posizione qualificata ricoperta dall'*insider* primario connota il reato di una maggiore gravità.

La previsione di una circostanza aggravante ad effetto speciale non è infine casuale. Si ritiene, questa, una scelta necessaria per ottenere un trattamento sanzionatorio effettivamente differenziato, in quanto si sfugge in tal modo alla possibilità che l'esistenza di circostanze attenuanti generiche possa neutralizzare l'effettività di quelle aggravanti. Non si è optato inoltre per una circostanza autonoma in ragione dell'incertezza

¹⁸⁰ L'art. 3 § 1 MAD II recita infatti: «*il presente articolo si applica anche a chiunque abbia ottenuto informazioni privilegiate anche in ragione di circostanze diverse da quelle indicate al primo comma e sia a conoscenza del carattere privilegiato di tali informazioni*».

relativa agli effetti di quest'ultima.

Si noti, infatti, che in passato le circostanze autonome si consideravano pacificamente ad effetto speciale, in quanto espressamente previsto dalla legge all'art. 63 c.p.. Con l'entrata in vigore della legge n. 400/1984, che ha riformato l'articolo in questione, il riferimento a dette circostanze autonome è stato eliminato, lasciando quindi l'interprete nel dubbio circa la possibilità di considerarle in ogni caso ad effetto speciale nonostante l'elisione del riferimento esplicito. L'attuale formulazione definisce infatti come circostanze ad effetto speciale quelle che *"importano un aumento o una diminuzione della pena superiore ad un terzo"*.

A fronte della necessità di colmare una tale lacuna normativa, dottrina e giurisprudenza si sono interrogate sul punto, giungendo spesso a conclusioni tra loro contrastanti. Vi è stato da un lato chi, interpretando in maniera sistematica la norma, ha ritenuto di dover continuare a considerare la totalità delle circostanze autonome come rientranti nella fattispecie di cui all'art. 63 comma 3 c.p., a nulla valendo l'apparente "cancellazione" dal sistema della relativa categoria (quella delle circostanze "autonome" per l'appunto); dall'altro chi, abbracciando un'interpretazione più letterale, ha suggerito un calcolo aritmetico frazionario per stabilire quando la pena sia aumentata o diminuita proporzionalmente di oltre un terzo (nel minimo e/o nel massimo edittale) rispetto al reato base. La giurisprudenza inizialmente si era conformata a quest'ultima dottrina, tuttavia recentemente la Cassazione ha cambiato rotta, abbracciando l'interpretazione sistematica/teleologica¹⁸¹. A fronte di tale contrasto la questione è stata rimessa alle Sezioni Unite; si è dunque

¹⁸¹ Ci si riferisce alla sent. C. Cass. Pen., sez III, sent. 23 marzo 2016, n. 31418, che sul punto afferma: «*le aggravanti di cui all'art. 609-ter, comma 1, c.p., stabilendo la pena in misura indipendente da quella ordinaria prevista dal reato-base (art. 609-bis c.p.) partecipano alla stessa disciplina delle circostanze ad effetto speciale, pur non comportando, a seguito di operazione aritmetica consistente nel trasformare la "pena indipendente" in quella a "variazione frazionaria", un aumento della pena, rispetto al reato semplice, in misura superiore ad un terzo (del massimo, se aggravanti, del minimo, se attenuanti)*».

in attesa di un responso¹⁸².

Per quanto sopra, non appare saggio l'utilizzo di una circostanza aggravante autonoma in questo contesto, ove l'intento dell'opera è proprio quello di ridurre al minimo ogni dubbio interpretativo.

Quanto alla pena, peraltro, si è ritenuto opportuno eliminare quella pecuniaria, ritenuta quantomeno superflua a livello dissuasivo, essendo invero sufficiente la pena della reclusione. A sostegno di tale scelta si noti come anche la Presidenza del Consiglio, nel fornire dei criteri direttivi in merito alla redazione di norme, affermava: «*Ben poco plausibile (e pertanto da sconsigliare) appare infine la comminatoria congiunta di una pena pecuniaria, concepita quale 'supporto ancillare' della pena detentiva nei reati determinati da intento di lucro o lesivi di interessi patrimoniali. In realtà, l'aggiunta della pena pecuniaria a quella detentiva risulta inutile sotto il profilo della prevenzione generale (essendo la forza intimidatoria del precetto interamente assorbita dalla pena detentiva) (...)*».¹⁸³

La pena pecuniaria affiancata a quella della reclusione rappresenta in effetti un'anomalia nell'ambito dei reati societari. Questa, infatti, a causa della sua sproporzione rispetto alla gravità delle condotte punite e del ruolo importante che assume la confisca, risulta assolutamente irragionevole, a tal punto da perdere di credibilità.

Con questa elisione, inoltre, si supererebbero le criticità legate alla quanto mai eccessiva forbice tra minimo e massimo edittale della pena pecuniaria, che «*impedisce di commisurare la sanzione alla luce del disvalore ravvisato dal legislatore attraverso la tipizzazione del fatto, così da rendere soltanto apparente la predeterminazione normativa della misura della pena e da trasformare in arbitrario il potere discrezionale del*

¹⁸² Per ulteriori approfondimenti cfr. MELCHIONDA A., *le circostanze "indipendenti" sono sempre "ad effetto speciale"? una risposta negativa (non "faziiosa", ma "di parte")*, aspettando le Sezioni Unite, 2017, in www.penalecontemporaneo.it.

¹⁸³ Cfr. circolare 5 febbraio 1986, n. 1.1.2/17611/4.6 (in *Gazz. Uff.* 18 marzo 1986), *Criteri orientativi per la scelta tra delitti e contravvenzioni e per la formulazione delle fattispecie penali*, Parte I, par 6.3.

*giudice»*¹⁸⁴.

Non si può non tenere conto infine del disposto dell'art. 187 t.u.f., il quale prevede l'intervento della confisca del prodotto o del profitto conseguito dal reato e dei beni utilizzati per commetterlo, anche per equivalente. Prima di analizzare il ruolo della confisca in questa sede sono necessarie alcune considerazioni circa la natura dell'istituto in questione.

Si noti che la dottrina non è unanime nel considerare la confisca come misura di sicurezza¹⁸⁵: non è mancato, infatti, chi ne ha rilevato la natura di sanzione *sui generis*, di pena accessoria o ancora di sanzione civile del processo penale, rinvenendo in essa un carattere prevalentemente repressivo, poiché, diversamente dalle altre misure di sicurezza, la confisca è del tutto svincolata dal presupposto di pericolosità sociale del reo e non condivide le caratteristiche proprie delle altre misure di sicurezza.

A ciò si aggiunga che la confisca non richiede neppure necessariamente la pericolosità dell'oggetto (come ad esempio nel caso della confisca facoltativa e della confisca obbligatoria del prezzo del reato), mancando in tali casi del carattere di provvedimento preventivo che caratterizza le misure di sicurezza.

Ciononostante, l'orientamento maggioritario della dottrina e della giurisprudenza qualifica la medesima come una misura di sicurezza patrimoniale conformemente alla scelta operata dal legislatore agli artt.

¹⁸⁴ Cit. SEMINARA S., *informazione finanziaria e diritto penale (Disclose or Abstain? La nozione di informazione privilegiata tra obblighi di comunicazione al pubblico e divieti di insider trading: riflessioni sulla determinatezza delle fattispecie sanzionatorie)*, in AA.VV., 260. Cfr. anche sul punto, C. Cost., sent. 24 giugno 1992, n. 299, in *Giur. cost.*, 1992, p. 2257 ss. Per tutti, CORBETTA S., *La cornice edittale della pena e il sindacato di legittimità costituzionale*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 1997, 148 ss..

¹⁸⁵ C. Cass. Pen., sez. III, sent. 10 settembre 2015, n. 43397, così massimata: «*La confisca del profitto del reato non costituisce pena accessoria, bensì misura ablatoria con finalità ripristinatoria (diretta o per equivalente, a seconda dell'oggetto del profitto); ne deriva che, qualora l'istanza di applicazione venga proposta in fase esecutiva, il giudice dell'esecuzione decide ai sensi dell'art. 676 c.p.p., con ordinanza impugnabile solo con l'opposizione ex art 677, comma 4, c.p.p.*».

215 e 236 c.p..

Ulteriori dubbi sono sorti in merito alla natura della confisca per equivalente, che per la propria natura afflittiva sembrerebbe identificarsi più con una vera e propria sanzione penale che con una semplice misura di sicurezza¹⁸⁶.

La giurisprudenza di legittimità ha più volte precisato che la confisca per equivalente prescinde dallo stabilire quel "rapporto di pertinenzialità" tra reato e provvedimento ablatorio dei proventi illeciti, che caratterizza invece la misura ex art. 240 c.p.. Nella confisca per equivalente, invero, si perde qualsiasi tipo di rapporto fra il reato ed i beni da confiscare. È Per tale ragione che la tesi maggiormente accreditata in dottrina e in giurisprudenza in tema di natura giuridica considera tale misura come una sanzione penale¹⁸⁷.

Anche la Consulta¹⁸⁸, confermando il medesimo orientamento, ha

¹⁸⁶ Vedi per una disamina della giurisprudenza BIONDI G., *La confisca per equivalente: pena principale, pena accessoria o tertium genus sanzionatorio?*, www.penalecontemporaneo.it, 2017.

¹⁸⁷ La tesi della natura sanzionatoria della confisca per equivalente è sostenuta dalla giurisprudenza maggioritaria. *Ex multis*: C. Cass., sent. 14 giugno 2006 in *Giur. it.*, 2007, 966 e C. Cass., sent. 28 luglio 2009 in *Cass. pen.*, 2010, 3102, con nota di Balducci. Tesi confermata anche da C. Cost., ord. 2 aprile 2009, 97 in *Foro it.*, 2009, I, 2596, in *materia di confisca per equivalente conseguente a reati tributari*. Anche la C. Cass., sez. un. 25 giugno 2009 in *Foro it.*, 2009, II, 629, escludendo l'applicabilità della confisca per equivalente di cui all'art. 322 *ter* c.p. al profitto del reato, essendo essa prevista espressamente solamente per il prezzo dello stesso, e ciò sulla scorta del divieto di applicazione in *malam partem*, riconosce implicitamente natura sanzionatoria alla misura ablatoria in parola.

In dottrina, per tutti: FONDAROLI D., *Le ipotesi speciali di confisca nel sistema penale. Ablazione patrimoniale, criminalità economica, responsabilità delle persone fisiche e giuridiche*, Bononia University Press, Bologna, 2007; GRASSO G., *Art. 199-240*, in *Commentario sistematico del codice penale*, Romano M.- Grasso G.- Padovani T., (II Ed.) III, Giuffrè, 2011, 419 ss..

¹⁸⁸ C. Cost. 2 aprile 2009, n. 97, in *Giur. cost.*, 2009, 984; più di recente C. Cost. 7 aprile 2017, n. 68, testualmente: «questa Corte non ha motivo di discostarsi dalla premessa argomentativa da cui muove il rimettente, sulla natura penale, ai sensi dell'art. 7 della CEDU, della confisca per equivalente. Con quest'ultima espressione si indica una particolare misura di carattere ablativo che il legislatore appronta per il caso in cui, dopo una condanna penale, non sia possibile eseguire la confisca diretta dei beni che abbiano un "rapporto di pertinenzialità" (ordinanze n. 301 e n. 97 del 2009) con il reato. Mentre quest'ultimo strumento, reagendo alla pericolosità indotta nel reo dalla disponibilità di tali beni, assolve a una funzione essenzialmente preventiva, la confisca per equivalente, che raggiunge beni di altra natura, "palesa una connotazione prevalentemente afflittiva ed ha, dunque, una natura eminentemente sanzionatoria" (ordinanza n. 301 del 2009). È

attribuito alla confisca per equivalente (nello specifico quella prevista in tema di reati tributari) la natura di vera e propria sanzione penale, tanto da vietarne l'applicazione retroattiva ai sensi dell'art. 25, comma 2, Cost. Volendo quindi conformarsi a quest'ultimo orientamento non può non sottolinearsi come la presenza della confisca obbligatoria prevista dall'art. 187 t.u.f. rappresenti già una sanzione a livello pecuniario, rendendo superflua, o forse di troppo, la draconiana pena pecuniaria attualmente prevista dall'art. 184 t.u.f..

Conseguentemente all'eliminazione della sanzione pecuniaria, viene meno altresì la possibilità precedentemente prevista per il giudice di aumentare la multa in caso di rilevante offensività¹⁸⁹. Grazie a ciò si elimina il riferimento alle qualità personali del colpevole, piuttosto problematico in quanto inscindibilmente legato alla pena base e pertanto comportante il rischio di una doppia valutazione¹⁹⁰.

Certamente bisognoso di una revisione sarebbe anche l'art. 187 t.u.f. medesimo, il quale prevede, come sopra riportato, che debba essere disposta la confisca non solo del prodotto o del profitto del reato, ma

infatti noto che il mero effetto ablativo connesso all'istituto della confisca non vale di per sé a segnare la natura giuridica della misura, perché "la confisca non si presenta sempre di eguale natura e in unica configurazione, ma assume, in dipendenza delle diverse finalità che la legge le attribuisce, diverso carattere, che può essere di pena come anche di misura non penale" (sentenza n. 46 del 1964)»

¹⁸⁹ Il comma 3 dell'art. 184 t.u.f. dispone che «*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*».

¹⁹⁰ Così SEMINARA S., *informazione finanziaria e diritto penale (Disclose or Abstain? La nozione di informazione privilegiata tra obblighi di comunicazione al pubblico e divieti di insider trading: riflessioni sulla determinatezza delle fattispecie sanzionatorie)*, 29: «*(...)Il secondo profilo attiene per un verso alla circostanza aggravante prevista dai commi 3 e 5 rispettivamente degli artt. 184 e 187-bis, che non si limita all'entità del prodotto o del profitto conseguito dal reato (ciò che sarebbe stato ancor più ragionevole se accompagnato dalla previsione che in ogni caso la sanzione non può risultare ad esso inferiore), ma qualifica come cause di inasprimento della multa e della sanzione pecuniaria anche le qualità personali del colpevole, cioè un elemento inscindibile dalla commisurazione della pena base, con il rischio dunque di una sua doppia valutazione (...)*».

anche dei beni utilizzati per commetterlo. Quando ciò non sia possibile, inoltre, la stessa potrà essere disposta per equivalente. Non può sfuggire la problematicità del riferimento ai *“beni utilizzati per commetterlo”*. Il profitto, invero, viene di regola realizzato *«tramite l'impiego di valori economici molto superiori, privi di un rapporto di “proporzionalità” con la gravità della violazione. Proprio perché i profitti di borsa conseguono alle variazioni marginali dei prezzi degli strumenti finanziari negoziati, l'utile illecito corrisponderebbe, infatti, solo ad una frazione assai esigua dei valori investiti nell'operazione»*¹⁹¹.

Proseguendo con l'analisi della disposizione qui proposta, si noti che una modifica rilevante è parimenti intervenuta in merito alla reclusione, la cui cornice edittale diventa da tre a otto anni. Si è deciso di ridurre detta cornice, che allo stato attuale, a seguito delle modifiche apportate dall'art. 39 commi 1 e 3 della l. 262/2005¹⁹², va da anni due ad anni dodici. Si noti che, alla luce delle modifiche disposte dal suddetto articolo, *«l'abuso di informazioni privilegiate, insieme alla manipolazione di mercato, costituisce il fatto in assoluto più gravemente sanzionato all'interno del diritto penale finanziario, con una manifesta sproporzione rispetto sia alla lesività della condotta che al bene giuridico tutelato»*¹⁹³. Peraltro, per quanto la disciplina attuale non si ponga in contrasto con le previsioni di MAD II, che prevede nella misura di quattro anni il minimo del massimo edittale della pena prevedibile, appare quantomeno sproporzionato un massimo edittale pari al triplo di quello suggerito dalla Direttiva. Per giunta, *«a fronte di sanzioni penali così elevate, i tempi processuali connessi alla complessità delle indagini rischiano di compromettere decisamente la serietà della minaccia e di confermare l'impressione di una*

¹⁹¹ Cit. AMATI E., *La confisca negli abusi di mercato al cospetto del principio di ragionevolezza/proporzione*, 2013, in *www.penale contemporaneo.it*, 5.

¹⁹² L'art. 39 l. n. 262 del 2005 dispone che le sanzioni *“sono raddoppiate entro i limiti posti per ciascun tipo di pena dal libro I, titolo II, capo II, del codice penale”*.

¹⁹³ Cit. SEMINARA S., *informazione finanziaria e diritto penale (Disclose or Abstain? La nozione di informazione privilegiata tra obblighi di comunicazione al pubblico e divieti di insider trading: riflessioni sulla determinatezza delle fattispecie sanzionatorie)*, 29.

severità solo simbolica del nostro legislatore»¹⁹⁴.

Pertanto si propone in questa sede una nuova cornice edittale per la pena della reclusione, maggiore nel minimo e minore nel massimo rispetto a quella attualmente vigente. In tal modo si ridurrebbe la forbice tra la pena minima e la massima, limitando la discrezionalità del giudice e definendo in maniera più chiara il giudizio di gravità del legislatore in merito a questa tipologia di reati. Il minimo edittale viene previsto a tre anni per evitare la possibilità di accesso alla sostituzione della pena detentiva breve prevista agli artt. 53 e ss l. 689/1981. Non apparrebbe giustificabile, infatti, un trattamento così lieve (quello che si verrebbe a delineare con l'accesso alla sostituzione della pena) considerato il giudizio di gravità che viene operato per selezionare le condotte penalmente rilevanti nella presente proposta. La pena detentiva massima, fissata ad otto anni, risponde alla necessità appena esposta di alleggerire il rigore sanzionatorio, mantenendo comunque una certa afflittività. Si è cercato inoltre di trovare una soluzione intermedia fra la pena detentiva massima della maggior parte dei reati societari (intorno ai cinque anni in media) e quella totalmente anomala prevista per la bancarotta fraudolenta (dieci anni).

Si è ritenuto di eliminare invece l'ipotesi contravvenzionale, predisposta nel 2009 per gli abusi di mercato commessi su strumenti finanziari ammessi alla negoziazione di un sistema multilaterale di negoziazione italiano (MTF)¹⁹⁵. In primo luogo la MAD II ha rinnovato l'ambito di applicazione della disciplina, estendendola non solo agli MTF ma anche ai sistemi organizzati di negoziazione (OTF), nonché a *«tutte le altre condotte o iniziative che possono avere un effetto sui suddetti*

¹⁹⁴ Cit. MIEDICO M., *Gli abusi di mercato*, in *Reati in materia economica*, A. Alessandri (a cura di) Torino, 2017, 255; così anche SEMINARA S., *Crisi finanziaria e disorientamenti etici e giuridici*, in *Dir. pen. Proc.*, 2009, 269.

¹⁹⁵ L'ipotesi è prevista dal comma 3-bis dell'art 184 che recita: *«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, a prescindere dal fatto che abbiano o meno luogo in una sede di negoziazione»*¹⁹⁶. Quindi, al di là di operazioni bilaterali e occasionali, il giudizio del legislatore eurounitario sembra essere quello secondo cui ogni sistema organizzato di negoziazione presenta le stesse esigenze di trasparenza ed informazione, sicché appare corretto un intervento penale non differenziato¹⁹⁷.

Peraltro la previsione di una ipotesi delittuosa affiancata ad una contravvenzionale lasciava molte perplessità¹⁹⁸. Da un lato, infatti, il divario sanzionatorio fra le due ipotesi appariva difficilmente compatibile con il principio di ragionevolezza, in quanto fondato solamente sul diverso sistema di negoziazione dello strumento finanziario oggetto della condotta; dall'altro il legislatore stesso, nel dettare i criteri di redazione legislativa, guarda con forte sfavore la scelta di prevedere per la stessa fattispecie un'ipotesi contravvenzionale ed una più grave delittuosa¹⁹⁹.

Innovativa risulta altresì la dicitura al primo comma *“mediante una o più azioni che per la propria natura decettiva e dissimulativa sono concretamente idonee a minare la trasparenza e la correttezza informativa sul mercato”*. Tale espressione incarna l'intento di recepire il Considerando

¹⁹⁶ Cit. Considerando (8) Regolamento (UE) 596/2014.

¹⁹⁷ Così CONSULICH F., *Manipolazione dei mercati e diritto eurounitario*, in *La nuova disciplina europea sul market abuse*, AA. VV., *Riv. Le Società*, 2016, cit. 68: «Da questo punto di vista, è integralmente da rivedere il nostro sistema repressivo, che punisce le turbative compiute fuori da un mercato regolamentato con una blanda figura contravvenzionale».

¹⁹⁸ Cfr. E. BASILE, *Contravvenzioni e contraddizioni in tema di abusi di mercato: tutela penale dei sistemi multilaterali di negoziazione*, in *Riv. trim. dir. pen. econ.*, 2011, 747 ss.

¹⁹⁹ Si veda Circolare 5 febbraio 1986, n. 1.1.2/17611/4.6 (in *Gazz. Uff.* 18 marzo 1986), *Criteri orientativi per la scelta tra delitti e contravvenzioni e per la formulazione delle fattispecie penali*, Parte I, par. 5: «Una volta determinata la scelta della figura dell'illecito, delittuosa o contravvenzionale, è assolutamente sconsigliabile prevedere una fattispecie-base contravvenzionale e fattispecie aggravante delittuosa, all'inverso, una fattispecie-base delittuosa e fattispecie attenuante di natura contravvenzionale. Tale tecnica, oltre a risultare intrinsecamente incongrua ed a suscitare perplessità interpretative circa la qualificazione stessa del reato-base, dà luogo a risultati pratici quanto meno discutibili allorché si profili un concorso eterogeneo di circostanze, e la conseguente necessità di procedere al giudizio di comparazione (art. 69 c.p.) (...)»

(23)²⁰⁰ ed evitare che si crei una sovrapposizione sanzionatoria. Vengono selezionate le condotte integranti reato in base, da un lato al carattere oggettivo afferente alla modalità con cui la condotta viene posta in essere²⁰¹, dall'altro all'elemento soggettivo, ovvero la volontarietà e rappresentazione del fatto. In quanto delitto, infatti, il reato, nel silenzio del legislatore, deve considerarsi integrabile con dolo generico. Per quanto attiene invece all'elemento oggettivo, il carattere decettivo e quindi fraudolento o falsificatorio delle azioni con cui si pone in essere la condotta permettono all'interprete di compiere una valutazione *ex ante*, proprio in ragione del fatto che il reato rimane strutturato come di pericolo. Vi è dunque un'anticipazione della tutela che rende necessaria una valutazione che prescindendo dagli effetti della condotta, per concentrarsi piuttosto sulle caratteristiche proprie della stessa. Tali caratteristiche consistono appunto nelle peculiari modalità con cui la condotta viene posta in essere. Per atti fraudolenti o falsificatori si intendono tutti quegli atti posti in essere con modalità insidiose e con intento subdolo e dissimulatorio, volto, mi si passi l'espressione gergale, "a nascondere le tracce".

È stata già richiamata (si veda par. 3.2), inoltre, l'opportunità di mantenere un doppio livello sanzionatorio (amministrativo e penale) in

²⁰⁰ Si richiama il Considerando (23) della Direttiva (UE) 2014/57 nella parte in cui recita: «*Nell'applicare la normativa nazionale di recepimento della presente direttiva, gli Stati membri dovrebbero garantire che l'irrogazione di sanzioni penali per i reati ai sensi della presente direttiva e di sanzioni amministrative ai sensi del regolamento (UE) n. 596/2014 non violi il principio del ne bis in idem*».

²⁰¹ Così BASILE E., *Una nuova occasione (mancata) per riformare il comparto penalistico degli abusi di mercato?*, www.penalecontemporaneo.it, 2017, 13 ss.: «*non è difficile scorgere note modali particolarmente riprovevoli nel comportamento di un soggetto attivo il quale non si limiti a utilizzare/comunicare la notizia price sensitive, ma ponga altresì in essere atti fraudolenti o dissimulatori a tal fine (ad esempio effettuando il trading per interposta persona), ovvero realizzi dei falsi (si pensi alla compilazione consapevolmente inesatta della c.d. insider list, così da non includere il nominativo di chi intende avvalersi in modo illecito dell'informazione privilegiata). In questi ultimi casi, le modalità insidiose della condotta giustificano senza dubbio la reazione penalistica, laddove fatti connotati da minor disvalore (oggettivo) d'azione (basti pensare al caso di insider trading realizzato in modo "trasparente") sarebbero da tipizzare come ipotesi punibili soltanto in sede amministrativa, con indifferenza circa il relativo coefficiente psicologico doloso o colposo*».

base ad un criterio di selezione che valuti la gravità dei fatti secondo indici concretamente apprezzabili, ponendosi quindi in linea con il principio di diritto penale come *extrema ratio*.

In aggiunta, viene eliminata dalle condotte previste dal primo comma dell'art. 184 t.u.f. il cd. *tipping*, che come si è visto verrà regolato a parte, ed al suo posto viene inserita la novità apportata dalla Direttiva, ovvero la necessità di considerare abuso di informazioni privilegiate anche la modifica o annullamento di *"un ordine concernente uno strumento finanziario al quale le informazioni si riferiscono quando tale ordine è stato inoltrato prima che la persona interessata entrasse in possesso di dette informazioni privilegiate"*²⁰².

Tale previsione, per quanto non sembra aggiungere nulla di più alla previsione di cui al comma 1 lett. a), essendo riconducibile, in via interpretativa al compimento di *"altre operazioni"*, è stata comunque inserita per al fine di garantire una certa *"linearità di redazione delle norme"*, visto che il nuovo comma 3, inserito per recepire il § 5, art. 3 MAD II, richiama proprio la condotta in parola.²⁰³

È stato eliminato il comma 2 dell'attuale art. 184 t.u.f. che specificava: *«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»*. Tale specificazione è infatti ormai

²⁰² Cit. Art. 3 § 4, Direttiva (UE) 2014/57.

²⁰³ Così MUCCIARELLI F., *L'insider trading nella rinnovata disciplina UE sugli abusi di mercato*, in *La nuova disciplina europea sul market abuse*, AA. VV., *Riv. Le Società*, 2016, 61: *«Che la modifica o l'annullamento di un ordine riguardante uno strumento finanziario, impartito prima della maggior conoscenza derivante dal successivo possesso di un'informazione privilegiata integri una forma di utilizzazione della stessa, pare tanto evidente da far giudicare forse superflua la precisazione, tanto che persino l'intervento di adeguamento potrebbe giudicarsi non necessario. L'unica ragione che lo rende raccomandabile dipende dalla circostanza che il successivo § 5 estende tale previsione anche alle "aste di quote di emissione o di altri prodotti correlati": sicché una comunque non trascurabile esigenza di linearità nella redazione delle norme fa ritenere che l'adeguamento comprenda entrambe le ipotesi contemplate nei §§ 4 e 5 dell'art. 3 Dir. cit.»*.

superflua, data la configurazione del reato come "comune" che quindi ricomprende il cd. *insider criminale* nell'espressione "chiunque" del comma 1.

Superfluo, inoltre, sembrerebbe essere il richiamo al § 8 dell'art.3 MAD II, il quale prevede l'esclusione della punibilità delle condotte legittime previste dall'art. 13 MAR²⁰⁴. Pertanto, al fine di soddisfare le esigenze di sinteticità demandate dal nostro legislatore in relazione alla configurazione delle norme primarie²⁰⁵, non appare opportuno richiamarlo.

Parimenti non appare necessario il richiamo all'art 180 t.u.f.. Questo infatti sarebbe opportuno che venisse modificato in base alle novità apportate dalla MAD II, come analizzato nel paragrafo precedente. Al contempo, per la sua posizione all'interno del testo, quale norma definitoria in riferimento al titolo 1 bis del t.u.f., il 180 t.u.f. si deve riferire al tutte le disposizioni in esso contenute senza necessità di rinvii da parte nelle singole norme.

3.5.3. Il nuovo art. 184-bis t.u.f. e le sue criticità

La proposta di rinnovamento prosegue con l'inserimento nel t.u.f. di una nuova fattispecie rubricata "*comunicazione illecita di informazioni privilegiate*". La fattispecie in parola potrebbe essere cristallizzata come segue:

"1. È punito con la reclusione da 2 a 5 anni chi, nella consapevolezza di

²⁰⁴ Art 3, par. 8 Direttiva (UE) 2014/57: *Ai fini del presente articolo, dalla mera circostanza che una persona possieda o abbia posseduto informazioni privilegiate non dovrà farsi discendere la conseguenza che tale persona abbia usato tali informazioni e abbia in questo modo commesso un abuso di informazioni privilegiate attraverso operazioni di acquisizione o cessione, quando la sua condotta è prevista come legittima dalla legge.*

²⁰⁵ Così la Circolare 2 maggio 2001, n. 1/1.1.26/10888/9.92., *Guida alla redazione dei testi normativi.*

essere in possesso di un'informazione privilegiata, mediante una o più azioni che per la propria natura decettiva e dissimulativa sono concretamente idonee a minare la trasparenza e la correttezza informativa sul mercato, comunica tale informazione privilegiata ad altri, al di fuori del normale esercizio del lavoro, della professione, della funzione o dell'ufficio ovvero al di fuori dei casi in cui la comunicazione può qualificarsi come sondaggio di mercato effettuato ai sensi dell'articolo 11, paragrafi da 1 a 8, del regolamento (UE) n. 596/2014.

2. Il presente articolo non si applica quando la condotta sia espressione dell'esercizio della libertà di stampa e di espressione, o siano condotte qualificate come lecite dalle norme e dai codici che disciplinano la professione di giornalista, a meno che i) le persone interessate o le persone a loro strettamente associate ricavano, direttamente o indirettamente, un vantaggio o un guadagno dalla comunicazione o dalla diffusione delle informazioni in questione; oppure ii) la comunicazione o la diffusione siano effettuate con l'intenzione di fuorviare il mercato per quanto concerne l'offerta, la domanda o il prezzo di strumenti finanziari.

3. Qualora le condotte di cui al comma 1 del presente articolo siano commesse da membri di organi di direzione, amministrazione o controllo dell'emittente, o da partecipanti a quote di capitale del medesimo, o ancora da chi svolge una professione o ricopra una funzione, anche pubblica, o un ufficio, presso l'emittente stesso, la pena è aumentata da un terzo alla metà."

Come già notato, una delle novità più rilevanti apportate dalla Direttiva 2014/57/UE è quella di aver introdotto nel sistema un trattamento sanzionatorio differenziato per le fattispecie di *trading* e *tuyautage* da un lato ed il *tipping* dall'altro.

È l'art. 7 MAD II, rubricato "*Sanzioni penali per le persone fisiche*", a disporre, al 2 §, gli Stati membri adottino le misure necessarie affinché i reati di cui agli articoli 3 e 5 della Direttiva stessa debbano essere puniti

con la pena della reclusione per una durata massima non inferiore ad anni quattro, mentre con riferimento all'art. 4, il 3 § prevede che il reato di comunicazione illecita sia punibile con la pena della reclusione per una durata massima non inferiore ad anni due. La Direttiva, pertanto, ricollega a quest'ultima condotta illecita un giudizio di minore gravità.

Bisogna chiedersi, dunque, in termini concreti che effetti possa avere questa scelta rispetto ad una futura disciplina di recepimento. Il legislatore, è evidente, si troverà a dover punire in modo più rigido colui che, essendo in possesso dell'informazione, non la comunica ad altri ma raccomanda o induce questi a tenere una certa condotta, rispetto a colui che invece comunica direttamente l'informazione privilegiata in questione (nei limiti descritti dalla normativa).

Quali possono essere le basi giustificative di una tale scelta politico-criminale? E come si relaziona con il principio di eguaglianza previsto dall'art. 3 della nostra Carta fondamentale?

Un simile interrogativo emergerebbe peraltro anche in relazione all'*insider secondario*, che viene equiparato a livello sanzionatorio all'*insider primario*. Alla luce di questa parificazione le conseguenze sono paradossali: il legislatore si troverà a dover punire più severamente colui che ha ricevuto l'informazione e l'ha utilizzata (cd. *tippee*) rispetto a colui che ne era in possesso originariamente e l'ha comunicata (cd. *tipper*). Difficile trovare una ragione soddisfacente che possa giustificare un giudizio di differente gravità delle due condotte ed evitare il contrasto con il principio di uguaglianza suddetto.

Il legislatore italiano non può di certo ignorare la necessità di confrontarsi con le rigide direttrici dettate dalla Costituzione, d'altro canto però non si potrebbe neppure pensare di ignorare completamente la disposizione fornita dal corrispondente eurounitario lasciando un unico trattamento sanzionatorio per la totalità delle condotte riconducibili all'*insider trading*. La normativa che ne deriverebbe, infatti, sarebbe parimenti incostituzionale, collidendo questa volta non più con l'art. 3

Cost., quanto piuttosto con gli art. 11 e 117 Cost., poiché la norma nazionale sarebbe in contrasto con una norma europea più favorevole.

Un'ipotesi che si potrebbe azzardare per dare una spiegazione alla scelta compiuta dal legislatore eurounitario è quella secondo cui la minore gravità della condotta di *tipping* risiede nel fatto che qui, ciò che viene punito, non è tanto l'utilizzo dell'asimmetria informativa per ottenerne un vantaggio, quanto piuttosto la *selective disclosure*, ovvero la creazione di un'asimmetria informativa indebita.

Il *tippee* infatti compie operazioni sul mercato che non avrebbe posto in essere senza l'informazione privilegiata, in un certo senso andando quindi contro il regolare andamento del mercato. Allo stesso modo (forzando un po' il ragionamento) si potrebbe ritenere che la stessa dinamica si ripete anche in caso di *tuyautage*, anche se qui la sequenza causale fra informazione privilegiata e compimento dell'operazione è solo indiretta. Sebbene l'*insider* direttamente compie solo l'azione di raccomandare o indurre altri a tenere una certa condotta il risultato è lo stesso: vengono compiute operazioni che non sarebbero state poste in essere altrimenti. A riprova di questo ragionamento si potrebbe anche considerare il fatto che il *tipper* viene sanzionato a prescindere dall'utilizzo che poi il *tippee* ne abbia fatto dell'informazione, proprio perché ciò che si vuole punire è la condotta a monte, la cd. *selective disclosure*.

Non può nascondersi, in ogni caso, la forzatura che compie un ragionamento siffatto, che tende a crollare di fronte al caso particolare di cd. *trading indiretto*, ovvero la condotta con cui un soggetto comunica un'informazione privilegiata ad un terzo al fine di ottenere dei vantaggi dalle operazioni che questo terzo pone in essere sulla base dell'informazione privilegiata; in altre parole l'utilizzo di un cd. "presta nome" che compia le operazioni per conto dell'*insider*. Quale differenza sostanziale potrebbe mai esservi da giustificare un trattamento sanzionatorio differenziato fra quest'ultimo e la condotta di *tipping* invece?

La linea di confine fra le due fattispecie potrebbe essere rintracciata

nella differenza di scopo. Il *tipping* puro potrebbe dirsi che ha come fine ultimo semplicemente quello di comunicare l'informazione privilegiata ed è proprio in ciò che risiede la rimproverabilità della condotta stessa, il solo fatto di non aver mantenuto la riservatezza richiesta dalla legge per quel tipo di informazione. Nel *trading* indiretto, al contrario, scopo ultimo della condotta è proprio quello di compiere un'operazione sul mercato per trarne dei vantaggi e la comunicazione dell'informazione è solo un mezzo per non dover portare a termine il piano criminoso direttamente, giovando dell'aiuto di un complice nel reato.

Il punto problematico è dunque la sottile linea di confine che distingue le due fattispecie, incapace di giustificare un divario sanzionatorio così importante alla luce del principio di uguaglianza.

Tali questioni non potranno essere ignorate dal legislatore, quando finalmente si troverà a lavorare sull'implementazione della MAD II, il quale dovrà come sempre fare i conti con le rigide direttrici imposte dalla Carta Costituzionale.

Nonostante le criticità, autorevole dottrina²⁰⁶ ha sottolineato l'opportunità di riprodurre il minor rigore sanzionatorio relativo alla fattispecie in parola nel nostro sistema interno, al fine di dare corretto adempimento alla Direttiva (UE) 57/2014.

La struttura della fattispecie è sostanzialmente identica a quella

²⁰⁶ Così MUCCIARELLI F., *L'insider trading nella rinnovata disciplina UE sugli abusi di mercato*, in *La nuova disciplina europea sul market abuse*, AA. VV., *Riv. Le Società*, 2016, 63: «Alla già notata autonomizzazione della figura della comunicazione illecita di informazioni privilegiate corrisponde da parte del legislatore eurounitario il suggerimento - come osservato in principio - di un trattamento sanzionatorio meno grave rispetto alle fattispecie di *insider trading* e di *tuyautage*: se è indiscutibile che le indicazioni della Direttiva circa la misura della pena detentiva vincolano gli Stati membri a prevedere sanzioni non inferiori alle entità indicate per i massimi edittali, sicché sono comunque possibili trattamenti più severi, sembrerebbe plausibile che il complessivo intervento di adeguamento tenesse conto almeno della segnalata esigenza di differenziare le pene previste per le diverse fattispecie (tanto più che i massimi edittali attualmente previsti dall'art. 184 TUF sono tre volte maggiori di quello indicato dall'art. 7 Dir. 57/2014 per le figure abuso e raccomandazione/induzione all'abuso di informazioni privilegiate e di sei volte rispetto a quello di comunicazione illecita)».

descritta dall'abuso di informazioni privilegiate²⁰⁷. Ne viene pertanto riprodotta la struttura, specialmente con riferimento ai soggetti attivi²⁰⁸. Conseguentemente anche la comunicazione illecita di informazioni privilegiate dovrà essere strutturata come reato comune, potendo quindi essere commessa da "chiunque" integri la condotta alle condizioni prescritte: «*al di fuori del normale esercizio del lavoro, della professione, della funzione o dell'ufficio ovvero al di fuori dei casi in cui la comunicazione può qualificarsi come sondaggio di mercato effettuato ai sensi dell'articolo 11, paragrafi da 1 a 8, del regolamento (UE) n. 596/2014*».

Sicuramente degna di nota è l'esclusione dei casi integranti sondaggi di mercato ai sensi del MAR²⁰⁹, novità che certamente dovrà essere inserita nel nuovo articolo²¹⁰ per garantire, anche qui, una certa *linearità di redazione*.

Per quanto concerne il trattamento sanzionatorio l'art. 7, § 3, definisce il limite minimo prevedibile per il massimo edittale che gli Stati devono prevedere. Come già accennato questo è dimezzato rispetto al limite previsto per l'abuso di informazioni privilegiate. Pertanto, nonostante la sostanziale similarità strutturale fra le due, appare doveroso

²⁰⁷ Cfr. MUCCIARELLI F., *La nuova disciplina eurounitaria sul market abuse: tra obblighi di criminalizzazione e ne bis in idem*, in *Dir. Pen. Cont. – Riv. trim.*, 4, 2015, 315.

²⁰⁸ È lo stesso art. 4, § 3, della Direttiva 57/2014 a richiamare l'art. 3, § 3 della direttiva medesima: «*Il presente articolo si applica a chiunque possieda informazioni privilegiate in ragione delle situazioni o delle circostanze di cui all'articolo 3, paragrafo 3*».

²⁰⁹ Tale nozione trova compiuta definizione nell'art. 11 Reg. 596/2014, richiamato dall'art. 4, § 2, Dir. 57/2014.

²¹⁰ MUCCIARELLI F., *L'insider trading nella rinnovata disciplina UE sugli abusi di mercato*, in *La nuova disciplina europea sul market abuse*, AA. VV., *Riv. Le Società*, 2016, cit. 63: «*Alla tradizionale sequela delle situazioni nelle quali la comunicazione dell'informazione non rilevante ai fini del divieto (normale esercizio di un lavoro, della professione, della funzione o dell'ufficio) (19), la norma eurounitaria aggiunge ora le comunicazioni qualificabili come "sondaggio di mercato" . Detto che tale nozione trova compiuta definizione nell'art. 11 Reg. 596/2014 (che il citato art. 4, § 2, Dir. 57/2014 puntualmente richiama), non v'è dubbio che, per le stesse ragioni evidenziate nel precedente paragrafo 1.4. - alle quali si rinvia - si rende sommamente opportuno un intervento di adeguamento*».

recepire questa differenza, rappresentante il diverso giudizio di gravità del legislatore eurounitario nei confronti di queste due differenti condotte.

Per quanto concerne invece la pena pecuniaria si rimanda in *toto* alle considerazioni svolte per l'abuso di informazioni privilegiate.

Si è scientemente deciso di non riprodurre il disposto del problematico art. 4, § 4 MAD, che qualifica come *tipping*: «raccomandare o indurre altri ad abusare di informazione privilegiate (...) quando la persona che raccomanda o induce altri al compimento dell'abuso è a conoscenza del fatto che la raccomandazione o l'induzione si basano su informazioni privilegiate». Le ragioni alla base di una tale decisione poggiano sul fatto che le conseguenze dell'implementazione del paragrafo in questione sarebbero paradossali²¹¹.

Secondo un'interpretazione letterale si dovrebbe ritenere che, quando l'iniziato sia consapevole della riservatezza dell'informazione su cui si basa la raccomandazione, sia integrato non solo il reato di abuso di informazione privilegiata, ma in concorso formale anche quello di comunicazione illecita. Ciò, tuttavia, porterebbe a dover ritenere integrata la condotta di *tuyautage* solamente nel caso in cui chi raccomanda o induce non abbia la consapevolezza suddetta.

Un tale risultato sarebbe totalmente inconciliabile con l'elemento soggettivo, quale il dolo, richiesto dalla fattispecie per selezionare le condotte penalmente rilevanti ai sensi della Direttiva; si finirebbe infatti «con il dover ammettere che le condotte di abuso di informazioni privilegiate sono punibili senza il requisito della colpevolezza, posto che il momento rappresentativo del dolo non può non illuminare anche l'estremo costitutivo della informazione privilegiata, che perciò deve essere conosciuta nella sua dimensione tipica dall'agente»²¹².

Innovativo è infine il contenuto del secondo comma dell'articolo in

²¹¹ Vedi sul punto MUCCIARELLI F., *ult. op. cit.*, 63, *Il tipping "inconsapevole"*.

²¹² Cit. MUCCIARELLI F., *ult. op. cit.* 63.

commento, il quale richiama il paragrafo 5 art. 4 MAD II: «*Il presente articolo deve essere applicato compatibilmente con l'esigenza di tutelare la libertà di stampa e la libertà di espressione*». La Direttiva impone in un obbligo giuridico ben preciso, al fine di rendere compatibile la disciplina in questione con l'art. 21 MAR ("comunicazione o diffusione di informazioni ai media"), seppur non richiamato espressamente. Pertanto, come affermato da autorevole dottrina «*anche su questo punto, il legislatore nazionale sembra doverosamente chiamato a un intervento di adeguamento*»²¹³. Al fine di recepire il disposto previsto dal suddetto paragrafo, sono state introdotte dal secondo comma varie ipotesi negative del tipo, da intendersi come vere e proprie cause di giustificazione, in quanto consistenti nell'esercizio di un diritto ex art. 51 comma 1 c.p. (quello di esercitare la libertà di stampa e di espressione). In tali casi, pertanto, viene completamente meno l'antigiuridicità del fatto, il quale deve considerarsi lecito.

Al terzo comma è infine prevista la medesima aggravante già analizzata in relazione all'abuso di informazioni privilegiate. Le ragioni politico criminali per le quali si ritiene aggravato il reato quando venga compiuto da particolari categorie di soggetti sono le medesime già analizzate nel paragrafo precedente, al quale si rimanda *in toto*. Se, infatti, si ritiene che le condotte di *trading* ed il *tuyautage* debbano essere considerate maggiormente riprovevoli se compiute da detti soggetti, in ragione dei loro obblighi di diligenza professionale che impongono di tutelare le informazioni privilegiate delle quali sono in possesso, analogo ragionamento vale nel caso di *tipping*, ove si viola il medesimo obbligo di tutela a fronte dei medesimi obblighi di diligenza professionale.

3.5.4. Modifiche all'art. 185 t.u.f.

Anche l'art. 185 t.u.f. necessita di una generale rivisitazione, al fine

²¹³ Cit. MUCCIARELLI F., *ult. op. cit.*, 64.

di adeguarlo alle nuove direttrici europee²¹⁴. Come già analizzato (vedi par. 2.5.3), l'art 5 della MAD II si presenta come particolarmente specifico, pertanto paradossalmente più rispettoso dei principi di tassatività e determinatezza rispetto alla norma attualmente in vigore nell'ordinamento italiano.

Per le ragioni sopra descritte, si propone una riscrittura dell'art. 185 t.u.f. nei seguenti termini:

"1. È punito con la reclusione da 3 a 8 anni chiunque, mediante una o più azioni che per la propria natura decettiva e dissimulativa sono concretamente idonee a minare la trasparenza e la correttezza informativa sul mercato, conclude un'operazione, immette ordini di compravendita, divulga notizie false anche attraverso i media incluso internet, compie qualsiasi altra condotta che fornisca segnali falsi relativi all'offerta, alla domanda o al prezzo di uno strumento finanziario o di un contratto a pronti su merci collegato, o ancora manipola il calcolo di un indice di riferimento;

2. La pena è aumentata da un terzo alla metà qualora le condotte di cui al comma 1 del presente articolo siano particolarmente gravi per la loro concreta idoneità ad avere un impatto considerevole sull'integrità del mercato od a conseguire un profitto potenziale od una perdita evitata elevati, od ancora ad alterare in modo consistente il valore dello strumento finanziario o del contratto a pronti su merci interessato;

3. La pena è aumentata da un terzo alla metà anche quando le condotte di cui al comma 1 del presente articolo siano poste in essere utilizzando in origine un ammontare di fondi elevato oppure siano poste in essere da soggetti impiegati o che lavorano all'interno del settore finanziario ovvero presso un'autorità di vigilanza o di regolamentazione;

²¹⁴ Così MUCCIARELLI F., *La nuova disciplina eurounitaria sul market abuse: tra obblighi di criminalizzazione e ne bis in idem*, in *Dir. Pen. Cont. – Riv. trim.*, 4, 2015, 317.

4. Se concorrono due o più delle circostanze previste dai commi 2 e 3, ovvero se una di tali circostanze concorre con altra fra quelle indicate nell'articolo 61 c.p., si applica soltanto la pena stabilita per la circostanza più grave, con facoltà per il giudice di aumentarla fino ad un terzo.”

Sembra opportuno aprire l'analisi della disposizione ivi proposta partendo dalla formulazione della fattispecie di manipolazione del mercato suggerita dal legislatore eurounitario. L'art. 5 MAD II²¹⁵ si presenta sostanzialmente diviso in due gruppi di condotte, quelle decettive, che forniscono un messaggio falso alle controparti, e quelle che indirettamente orientano il prezzo. A ben vedere, entrambe hanno come effetto ultimo quello di minare la trasparenza informativa alterando gli equilibri di

²¹⁵ Articolo del quale si riporta il testo per facilitare la comparazione:

«Gli Stati membri adottano le misure necessarie affinché la manipolazione del mercato di cui al paragrafo 2 costituisca reato, almeno nei casi gravi e se commessa con dolo.

2. Ai fini della presente direttiva, costituiscono manipolazione del mercato le seguenti condotte:

- a) conclusione di un'operazione, immissione di un ordine di compravendita o qualsiasi altra condotta che;
 - i) fornisce segnali falsi o fuorvianti relativi all'offerta, alla domanda o al prezzo di uno strumento finanziario o di un contratto a pronti su merci collegato; o
 - ii) fissa il prezzo di uno o più strumenti finanziari, o di un contratto a pronti su merci collegato, a un livello anomalo o artificiale;salvo che le ragioni per le quali la persona ha posto in essere l'operazione o inoltrato un ordine di compravendita siano legittime e che tali operazioni o ordini di compravendita siano conformi alle prassi di mercato ammesse nella sede di negoziazione interessata;
- b) conclusione di un'operazione, immissione di un ordine di compravendita o il compimento di qualsiasi altra attività o condotta che, attraverso l'uso di artifici o di ogni altro tipo di inganno o espediente, incide sul prezzo di uno o più strumenti finanziari o di un contratto a pronti su merci collegato;
- c) divulgazione di informazioni, attraverso i media, incluso Internet, o con qualsiasi altro mezzo, che forniscono segnali falsi o fuorvianti riguardo all'offerta, alla domanda o al prezzo di uno strumento finanziario o di un contratto a pronti su merci collegato, o che assicurano il prezzo di uno o più strumenti finanziari o di un contratto a pronti su merci collegato a un livello anomalo o artificiale, quando ne consegue vantaggio o profitto per colui che ha divulgato le informazioni ovvero per altri; o
- d) trasmissione di informazioni false o fuorvianti, o comunicazione di dati falsi o fuorvianti ovvero ogni altra condotta che manipola il calcolo di un indice di riferimento (benchmark).

mercato²¹⁶.

La fattispecie di turbativa del mercato, contenuta al § 2 dell'art. 5, è ben riassunta nella descrizione della lettera a), che qualifica come manipolazione un'operazione, ordine di compravendita o qualsiasi altra condotta, se i) fornisce "segnali falsi o fuorvianti" (ovvero informazioni decettive); oppure ii) "fissa il prezzo di uno o più strumenti finanziari (...) ad un livello anomalo o artificiale". Sembra, quindi, che la norma sostituisca alla classica distinzione tra manipolazione informativa e operativa tipica del nostro ordinamento, «quella tra condotte decettive, attuate tramite operazioni negoziali o tramite comportamenti dichiarativi che ingannano le controparti, e condotte di orientamento del prezzo in via diretta»²¹⁷.

La descrizione di cui alla lettera a) del § 2 citato, sembrerebbe essere onnicomprensiva delle condotte descritte nelle lettere successive. Il comportamento descritto alla lett. b) potrebbe essere infatti ricondotto alla seconda ipotesi della lett. a), costituendone una sua specificazione, mentre le condotte previste dalle lettere c) e d)²¹⁸ appaiono semplicemente delle declinazioni della tipologia di manipolazione mediante condotte artificiose di cui al punto i).

Si noti peraltro che anche le condotte orientative del prezzo in via

²¹⁶ Cit. CONSULICH F., *Manipolazione dei mercati e diritto eurounitario*, in *La nuova disciplina europea sul market abuse*, AA. VV., *Riv. Le Società*, 2016, cit. 72: «Deriva da quanto ora detto che il mantenimento di una distinzione tipologica tra manipolazione informativa e operativa è più segno di una deferenza alla tradizione che strumento dotato di reale portata euristica: ciò che importa è la componente disinformativa della condotta manipolativa, patologica in quanto diffusiva di segnali decettivi e fuorvianti per il pubblico degli investitori».

²¹⁷ Cit. CONSULICH F., *ult. op. cit.*, 69.

²¹⁸ L'art. 5, § 2, lett. c) della Direttiva recita: «divulgazione di informazioni, attraverso i media, incluso Internet, o con qualsiasi altro mezzo, che forniscono segnali falsi o fuorvianti riguardo all'offerta, alla domanda o al prezzo di uno strumento finanziario o di un contratto a pronti su merci collegato, o che assicurano il prezzo di uno o più strumenti finanziari o di un contratto a pronti su merci collegato a un livello anomalo o artificiale, quando ne consegue vantaggio o profitto per colui che ha divulgato le informazioni ovvero per altri». L'art. 5, § 2, lett. d) invece così recita: «trasmissione di informazioni false o fuorvianti, o comunicazione di dati falsi o fuorvianti ovvero ogni altra condotta che manipola il calcolo di un indice di riferimento (benchmark)».

diretta, ovvero quelle condotte che lo fissano ad un livello anormale, hanno come caratteristica base quella di essere azioni fraudolente che falsano la trasparenza informativa alterando il normale andamento dei prezzi.

A ben vedere, dunque, la condotta di manipolazione nel mercato, nonostante possa presentarsi con plurime sfaccettature differenti, può essere riassunta in un unico schema. Si parla infatti di manipolazione del mercato quando un soggetto con una o più azioni immette nel mercato un'informazione falsa e ciò può avvenire in differenti modi: tramite il compimento di operazioni che mandano un messaggio distorto agli investitori, tramite la diretta comunicazione di informazioni non veritiere o ancora tramite condotte che fissino i prezzi ad un livello anormale.

Pertanto, «*ciò che importa è la componente disinformativa della condotta manipolativa, patologica in quanto diffusiva di segnali decettivi e fuorvianti per il pubblico degli investitori*»²¹⁹.

Sebbene quindi il nocciolo duro della fattispecie sia unitario e consista nel concetto di condotta decettiva che fornisce *una rappresentazione fraudolenta dello stato degli scambi*, nel testo proposto si è deciso comunque di lasciare il riferimento ai gruppi di condotte di tal tipo, lasciando come ipotesi di chiusura l'espressione "*qualunque altra condotta*".

Con ciò non si intende comunque riproporre la classica divisione fra manipolazione informativa ed operativa. Il riferimento alle condotte di divulgazione di notizie false infatti trova la sua ragion d'essere nell'esigenza di specificarne le modalità operative con l'espressione "*anche attraverso i media incluso internet*".

Lo scopo della norma, dunque, è quello di tutelare la trasparenza informativa andando a sanzionare chiunque con qualunque condotta invii segnali falsi al pubblico.

²¹⁹ Cit. CONSULICH F., *ult. op. cit.*, 72

Per quanto attiene al trattamento sanzionatorio si rinvia al ragionamento compiuto in relazione all'abuso di informazioni privilegiate, sia in relazione alla modifica della cornice edittale della reclusione, sia in relazione all'eliminazione della pena pecuniaria.

Anche in questo caso, come per l'*insider trading*, è stata eliminata di conseguenza la possibilità per il giudice di *"aumentare la multa fino al triplo o fino al maggiore importo di dieci volte il prodotto o il profitto conseguito dal reato quando, per la rilevante offensività del 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"*²²⁰. Si risolvono così tutte le criticità legate a questo problematico comma, quali l'ampia discrezionalità del giudice, la scarsa certezza del diritto e l'elevato rigore sanzionatorio della fattispecie.

Anche qui, inoltre, viene eliminata l'ipotesi contravvenzionale prevista dal comma 2-*bis* dell'art 185²²¹, al fine recepire il rinnovato ambito di applicazione previsto dall'art. 1 della Direttiva, che equipara il trattamento delle negoziazioni che avvengono nei vari mercati, regolamentati e non (equiparazione peraltro valente anche per le operazioni fuori mercato).

Analogo discorso, infine, deve essere fatto in merito alla selezione delle fattispecie penalmente rilevanti. Come per l'abuso di informazioni privilegiate, anche in questo caso i criteri sono essenzialmente due, il dolo, nella sua accezione di dolo generico e la connotazione di particolare fraudolenza della condotta, indicata anche qui dall'espressione *"mediante una o più azioni che per la propria natura decettiva e dissimulativa sono concretamente idonee a minare la trasparenza e la correttezza informativa"*

²²⁰ Cit. Comma 2, art. 185 t.u.f..

²²¹ Il comma 2-*bis* dell'art. 185 recita: *"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"*.

sul mercato".

Quest'ultimo criterio seleziona le condotte *ex ante*, in base alla natura delle stesse, che appunto debbono essere particolarmente riprovevoli a causa dell'intento truffaldino che le connota e delle loro attitudini ingannatorie²²². La condotta di manipolazione del mercato rimane strutturata come reato di pericolo e proprio in luce di ciò il criterio selettivo in parola è particolarmente utile al fine di selezionare le condotte rilevanti, non potendo essere utilizzati indici che valutino gli effetti degli atti criminosi, selezionando le fattispecie rilevanti a seconda della maggiore o minore gravità degli effetti stessi.

È stata in parte ripresa la dicitura dell'art. 5 MAD II, eliminando dal testo però il termine "*fuorvianti*", riferito alla decettività del messaggio che la condotta manda al mercato. Tale aggettivo indica una minore ingannatorietà del fatto e pertanto risulta più idoneo a selezionare le condotte rilevanti in sede amministrativa.

Si segnala infine che a livello interpretativo, nel delineare la condotta di manipolazione del mercato, occorre in aiuto il MAR. Quest'ultimo infatti, per quanto non distingua fra fattispecie amministrative e penali, individua il «*genus di comportamenti da ricondurre al concetto di manipolazione, da cui la Direttiva trae poi la species di quelli penalmente proscritti*»²²³. Il riferimento va all'art. 12 MAR, il quale fornisce un elenco non esaustivo (per espresso disposto dell'allegato stesso) di condotte rientranti nella fattispecie di manipolazione del mercato, integrato poi dall'allegato I, grazie al rinvio operato dal § 3 del medesimo articolo.

La giurisprudenza, pertanto, potrà utilizzare anche questo strumento come ausilio interpretativo, dovendo tuttavia evitare che ciò sfoci

²²² Sottolineano come l'inganno consista nel far sorgere negli altri operatori un'errata rappresentazione della condotta del manipolatore FOSTER D.-VISWANATHAN S., *Strategic Trading when Agents Forecast the Forecast of Others*, in 51 J. Fin., 1996, 1437 ss.

²²³ Cit. CONSULICH F., *ult. op. cit.*, 72.

nell'utilizzo dell'allegato suddetto come elemento integrativo della norma, come spesso accade nel nostro ordinamento.

Come suggerito dal Considerando (12) MAD II²²⁴ il comma 2 prevede una sanzione più elevata in particolari ipotesi aggravate. Tali ipotesi aggravate creano non poche problematiche in quanto legano la gravità del fatto ad indici valutabili tendenzialmente ex post. La fattispecie di manipolazione del mercato, invece, come strutturata oggi in Italia e come ivi presentata, si configura come reato di pericolo. Per tali ragioni la proposta in analisi individua le condotte rilevanti in base al fatto che queste siano "*concretamente idonee*" a produrre il proprio effetto ingannatorio nel mercato. Allo stesso modo, vengono selezionate le condotte aggravate secondo una stima ex ante, ove possibile.

Si parla infatti di condotte "*concretamente idonee*" per le loro caratteristiche ad avere un impatto elevato sull'integrità del mercato, prescindendo poi dal reale effetto valutabile ex post.

Parimenti si caratterizzano come gravi quelle condotte che sono "*concretamente idonee*" a conseguire un profitto potenziale o una perdita evitata di livello elevato o ad alterare il valore di uno strumento finanziario o di un contratto a pronti su merci in maniera rilevante. Facilmente valutabile ex ante è inoltre "*l'ammontare dei fondi utilizzati in origine*", che in caso si presenti come elevato, giustificherà anch'esso un aggravamento della sanzione.

Non sono invece stati inseriti taluni indici suggeriti dal Considerando stesso, quali il "*danno cagionato al mercato*" e il "*profitto effettivo*", che per la loro natura non potrebbero che essere valutati ex post sulla base

²²⁴ Considerando (12) Direttiva (UE) 2014/57: «*Ai fini della presente direttiva, la manipolazione del mercato dovrebbe essere considerata grave in casi come quelli in cui è di livello elevato l'impatto sull'integrità del mercato, il profitto effettivo o potenziale ritratto ovvero la perdita evitata, la misura del danno cagionato al mercato, dell'alterazione del valore dello strumento finanziario o del contratto a pronti su merci ovvero l'ammontare dei fondi utilizzati in origine oppure quando la manipolazione è commessa da soggetti impiegati o che lavorano all'interno del settore finanziario ovvero presso un'autorità di vigilanza o di regolamentazione*».

degli effetti concretamente prodotti dalla condotta.

Anche qui infine, come nel 184 t.u.f., è stata inserita un'aggravante ad effetto speciale legata alla particolare posizione ricoperta dal soggetto che pone in essere la condotta abusiva. Qualora infatti a compiere una condotta manipolativa del mercato sia un soggetto che lavora all'interno del settore finanziario o presso un'autorità di vigilanza o di regolamentazione, lo stesso legislatore eurounitario prevede che tale condotta debba essere considerata grave.

Il giudizio di gravità che seleziona le ipotesi di reato come già visto si basa sull'elemento soggettivo, quale il dolo, e sulle caratteristiche modali della condotta. Cionondimeno, il fatto che il protagonista dell'azione sia un soggetto che ricopre una posizione particolare, in quanto non solo legato ad obblighi di generica diligenza, ma specialmente ai più gravosi limiti dettati dalla diligenza professionale, rende il fatto ancor più riprovevole, giustificandone un'ipotesi di aggravante.

Da ultimo deve spendersi qualche parola in merito alla previsione del quarto comma dell'articolo in commento. Con tale comma si intende disciplinare il rapporto fra le varie aggravanti - che ricordiamo essere tutte ad effetto speciale - nei casi in cui queste si presentino contestualmente. Si vuole evitare, infatti, che i massimi edittali arrivino a livelli esorbitanti, ponendo dei limiti ben precisi alla disposizione dell'art. 63 c.p. ove recita *«Se concorrono più circostanze aggravanti tra quelle indicate nel secondo capoverso di questo articolo, si applica soltanto la pena stabilita per la circostanza più grave; ma il giudice può aumentarla»*²²⁵.

²²⁵ Sottolineatura aggiunta

Conclusioni

Sulla base di quanto visto fin ora è evidente la necessità di una profonda rivisitazione dell'impianto normativo così come strutturato attualmente nel nostro ordinamento.

La recente disciplina europea ha portato nuovi spunti che dovrebbero dare adito a ripensamenti in merito ai vari profili problematici della normativa vigente, primo fra tutti il problema del *ne bis in idem*, oggetto di fiumi di critiche dottrinali. Quest'ultimo, infatti, rappresenta uno dei punti di maggiore criticità in considerazione del fatto che il nostro ordinamento, ammettendo la cumulabilità di sanzioni amministrative e penali in tema di *market abuse*, si pone in una posizione di palese violazione del suddetto principio, che ha comportato per l'Italia l'ammonimento da parte della Corte di Strasburgo.

Al di là di tale macro incompatibilità, sono stati analizzati i molteplici punti di frizione dell'attuale normativa italiana, sicuramente *sui generis* rispetto alle corrispondenti europee a causa dello sproporzionato rigore sanzionatorio con cui sono trattate le condotte.

Pertanto, evidente la necessità di una revisione generale, l'intento del presente lavoro è stato quello di tentare di proporre delle soluzioni a livello normativo che tenessero conto delle varie criticità, non solo relative alla vecchia normativa, ma anche e soprattutto relative all'implementazione di quella nuova.

Il legislatore eurounitario ha scelto di disciplinare la materia per mezzo di un regolamento, volto a definire gli aspetti amministrativi del tema, ed una direttiva, specificamente dedicata agli aspetti penali. La volontà di quest'ultimo è stata quindi quella di puntare ad una più ampia armonizzazione della disciplina, senza trascurare tuttavia i vincoli imposti

dai trattati in capo al legislatore eurounitario nell'ambito del settore penale. Non a caso la presente trattazione si apre proprio con l'analisi di tali vincoli, che condizionano in modo profondo l'impianto della nuova disciplina penale in tema di *market abuse*.

Comprese le necessità di adottare una direttiva come strumento legislativo volto a disciplinare la materia penale, non si è potuta trascurare l'analisi di tutte le difficoltà di implementazione che questa comporta. A causa della sua necessaria adattabilità ad ordinamenti giuridici variegati, la Direttiva (UE) 2014/57 ha lasciato aperti molti interrogativi, talvolta evitando di toccare punti critici, talvolta invece fornendo delle soluzioni poco esaustive, come il caso altamente discusso del *ne bis in idem*. Qui, per l'appunto, il legislatore, affermando con decisione l'illegittimità del cd. doppio binario sanzionatorio, ha suggerito una soluzione piuttosto vaga e poco praticabile in un sistema come quello italiano.

Si noti, infatti, che gli obblighi minimi di criminalizzazione imposti dalla Direttiva si fondano sul parametro della "*gravità*" dei fatti, talmente vago da poter essere concretizzato nelle forme più varie nei diversi ordinamenti nazionali. Peraltro, non accorrono neppure in aiuto gli indici di gravità suggeriti dal legislatore europeo, finalizzati a delimitare l'area penalmente rilevante all'interno del generale insieme degli illeciti amministrativi di abuso di mercato, a causa della loro estrema indeterminatezza. Come già notato, il legislatore italiano potrebbe rendere effettivamente distintivi i suddetti criteri valutativi, fissando una soglia precisa e determinata oltre la quale i fatti si debbano considerare gravi, con tutte le problematiche che deriverebbero dalla fissazione di tali soglie. In assenza di un intervento siffatto si lascerebbe però ai giudici totale discrezionalità nella valutazione di questi valori, per giunta congetturali, il che porterebbe inevitabilmente a lasciare in capo a questi ultimi il compito di selezionare i fatti penalmente rilevanti, diventando legislatori "di fatto".

Detti indici, inoltre, attengono sostanzialmente agli effetti che le condotte producono. Ci si è chiesti, pertanto, come possano essere

utilizzati dei parametri legati agli effetti concreti della fattispecie rispetto a reati di pericolo.

Se si dovessero selezionare le fattispecie rilevanti ai fini penali in base a questi indicatori si otterrebbe, infatti, il paradossale risultato di sanzionare solamente quelle condotte che abbiano avuto concretamente effetti lesivi. Gli unici che in realtà scongiurano una tale imbarazzante situazione sono i parametri congetturali del "profitto potenziale" e della "perdita evitata", che, essendo di per sé astratti, si slegano da una verifica empirica delle conseguenze della condotta.

Alla luce dell'impossibilità di determinare delle soglie nette, vista la dinamicità della materia che renderebbe totalmente insensata e slegata dalla gravità concreta della condotta la risposta punitiva, si è cercato di fornire in questa sede una soluzione alternativa, che mantenga la duplicità dei sistemi amministrativo e penale, cercando di concretizzare in maniera diversa il criterio della "gravità".

Alla luce di ciò, il tentativo è stato quello di trovare un parametro che permetta di rendere oggettivo il giudizio di gravità della condotta, fungente da linea di confine tra le fattispecie penali e quelle amministrative, evitando non solo la doppia risposta sanzionatoria, ma anche il doppio giudizio (ovvero che si aprano due procedimenti, uno penale ed un amministrativo, per lo stesso fatto). La proposta a cui ci si è ispirati²²⁶ ha suggerito di imitare lo schema adottato in tema di riciclaggio (con il recepimento della Direttiva 2015/849/UE) ove si è deciso di valutare una condotta come grave in relazione ai parametri della "frode" e "falsificazione"²²⁷.

Ciò, riportato nel nostro discorso, ha significato identificare come reati quelle condotte che oltre a rispettare lo schema astratto dell'illecito,

²²⁶ Si veda BASILE E., *Una nuova occasione (mancata) per riformare il comparto penalistico degli abusi di mercato?*, www.penalecontemporaneo.it, 2017, 13 ss..

²²⁷ L'art. 15, co. 2, lett. h, n. 1, l. n. 170/2016, stabilisce di «limitare la previsione di fattispecie incriminatrici alle sole condotte (...) perpetrate attraverso frode o falsificazione».

siano perpetrate con atti fraudolenti, volti ad esempio a nascondere "le tracce".

La linea di demarcazione oggettiva è quindi la fraudolenza delle condotte, concretamente apprezzabile dal giudice. Tale soluzione consente una distinzione operabile *ex ante*, prescindente dagli effetti della condotta stessa, i quali non possono fungere dal elemento distintivo non essendo l'evento un elemento del reato (parliamo infatti di fattispecie di pericolo concreto).

Pertanto, modulare la sanzione secondo un criterio oggettivamente apprezzabile *ex ante*, che punisca solamente le condotte caratterizzate da una particolare fraudolenza, è sembrata una soluzione soddisfacente, più rispettosa dei principi di proporzionalità e di sanzione penale come *extrema ratio* e facilmente applicabile a livello giudiziario, guadagnando anche in termini certezza del diritto.

In particolare, ciò è stato concretizzato nei testi legislativi ivi proposti nella descrizione modale delle condotte attraverso la dicitura: "*mediante una o più azioni che per la propria natura decettiva e dissimulativa sono concretamente idonee a minare la trasparenza e la correttezza informativa sul mercato*". Tale espressione seleziona le condotte in base alle modalità con cui le stesse sono state poste in essere, modalità che per le proprie caratteristiche rendono il fatto particolarmente riprovevole.

Il carattere decettivo e quindi fraudolento o falsificatorio delle azioni con cui si concretizza la fattispecie permettono all'interprete di compiere una valutazione *ex ante*, proprio in ragione del fatto che il reato rimane strutturato come di pericolo, caratteristica facilmente identificabile grazie all'espressione "*concretamente idonee*".

Vi è dunque un'anticipazione della tutela che rende necessaria una valutazione che prescinda dagli effetti della condotta, per concentrarsi piuttosto sulle caratteristiche proprie della stessa. Tali caratteristiche consistono appunto nelle peculiari modalità con cui la condotta viene posta

in essere. Per atti fraudolenti o falsificatori, si noti, si intendono tutti quegli atti posti in essere con modalità insidiose e con intento subdolo e dissimulatorio.

Il nodo problematico ora affrontato è solamente uno fra i molteplici bisognosi di essere affrontati e sciolti al fine di adempiere agli obblighi comunitari. La proposta riformatrice presentata nelle pagine precedenti cerca di affrontare in modo completo i più rilevanti profili di criticità della normativa, nell'umile intento di suggerire una disciplina di recepimento chiara e di facile interpretazione.

Tornando al quadro generale, invero, per quanto la necessità di un intervento del legislatore nazionale fosse palese, come ormai è "buona" prassi, questi è rimasto sordo all'esigenza di innovazione rendendosi inadempiente ancora una volta. La speranza, dunque, è che il presente lavoro possa rappresentare un piccolo apporto verso la definizione della riforma, con l'auspicio di fornire utili indicazioni per risolvere i vari interrogativi.

Nell'impossibilità di presentare in questa sede una rivisitazione dei testi legislativi completa di tutte le varie innovazioni, il lavoro è stato incentrato sulla riscrittura delle disposizioni che regolano le condotte di abuso di informazioni privilegiate e manipolazione del mercato. L'obiettivo principale, che si è cercato di raggiungere in tal modo, è stato quello di arrivare ad una formulazione delle norme che non solo recepissero le novità apportate dalla nuova normativa europea, ma al contempo che rivedesse tutte le criticità identificate dalla dottrina in relazione alla disciplina vigente.

L'Italia necessita di una riforma che non abbia il solo scopo di rendere formalmente conforme la normativa italiana con quella eurounitaria, ma sia volta altresì ad apportare modifiche sostanziali che si occupino di risolvere i nodi critici della disciplina attraverso un'analisi profonda delle conseguenze delle proprie scelte politico criminali.

Alla luce di tali riflessioni si auspica che il presente lavoro, pur non sufficiente a sciogliere e risolvere i nodi complessi che presenta la materia, rappresenti un idoneo spunto di ulteriore riflessione nel merito.

Bibliografia

ALESSANDRI A., *Prime riflessioni sulla decisione della Corte Europea dei Diritti dell'Uomo riguardo alla disciplina italiana degli abusi di mercato*, in *Giur. comm.*, 2014, 860.

ALLEGREZZA S., *Verso una procura europea per tutelare gli interessi dell'unione*, www.penalecontemporaneo.it, 2013.

AMATI E., *La confisca negli abusi di mercato al cospetto del principio di ragionevolezza/proporzione*, 2013, in www.penalecontemporaneo.it.

BASILE E., *Contravvenzioni e contraddizioni in tema di abusi di mercato: tutela penale dei sistemi multilaterali di negoziazione*, in *Riv. trim. dir. pen. econ.*, 2011, 747.

BASILE E., *Verso la riforma della disciplina italiana del market abuse: la legge-delega per il recepimento della direttiva 57/2014/UE*, in *Legisl. pen.*, 10.12.2015.

BASILE E., *Una nuova occasione (mancata) per riformare il comparto penalistico degli abusi di mercato?*, www.penalecontemporaneo.it, 2017.

BERNARDI A., *«Principi di diritto» e diritto penale europeo*, in *Annali dell'Università di Ferrara - Scienze giuridiche*, 1988, 163.

BERNARDI A., *L'armonizzazione delle sanzioni in Europa: linee ricostruttive*, in *Per un rilancio del progetto europeo. Esigenze di tutela degli interessi comunitari e nuove strategie di integrazione penale*, Grasso G.- Sicurella R. (a cura di), Milano, 2008, 444.

BERNARDI A., *La competenza penale accessoria dell'Unione Europea: problemi e prospettive*, 2011, www.penalecontemporaneo.it.

BIONDI G., *La confisca per equivalente: pena principale, pena accessoria o tertium genus sanzionatorio?*, www.penalecontemporaneo.it, 2017.

BRICOLA F., *Alcune osservazioni in materia di tutela penale degli interessi delle comunità europee*, in AA. VV. *Prospettive per un diritto penale europeo*, 1968, 189.

CARTABIA M., *Principi della delega determinati con rinvio alle norme comunitarie e parametro doppiamente interposto*, in *Giur. cost.*, 1993, 2051.

CASSESE S., *Oltre lo Stato*, Roma-Bari, 2006.

CONSULICH F., *La giustizia e il mercato. Miti e realtà di una tutela penale dell'investimento mobiliare*, Milano, 2010.

CONSULICH F. e MUCCIARELLI F., *Informazione e tutela penale dei mercati finanziari nello specchio della normativa eurounitaria sugli abusi di mercato*, in *La nuova disciplina europea sul market abuse*, AA. VV., *Riv. Le*

Società, 2016, 42.

CONSULICH F., *Manipolazione dei mercati e diritto eurounitario*, in *La nuova disciplina europea sul market abuse*, AA. VV., *Riv. Le Società*, 2016, 65.

CORBETTA S., *La cornice edittale della pena e il sindacato di legittimità costituzionale*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 1997, 148.

DELMAS-MARTY M.-IZORCHE M.L., *Marge National d'appréciations et l'internationalisation du droit. Réflexions sur la validité formelle d'un droit commun en gestation*, in AA.VV., *Variations autour d'un droit commun. Travaux préparatoires*, Paris, 2001, 73.

DONINI M., *Lo "Ius comune" in un sistema policentrico*, in *Il volto attuale dell'illecito penale. La democrazia penale tra differenziazione e sussidiarietà*, Milano, 2004, 245.

DOVA M., *Gli illeciti amministrativi nel codice civile, nel testo unico bancario e nel testo unico della finanza*, in *Reati in materia economica*, A. Alessandri (a cura di), 2012, 258.

FIANDACA G.- MUSCO E., *Diritto penale. Parte generale*, Milano, 2014.

FONDAROLI D., *Le ipotesi speciali di confisca nel sistema penale. Ablazione patrimoniale, criminalità economica, responsabilità delle persone fisiche e giuridiche*, Bononia University Press, Bologna, 2007.

FOSTER D.-VISWANATHAN S., *Strategic Trading when Agents Forecast the Forecast of Others*, in 51 J. Fin., 1996, 1437.

GIOVAZZI S., *La tutela penale del mercato*, in *Dir. Pen. Delle Società*, Canzio, Cerqua, Lupària (a cura di), 657.

GRASSO G., *Verso un diritto penale comunitario: i progetti di Trattato concernenti l'adozione di una regolamentazione comune in materia di repressione delle informazioni alle normative comunitarie ed in materia di responsabilità e di tutela penale dei funzionari e degli altri agenti della Comunità*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 1982, 637.

GRASSO G., *Diritto penale dell'economia, normativa comunitaria e coordinamento delle disposizioni sanzionatorie nazionali*, in *Riv. dir. int. privato e processuale*, 1987, 227.

GRASSO G., *Comunità europee e diritto penale*, Milano, 1989.

GRASSO G., *Introduzione. Diritto penale ed integrazione europea*, in Grasso G., Sicurella R. (a cura di), *Lezioni di diritto penale europeo*, Milano, 2007.

GRASSO G., *Art. 199-240*, in *Commentario sistematico del codice penale*, Romano M., Grasso G., Padovani T., (II Ed.) III, Giuffrè, 2011, 419.

GILIBERTO A., *Principi e limiti di una politica penale europea*, 2013.

LUZZATI C., *La vaghezza delle norme giuridiche*, Milano, 1990.

MAGRO M.B., *La formazione dei prezzi nel mercato finanziario: crisi della razionalità del mercato e massime di esperienza*, in *Tratt. dir. pen. dell'economia*, Cadoppi A. – Canestrari S. – Manna A. – Papa M. (diretto da), Milanofiori Assago, 2017, 496.

MANACORDA S., *Jus commune criminale? Enjeux et perspectives de la comparaison pénale dans la transitions des système*, in Delmas-Marty M.- Muir Watt, H. Ruiz Fabri (sous la direction de), *Variations autour d'un droit cummun*, Paris, 2002, 345.

MANTOVANI F., *Diritto penale*, 2013.

MARINUCCI G.-DOLCINI E, *manuale di diritto penale*, Milano, 2015.

MAUGERI A.M., *Il principio di proporzione nelle scelte punitive del legislatore europeo: l'alternativa delle sanzioni amministrative comunitarie*, in *L'evoluzione del diritto penale nei settori d'interesse europeo alla luce del trattato di Lisbona*, Gasso G.- Picotti L. - Sicurella R. (a cura di), Milano, 2011, 71.

MELCHIONDA A., *le circostanze "indipendenti" sono sempre "ad effetto speciale"? una risposta negativa (non "faziiosa", ma "di parte")*, *aspettando le Sezioni Unite*, 2017, in www.penalecontemporaneo.it.

MIEDICO M., *Gli abusi di mercato*, in *Reati in materia economica*, Alessandri A. (a cura di), Torino, 2017, 255.

MUCCIARELLI F., *Speculazione mobiliare e diritto penale*, Milano, 1995.

MUCCIARELLI F., *Aggiotaggio*, in *I nuovi reati societari*, Alessandri A. (a cura di), Milano, 2002, 428.

MUCCIARELLI F., *L'abuso di informazioni privilegiate: il delitto e l'illecito amministrativo*, in *Dir. pen. proc.*, 2005, 1465.

MUCCIARELLI F., *La nuova disciplina eurounitaria sul market abuse: tra obblighi di criminalizzazione e ne bis in idem*, in *Dir. Pen. Cont. – Riv. trim.*, 4, 2015.

MUCCIARELLI F., *L'insider trading nella rinnovata disciplina UE sugli abusi di mercato*, in *La nuova disciplina europea sul market abuse*, AA. VV., *Riv. Le Società*, 2016, 55.

NAPOLEONI V., *Insider trading*, in *Dig. disc. pen.*, Torino, Agg.o 2008, I, 593.

NIZZO C., *L'art. 5 del Trattato CE e la clausola generale di buona fede nell'integrazione europea*, in *Dir. Un. Eur.* 1997, 381.

ORSI L., *La Manipolazione del mercato mediante la diffusione di notizie false (parte prima)*, in *La responsabilità amministrativa delle società e degli enti*, 2009, 96.

PALAZZO F.C., *Corso di diritto penale, p.te gen.*, Torino, 2013.

PALIERO C.E., *"Market Abuse" e legislazione penale: un connubio tormentato*, in *Corr. merito*, 2005, 810.

PEDRAZZI C., *La tutela penale del segreto nel trattato Euratom*, in *Il diritto dell'energia nucleare*, Milano, 1961, 413.

PEDRAZZI C., voce *Turbativa dei mercati*, in *Dig. disc. pen.*, XIV, Torino, 1999, ora in *Diritto penale*, IV, Milano, 2003, 117.

PETRINI D., in *Manuale di diritto penale, p.te gen.*, Grosso C.F. - Pelissero M. - Petrini D. - Pisa P., Milano, 2013.

PICOTTI L., *Potestà penale dell'Unione europea nella lotta contro le frodi comunitarie e possibile "base giuridica" del Corpus Juris. In margine nuovo art. 280 del Trattato CE*, in Grasso G. (a cura di), *La lotta contro la frode agli interessi finanziari della Comunità europea tra prevenzione e repressione. L'esempio dei fondi strutturali*, Milano, 2000, 370.

PICOTTI L., *Le basi giuridiche per l'introduzione di norme penali comuni relative ai reati oggetto della competenza della procura europea*, in *penalecontemporaneo.it*, 2013.

PORCHIA I.-SPATOLA P., *La direttiva di primo e di secondo livello – Le definizioni – Le esenzioni obbligatorie e facoltative*, in Zitiello (a cura di), *Mifid. La nuova disciplina dei mercati, servizi e strumenti finanziari*,

Torino, 2007.

PULITANÒ D., *Diritto penale*, 2013.

QUADRI R., *Sovranità e libertà in relazione alle istituzioni sovranazionali. L'efficacia degli atti sovranazionali nei confronti degli individui*, in *Scritti giuridici Parte III*, Milano, 1988, 6.

RAGNI E., *Abuso di informazioni privilegiate, momento consumativo e competenza territoriale*, in *Dir. pen. proc.* 2010, 736.

RIONDATO S., *Competenza penale della Comunità europea. Problemi di attribuzione attraverso la giurisprudenza*, Padova, 1996.

RISICATO L., *Gli elementi della fattispecie penale*, Milano, 2004.

SCOLETTA M., *Doppio binario sanzionatorio e ne bis in idem nella nuova disciplina eurolunitaria degli abusi di mercato*, in *La nuova disciplina europea sul market abuse*, AA. VV., *Riv. Le Società*, 2016, 79.

SCORRANO MG., *Il principio dell'effetto utile*, in *L'ordinamento europeo, II, L'esercizio delle competenze*, S. Mangiameli (a cura di), Milano, 2006.

SEMINARA S., *Insider trading e diritto penale*, Milano, 1989.

SEMINARA S., *Riflessioni in margine sul disegno di legge in tema di*

insider trading, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 1990, 549.

SEMINARA S., *Informazione finanziaria e diritto penale (Disclose or abstain? La nozione di informazione privilegiata tra obblighi di comunicazione al pubblico e divieti di insider trading: riflessione sulla determinatezza delle fattispecie sanzionatorie)*, in AA.VV., 2009, 335.

SEMINARA S., *Crisi finanziaria e disorientamenti etici e giuridici*, in *Dir. pen. Proc.*, 2009, 269.

SEVENSTER H.G., *Criminal Law and EC law*, in *Common Market Law Review*, 1992, 30.

SICURELLA R., *Diritto penale e competenze dell'Unione europea*, Milano, 2005.

SICURELLA R., *La tutela "mediata" degli interessi della costruzione europea: l'armonizzazione dei sistemi penali nazionali tra diritto comunitario e diritto dell'Unione europea*, in Grasso G.- Sicurella R. (a cura di), *Lezioni di diritto penale europeo*, Milano, 2007.

SICURELLA R., *Il diritto penale applicabile dalla Procura europea: diritto penale sovranazionale o diritto nazionale 'armonizzato'? Le questioni in gioco*, in www.penalecontemporaneo.it, 2013.

SOTIS C., *Il diritto senza codice*, Milano, 2007.

SOTIS C., *Il Trattato di Lisbona e le competenze penali dell'Unione Europea*, in *Cass. Pen.* 3/2010, 1146.

STEINBERG M.I., *International Securities Law. A Contemporary and Comparative Analysis*, The Hague-London-Boston, 1999.

TIEDEMANN K., *Diritto comunitario e diritto penale*, in *Riv. trim. dir. pen. dell'ec.*, 1993, 217.

VENEGONI A., *Considerazioni sulla normativa applicabile alle misure investigative intraprese dal pubblico ministero europeo nella proposta di regolamento COM (2013) 534*, in *penalecontemporaneo.it*, 20 novembre 2013.

VOGLIOTTI V., *Tra fatto e diritto. Oltre la modernità giuridica*, Torino, 2007.

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.dirittopenalecontemporaneo.it*, 2016.

VIGANÒ F., *Ne bis in idem e contrasto con gli abusi di mercato: una sfida per il legislatore e i giudici italiani*, in *Dir. Pen. Cont. – Riv. trim.*, 1, 2016, 198.

PRONUNCE GIURISDIZIONALI

Corte EDU

C. EDU, sent. 8 giugno 1976, *Engel e altri c. Paesi Bassi*, serie A n. 22.

C. EDU, sez II, sent. 4 marzo 2014, *Grande Stevens c. Italia*.

Corte di Giustizia

C.G.CE, sent. 31 marzo 1971, *Commissione c. Consiglio*, C-22/70.

C.G.CE, sent. 11 novembre 1981, *Casati*, C-203/80.

C.G.CE, sent. 10 aprile 1984, *von Colson e Kamann*, C-14/83.

C.G.UE, sent. 10 luglio 1984 *Procedimenti penali c. X*, C-63/83.

C.G.CE, sent. 8. ottobre 1987, *Kolpinghuis Nijmegen* C-80/86.

C.G.CE, sent. 21 settembre 1989, *Commissione c. Repubblica greca*, C-68/88.

C.G.CE, sent. 11 novembre 2004, *Niselli*, C-457/02.

C.G.CE, sent. 9 luglio 2005, *Berlusconi* cause C-387, 391 e 403/02.

C.G.CE, sent. 13 settembre 2005, *Commissione c. Consiglio*, C-176/03.

C.G.UE, sez. II, sent. 28 giugno 2012, *Geltl*, C-2012:397.

C.G.UE, sent. 11 marzo 2015, *Lafonta*, C-628/13.

Corte Costituzionale

C. Cost., sent. 24 giugno 1992, n. 299.

C. Cost., ord. 2 aprile 2009, 97.

C. Cost., sent. 12 maggio 2016, n. 102.

C. Cost., 7 aprile 2017, n. 68.

Corte di Cassazione

C. Cass. Pen, sez. VI, sent. 16 marzo 2006, n. 15199.

C. Cass. Pen, sez. II, sent. 14 giugno 2006, n. 31988.

C. Cass. Pen, sez V, sent. 2 ottobre 2008, n. 2063.

C. Cass. Pen., sez. un., 25 giugno 2009, n. 38691.

C. Cass. Pen, sez. Fer., sent. 28 luglio 2009, n. 33409.

C. Cass. Pen, sez. V, sent. 20 gennaio 2010, n. 8588.

C. Cass. Pen., sez. III, sent. 10 settembre 2015, n. 43397.

C. Cass. Pen., sez III, sent. 23 marzo 2016, n. 31418.

ALTRE FONTI

Ottava relazione generale sull'attività delle Comunità europee nel 1974, Bruxelles-Lussemburgo, 1975.

Parlamento europeo, documenti di seduta 1976-1977, doc. 351/76, 2 febbraio 1977, Relazione presentata a nome della commissione giuridica sulla correlazione fra il diritto comunitario e il diritto penale (relatore: P. De Keersmaecker), pubblicata anche in *Riv. dir. europeo*, 1977.

Relazione della Corte di Cassazione n. 35/2014, *Considerazioni sul principio del ne bis in idem nella recente giurisprudenza europea: la*

sentenza 4 marzo 2014, Grande Stevens e altri contro Italia, in www.cortedicassazione.it.

Relazione illustrativa del d.d.l. di iniziativa governativa n. S-1758, recante *Delega al Governo per il recepimento delle direttive europee e l'attuazione di altri atti dell'Unione europea - Legge di delegazione europea 2014*.

Circolare 5 febbraio 1986, n. 1.1.2/17611/4.6 (in *Gazz. Uff.* 18 marzo 1986), *Criteri orientativi per la scelta tra delitti e contravvenzioni e per la formulazione delle fattispecie penali*.

Circolare 2 maggio 2001, n. 1/1.1.26/10888/9.92., *Guida alla redazione dei testi normativi*.

CONSOB, delibera 9 febbraio 2007, n. 15760.

Documento Consob, *Senato della Repubblica, 14a Commissione permanente (Politiche dell'Unione europea), Audizione nell'ambito dell'esame del Disegno di Legge n. 1758 recante Delega al Governo per il recepimento delle direttive europee e l'attuazione di altri atti dell'Unione europea - Legge di delegazione europea 2014, Audizione del Presidente della CONSOB Giuseppe Vegas, Roma, 18.3.2015 (reperibile in www.senato.it nella scheda del d.d.l. S-1758)*.

Ringraziamenti

I ringraziamenti che seguiranno non rappresentano solamente la conclusione del mio lavoro, segnano la fine di un percorso. Forse è per questo che continuo a rimandare la scrittura di queste pagine, ciò che rimandavo, per la verità, è il dover ripercorrere nostalgicamente con la memoria i cinque anni passati, le persone che ho conosciuto, le sfide che ho affrontato, ogni evento che in un modo o nell'altro ha contribuito ad arrivare qui, adesso, agli sgoccioli del mio percorso universitario.

Partirei con il ringraziare chi mi ha supervisionata, affiancata e guidata nella stesura di questa tesi. Un ringraziamento, dunque, va al Professor Mucciarelli, che ha ispirato profondamente il mio lavoro. Un grazie, inoltre, al Professor Basile, che mi ha seguita con costanza e passione, incoraggiandomi a rischiare e mettermi alla prova, dandomi completa fiducia.

Grazie, poi, a voi che avete vissuto e condiviso con me gli anni più belli della vita; a voi che avete sofferto con me davanti a libri infiniti, imprese "impossibili" e giornate di ripetizioni; a voi che avete vissuto insieme a me attese snervanti per essere esaminate e lezioni dopo pranzo nell'ora della digestione (le più dure quelle!). Ma soprattutto grazie a voi che avete vissuto con me la gioia di conoscersi e di crescere insieme, come studenti ma soprattutto come persone; a voi che avete condiviso le risate, la gioia di raggiungere gli obiettivi prefissati, di superare le sfide più ardue che la vita universitaria ci ha presentato, a voi che mi avete conosciuta, cambiata e cresciuta con il vostro affetto, la vostra simpatia, la vostra curiosità ed intraprendenza. Grazie Anna, Benedetta, Claudia e Claudia.

Un profondo "grazie" va poi a Flavia, mia cugina, amica e coinquilina in questi anni milanesi, un punto fermo nella mia vita. La famiglia non si

sceglie, c'è e la ami perché è così; è il legame di sangue che non ti lascia alternative, ma se anche io potessi scegliere... sceglierei te un milione di volte.

Grazie a Brando, che anche se adesso è lontano, è stato fondamentale durante questo mio percorso. La serenità, l'affetto, il sostegno ed i momenti felici che mi hai regalato hanno reso tutto più bello e più semplice da affrontare.

Grazie a Carlotta, che mi ha accolta come una sorella. Grazie a Matteo e Francesco, che hanno vissuto con me i sei mesi più belli di questi cinque anni.

Un ringraziamento, inoltre, non può che andare a Sofia, che negli ultimi anni è entrata nella mia vita portando con sé tutta la propositività e la grinta che la contraddistinguono.

Grazie, infine, alle amiche di sempre, Angela, Margherita, Sofia e Carlotta, che hanno accompagnato non solo il mio percorso universitario, ma soprattutto il mio percorso di vita, che hanno condiviso con me l'adolescenza, le grandi scelte, i piccoli problemi di cuore, le prime volte di tutto: la prima vacanza, la prima sbronza, il primo amore, il primo cuore spezzato. Le amiche che ti capiscono con uno sguardo, che sanno ciò che pensi senza che tu debba parlare, che comprendono i tuoi silenzi, che sanno come ti senti e non hanno bisogno di parole. Grazie amiche per avermi capita e conosciuta... Ed essere ancora qui!

In conclusione, a coronamento di questi sentiti ringraziamenti, non posso che riservare il grazie più grande e sincero alla mia famiglia: mia madre mio padre e mio fratello. Tutto quello che faccio e che sono è grazie a voi, che siete la più profonda ragione di ogni mio gesto. Grazie.