

La riforma del diritto sanzionatorio per illeciti finanziari. Guida ragionata al D. lgs. 107/2018.

di *Lorenzo Roccatagliata*

Sommario. 1. Premessa metodologica. – 2. Brevi cenni sull’origine della riforma. – 3. Le modifiche sul fronte delle sanzioni penali. – 3.1. Le nuove definizioni e l’estensione della disciplina sanzionatoria. – 3.2. La revisione delle esenzioni. – 3.3. Il *maquillage* alle fattispecie di *insider dealing* e *market abuse*. – 4. Le modifiche sul fronte delle sanzioni amministrative. – 4.1. Le sanzioni amministrative a carico della persona fisica. – 4.2. Le sanzioni amministrative a carico della persona giuridica. – 4.3. La confisca amministrativa. – 5. Il doppio binario sanzionatorio e il nuovo art. 187 *terdecies*.

1. Premessa metodologica

Su impulso dell’Unione europea, con il Decreto legislativo 10 agosto 2018, n. 107, in vigore dal 29 settembre 2018, il Governo ha riformato il comparto delle sanzioni amministrative e penali per fatti di abuso di mercato, regolato dal Testo unico della finanza¹.

Il presente contributo ha lo scopo di studiare le modifiche normative introdotte dalla riforma, fornendo una analisi semplice, parziale e critica.

Semplice, perché una materia già di per sé complessa, come la tutela del mercato finanziario, è resa, se possibile, ancora più complicata da una stratificazione normativa ormai ventennale, il cui prodotto si mostra sempre meno sistematico ed organico, e, per conseguenza, sempre più arduo da comprendere ed applicare.

Parziale, perché si concentra sulle modifiche intervenute al Titolo I *bis*, Parte Quarta, del Testo unico, relativo alla disciplina sanzionatoria per i soli abusi di mercato, e segnatamente agli articoli da 180 a 187 *quaterdecies*.

Critica, nella misura in cui si esprimono alcune motivate perplessità sulla omogeneità, sulla efficacia della riforma, nonché sulla sua conformità ad alcuni principi fondamentali del nostro ordinamento, primo fra tutti il diritto a non essere giudicato due volte per lo stesso fatto. Punto nodale in questo senso è la scelta del Legislatore di mantenere il sistema di doppio procedimento e doppia sanzione per la medesima condotta illecita, che da un

¹ Decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58.

lato si mostra assai afflittivo per l'autore del fatto, dall'altro lato richiede un dispendio di risorse pubbliche probabilmente non proporzionato alla sua efficacia.

2. Brevi cenni sull'origine della riforma

Nella consapevolezza che la tutela del mercato europeo non possa essere lasciata agli ordinamenti nazionali, per far fronte ad un sistema economico sempre più globalizzato e nell'ottica di reagire ai numerosi scandali finanziari occorsi agli albori del nuovo millennio, il 16 aprile 2014 il Parlamento europeo e il Consiglio hanno approvato la nuova legislazione europea sulla repressione degli abusi di mercato. Come è noto, la riforma si compone del Regolamento n. 596/2014 ('MAR') e della Direttiva n. 57/2014 ('MAD').

Questi due testi normativi assumono, fra l'altro, un approccio integrato di sanzioni amministrative (previste nel Regolamento) e penali (previste nella Direttiva), che in questo settore costituisce una novità assoluta, quantomeno per due ragioni.

Per un verso, sino a quel momento l'UE aveva inteso garantire l'integrità del mercato e la fiducia degli investitori talora imponendo agli Stati membri l'adozione di *misure adeguate, efficaci, proporzionate e dissuasive* contro gli abusi di mercato, quale che fosse la natura di queste misure², talaltra chiedendo l'introduzione di sanzioni amministrative³. In altre parole, l'esplicita previsione di sanzioni penali avviene per la prima volta con quest'ultimo intervento normativo.

Per altro verso, l'Unione aveva finora cercato di regolare le sanzioni per gli abusi di mercato attraverso la cosiddetta legislazione indiretta, in particolare attraverso Direttive, mentre con il MAR si prevedono norme sanzionatorie direttamente applicabili negli Stati membri.

Dal canto suo, lo Stato italiano ha iniziato l'*iter* di adeguamento del proprio diritto nazionale con la legge di delegazione europea 2014 (Legge n. 114/2015). Benché nell'originario disegno di legge il Governo avesse espressamente indicato che l'intervento normativo nazionale avrebbe dovuto limitarsi alle sanzioni previste dal MAR, nella convinzione che il diritto italiano fosse già perfettamente conforme alla MAD⁴, il Parlamento aveva

² Si veda l'art. 13, Direttiva 89/592/CEE del Consiglio, del 13 novembre 1989, sul coordinamento delle normative concernenti le operazioni effettuate da persone in possesso di informazioni privilegiate (insider trading).

³ Si veda l'art. 14, Direttiva 2003/6/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 28 gennaio 2003, relativa all'abuso di informazioni privilegiate e alla manipolazione del mercato (abus di mercato).

⁴ Si veda sul punto la Relazione illustrativa del d.d.l. d'iniziativa governativa n. S-1758, recante "Delega al Governo per il recepimento delle direttive europee e l'attuazione di altri

infine mutato la prospettiva, delegando l'Esecutivo a conformare l'ordinamento interno ad entrambi i testi normativi europei⁵. Nondimeno, il Governo non raccoglieva l'invito in tempo utile, con la conseguenza che il 3 luglio 2016 entrava in vigore il Regolamento e scadeva il termine per l'attuazione della Direttiva, senza che l'Italia avesse assolto i propri obblighi di adeguamento.

Un nuovo impulso al Governo era così lanciato con la legge di delegazione europea 2016 – 2017 (Legge n. 163/2017), in cui, tuttavia, si delegava il Governo all'adeguamento della normativa nazionale al solo MAR⁶. Questa volta, l'Esecutivo esercitava la delega approvando, in data 10 agosto 2018, il Decreto legislativo n. 107/2018. Lo spazio di riforma, tuttavia, risultava chiaramente limitato alle sole disposizioni contenute nel Regolamento, e si lasciavano così inascoltate le voci di chi aveva autorevolmente domandato una vera riforma delle norme penali in tema di abusi di mercato. In particolare, va qui ricordato l'invito che la Corte costituzionale aveva rivolto al Legislatore a riflettere sull'opportunità di novellare l'impianto sanzionatorio, anche attraverso l'attuazione della MAD⁷.

In buona sostanza, fin dall'*iter* di approvazione appare chiaro che questa riforma non ricalca lo spirito europeo di integrale revisione del sistema sanzionatorio per illeciti finanziari. Va detto subito, comunque, che l'adeguamento al MAR di cui la riforma si fa carico, se da un lato ha inciso principalmente sulle sanzioni amministrative, dall'altro lato ha comunque comportato un leggero *maquillage* delle fattispecie penali; non comunque, tanto quanto avrebbe richiesto la piena attuazione della MAD.

Vediamo, dunque, le novità introdotte, seguendo l'ordine degli articoli di legge.

atti dell'Unione europea - Legge di delegazione europea 2014”, che espressamente chiarisce che fra gli atti da recepire “è stata espunta la direttiva 2014/57/UE relativa alle sanzioni penali in caso di abusi di mercato (direttiva abusi di mercato) poiché (...) non risultano necessarie misure nazionali per la sua adozione in quanto l'ordinamento nazionale è già conforme”; non sono mancate critiche in dottrina a questa posizione, si veda ad esempio, E. BASILE, “Una nuova occasione (mancata) per riformare il comparto penalistico degli abusi di mercato?”, in *Diritto Penale Contemporaneo*, maggio 2017; più in generale, si veda E. BINDI – A. PISANESCHI, *Sanzioni Consob e Banca d'Italia. Procedimenti e doppio binario al vaglio della Corte europea dei diritti dell'uomo*, Giappichelli 2018.

⁵ Si veda l'art. 11, Legge n. 114/2015.

⁶ Si veda l'art. 8, Legge n. 163/2017, su cui, criticamente, F. MUCCIARELLI, *Gli abusi di mercato riformati e le persistenti criticità di una tormentata disciplina*, in *Diritto Penale Contemporaneo*, ottobre 2018.

⁷ Ci si riferisce a Corte costituzionale, Sentenza n. 102/2016; si veda il commento di S. SCAPIN, *Market abuse: inammissibilità delle questioni di costituzionalità e conseguente salvezza del doppio binario sanzionatorio*, in *Giurisprudenza Penale Web*, 2016, 5; l'invito, peraltro, è stato più di recente rinnovato dalla stessa Consulta, nella Sentenza n. 43/2018.

3. Le modifiche sul fronte delle sanzioni penali

Come già accennato, la riforma tocca le norme penali, anche se le modifiche su questo versante si limitano a raggiungere l'obiettivo minimo di coordinamento con il MAR e con le conseguenti norme interne di natura amministrativa.

Tentando un approccio sintetico, potremmo dire che la riforma interviene lungo tre direttrici: *(i.)* la modifica di alcune definizioni e l'estensione della disciplina sanzionatoria (artt. 180 e 182); *(ii.)* la revisione delle esenzioni dalla sanzione penale (art. 183); *(iii.)* la modifica delle fattispecie di abuso di informazioni privilegiate e di manipolazione del mercato (artt. 184 e 185).

3.1. Le nuove definizioni e l'estensione della disciplina sanzionatoria

Limitandoci in questa sede alle modifiche di maggior interesse, si segnala che l'art. 180, norma cardine del sistema punitivo, nella misura in cui definisce alcuni elementi costitutivi degli illeciti finanziari, contiene oggi rinnovate definizioni di '*strumenti finanziari*' e di '*informazione privilegiata*'.

Quanto alla prima delle due locuzioni, mette conto citare i nuovi numeri 2, 2 *bis* e 2 *ter* dell'art. 180 comma 1, lett. a), i quali rispettivamente estendono la disciplina sanzionatoria a: *(i.)* gli strumenti finanziari ammessi alla negoziazione o per i quali è stata presentata una richiesta di ammissione alle negoziazioni in un sistema multilaterale di negoziazione di ogni paese membro dell'Unione europea⁸ (MTF); *(ii.)* gli strumenti finanziari negoziati su un sistema organizzato di negoziazione (OTF); *(iii.)* gli strumenti finanziari negoziati al di fuori delle sedi di negoziazione (OTC).

Quanto alla nozione di informazione privilegiata, lo sforzo definitorio è invero minimo, limitandosi l'art. 180, comma 1, lett. b *ter* a rinviare alla locuzione contenuta all'art. 7, paragrafi 1-4, del MAR⁹, che è così recepita nel tessuto normativo nazionale.

⁸ Il testo previgente, infatti, si limitava ad estendere la nozione di '*strumenti finanziari*' agli strumenti negoziati su un sistema multilaterale di negoziazione **italiano** (art. 180 comma 1, lett. a) n. 2), versione previgente).

⁹ Si riporta di seguito la citata definizione, tratta dall'art. 7 MAR.

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

Sotto diverso profilo, non va tralasciata la nuova lettera *b quater*, che estende la disciplina sanzionatoria anche ai fatti commessi sugli indici di riferimento, *cd. benchmarks*. La novità non è di poco momento, giacché, come si vedrà meglio *infra*, la riforma interviene a colmare un vuoto normativo notevole, che lasciava sguarnite di tutela condotte potenzialmente molto gravi e dannose.

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.

Da ultimo, l'art. 182 estende la disciplina sanzionatoria ai fatti, anche se commessi all'estero, relativi a strumenti finanziari negoziati su un sistema organizzato di negoziazione italiano (comma 1), nonché alle condotte o alle operazioni, comprese le offerte, relative alle aste su una piattaforma d'asta autorizzata 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 (comma 2 *bis*).

Come è facile comprendere, l'effetto di queste prime modifiche consiste in una estensione del perimetro applicativo delle sanzioni amministrative e penali, in conseguenza dell'ampliamento di alcuni elementi costitutivi delle fattispecie di illecito.

3.2. La revisione delle esenzioni

L'art. 183 subisce una modifica leggera, per effetto della tecnica del rinvio alla normativa eurounitaria.

Come noto, già prima del recente intervento legislativo questa norma prevedeva alcune ipotesi in cui la disciplina sanzionatoria del Titolo I *bis*, Capo V, non trovava applicazione. Ci si riferisce alle operazioni finanziarie compiute dagli Stati europei o da istituzioni pubbliche, quali le Banche centrali, nonché alle operazioni di riacquisto delle azioni proprie da parte dell'emittente o di società controllate.

Orbene, il Decreto di riforma non muta la sostanza delle esenzioni, limitandosi a meglio precisare i soggetti e le operazioni per i quali l'impianto sanzionatorio non trova applicazione, i quali ora sono direttamente previsti dagli articoli 5, per quanto riguarda le operazioni di riacquisto delle azioni proprie¹⁰, e 6 del MAR¹¹, relativamente alle esenzioni dalle attività di

¹⁰ Si rinvia al citato articolo del MAR per il dettaglio delle condizioni di fatto cui l'esenzione è subordinata.

¹¹ Di seguito, i paragrafi 1-4 dell'art. 6 MAR, che prevedono le citate esenzioni.

1. Il presente regolamento non si applica a operazioni, ordini o condotte nella conduzione della politica monetaria dei cambi o della gestione del debito pubblico da parte di: a) uno Stato membro; b) i membri del SEBC; c) un ministero, un'agenzia o una società veicolo di uno o più Stati membri, o un soggetto che agisce per suo conto; d) nel caso di uno Stato membro a struttura federale, un membro che abbia posto in essere tale struttura federale.

2. Il presente regolamento non si applica a operazioni, ordini o condotte posti in essere dalla Commissione o da qualsiasi altro organismo ufficialmente designato, o da qualsiasi persona fisica o giuridica che agisca a suo nome, nella condotta della politica di gestione del debito pubblico.

Il presente regolamento non si applica a tali operazioni, ordini o condotte posti in essere da: a) l'Unione; b) una società veicolo di uno o più Stati membri; c) la Banca europea per gli investimenti; d) il Fondo europeo di stabilità finanziaria; e) il meccanismo europeo di stabilità; f) un'istituzione finanziaria internazionale, istituita da due o più Stati membri, allo

gestione monetaria e del debito pubblico nonché dalle attività relative alla politica climatica.

Chiarisce in ogni caso la Relazione illustrativa allo schema di decreto che tali modifiche non comportano effetti di depenalizzazione rispetto alle fattispecie incriminatrici vigenti¹².

3.3. Il *maquillage* alle fattispecie di *insider dealing* e *market abuse*

Come anticipato, il Decreto agisce anche modificando le due fattispecie penali *ex artt.* 184 e 185. Si tratta di un intervento che tradisce il formale intento parlamentare di dare attuazione solo al Regolamento e non anche alla Direttiva. Solo quest'ultima, infatti, detta espliciti obblighi di criminalizzazione.

Tuttavia, si vedrà, l'intervento non può dirsi pienamente rispettoso del complessivo dettato eurounitario.

Analizziamo anzitutto le modifiche all'abuso di informazioni privilegiate *ex art.* 184, che appaiono di minore impatto rispetto alle novità riservate alla norma successiva.

La riforma, modificando il comma 1 lett. b), si limita ad estendere la cd. condotta di *tipping*¹³ anche all'ulteriore ambito dei sondaggi di mercato ai sensi dell'art. 11 MAR¹⁴, che consistono nella "comunicazione di

scopo di mobilitare risorse e fornire assistenza finanziaria a beneficio dei suoi membri che stanno attraversando o sono minacciati da gravi difficoltà di finanziamento.

3. Il presente regolamento non si applica all'attività di uno Stato membro, della Commissione o di qualsiasi altro organismo ufficialmente designato, o di qualsiasi persona fisica o giuridica che agisca a loro nome, relativa alle quote di emissioni e intrapresa nella condotta della politica climatica dell'Unione conformemente alla direttiva 2003/87/CE.

4. Il presente regolamento non si applica alle attività di uno Stato membro, della Commissione o di qualsiasi altro organismo ufficialmente designato, o di qualsiasi persona fisica o giuridica che agisca per loro conto, che sono intraprese nel perseguimento della politica agricola comune dell'Unione o della politica comune della pesca dell'Unione conformemente agli atti adottati o agli accordi internazionali conclusi a norma del TFUE.

¹² Si veda la Relazione illustrativa allo Schema di decreto legislativo, p. 13.

¹³ Come noto, si tratta della condotta di chi, essendo in possesso di informazioni privilegiate in ragione della propria attività professionale, le comunica ad altri al di fuori del normale esercizio di tale attività.

¹⁴ Ai sensi dell'art. 11 MAR, un sondaggio di mercato consiste nella comunicazione di 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 da parte di: (a.) un emittente; (b.) un offerente sul mercato secondario di uno strumento finanziario, in quantità o valore tali da distinguere l'operazione dalle normali negoziazioni e da implicare un metodo di vendita basato sulla valutazione preliminare del potenziale interesse da parte dei potenziali

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 da parte di: (a.) un emittente; (b.) un offerente sul mercato secondario di uno strumento finanziario, in quantità o valore tali da distinguere l'operazione dalle normali negoziazioni e da implicare un metodo di vendita basato sulla valutazione preliminare del potenziale interesse da parte dei potenziali investitori; (c.) un partecipante al mercato delle quote di emissioni; oppure (d.) un terzo che agisce in nome o per conto di una persona di cui alla lettera a), b) o c)" (art. 11 §1, MAR).

Si tratta di una modifica senz'altro doverosa, poiché estende la sanzione penale ad una condotta abusiva nell'ambito di un fenomeno, il sondaggio di mercato, per la prima volta reso espressamente lecito e regolato dal MAR¹⁵. Infine, la riforma estende la fattispecie contravvenzionale di cui all'art. 184, comma 3 *bis*, anche alle ipotesi previste dai citati numeri 2, 2 *bis* e 2 *ter* dell'art. 180 comma 1, lett. a), vale a dire a (i.) gli strumenti finanziari ammessi alla negoziazione o per i quali è stata presentata una richiesta di ammissione alle negoziazioni in un sistema multilaterale di negoziazione (MTF); (ii.) gli strumenti finanziari negoziati su un sistema organizzato di negoziazione (OTF); (iii.) gli strumenti finanziari negoziati al di fuori delle sedi di negoziazione (OTC).

Con riguardo alla fattispecie *ex art. 184*, la riforma si mostra carente sotto il seguente profilo. La sanzione penale non ha visto estensione alla condotta di indebito utilizzo dell'informazione privilegiata da parte del cd. *insider* secondario, vale a dire colui che abbia ottenuto a qualsiasi titolo, anche al di fuori dei casi specifici previsti dalle lettere a), b) e c) del comma 1, l'informazione privilegiata. Eppure, seguendo l'indicazione del combinato disposto dell'art. 3 §3, 4 §3 e 7 §2 MAD, questa condotta doveva essere sanzionata con la pena della reclusione per una durata massima non inferiore ad anni quattro¹⁶.

A chiusura sul punto, va ricordato che la fattispecie appare oggi dotata di un più esteso ambito applicativo, per effetto della già vista estensione della nozione di *informazione privilegiata*.

investitori; (c.) un partecipante al mercato delle quote di emissioni; oppure (d.) un terzo che agisce in nome o per conto di una persona di cui alla lettera a), b) o c).

¹⁵ Sul punto, si veda in particolare l'art. 11 §4 MAR.

¹⁶ La necessità di questa estensione era già stata segnalata dalla migliore dottrina in tempi non sospetti; si veda sul punto F. MUCCIARELLI, *La nuova disciplina euorunitaria sul market abuse: tra obblighi di criminalizzazione e ne bis in idem*, in *Diritto Penale Contemporaneo*, settembre 2015.

Per ciò che concerne, invece, la fattispecie di manipolazione del mercato, la riforma interviene in modo leggermente più incisivo, allargando l'area di applicazione della sanzione penale.

All'art. 185 sono apportate tre modifiche: **(i.)** è aggiunto il comma 1 *bis*; **(ii.)** è modificato il comma 2 *bis*; **(iii.)** è aggiunto il comma 2 *ter*.

Il nuovo comma 1 *bis* sancisce la non punibilità di chi commette un fatto di manipolazione del mercato per il tramite di ordini di compravendita o operazioni effettuate per motivi legittimi e in conformità a prassi di mercato ammesse, ai sensi dell'articolo 13 MAR¹⁷. Pronunciandosi sulla qualificazione giuridica di tale esenzione, i primi commentatori hanno ritenuto trattarsi di una causa di giustificazione e non di esclusione della punibilità¹⁸. La lettura appare senz'altro condivisibile: se i motivi sono *legittimi* e la prassi è *ammessa*, significa che la condotta di manipolazione è resa conforme all'ordinamento e non è quindi antigiuridica, donde la natura di scriminante della norma in analisi.

Il rinnovato comma 2 *bis* estende la contravvenzione ivi prevista anche alle ipotesi già viste, delineate dai numeri 2, 2 *bis* e 2 *ter* dell'art. 180 comma 1, lett. a).

Da ultimo, il nuovo comma 2 *ter* estende la fattispecie di manipolazione del mercato ad ulteriori condotte; si tratta in particolare di **(a.)** fatti concernenti i contratti a pronti su merci che non sono prodotti energetici all'ingrosso, idonei a provocare una sensibile alterazione del prezzo o del valore degli strumenti finanziari di cui all'articolo 180, comma 1, lettera a); **(b.)** ai fatti concernenti gli strumenti finanziari, compresi i contratti derivati o gli strumenti derivati per il trasferimento del rischio di credito, idonei a provocare una sensibile alterazione del prezzo o del valore di un contratto a pronti su merci, qualora il prezzo o il valore dipendano dal prezzo o dal valore di tali strumenti finanziari; **(c.)** ai fatti concernenti gli indici di riferimento (*benchmark*).

Nell'ottica di offrire una analisi concisa della riforma, ci si limita qui a spendere poche parole sull'ultima delle tre condotte oggi penalmente rilevanti, vale a dire la manipolazione dei *benchmark*, o indici di riferimento. Anzitutto, la nozione di *benchmark* è offerta dall'art. 3 §1 n. 29 MAR, che fa riferimento a “*qualsiasi tasso, indice o numero, messo a disposizione del pubblico o pubblicato, che è determinato periodicamente o regolarmente applicando una formula al valore di una o più attività o prezzi sottostanti, comprese stime di prezzi, tassi d'interesse o altri valori effettivi o stimati,*

¹⁷ Questa norma fornisce una serie di parametri in base ai quali l'Autorità nazionale di controllo (dunque, la Consob) può istituire prassi di mercato ammesse, per cui, ai sensi dell'art. 5 §2a MAD, non opera il divieto penalmente sanzionato di manipolazione.

¹⁸ A tal proposito, si veda il già citato F. MUCCIARELLI, *Gli abusi di mercato riformati e le persistenti criticità di una tormentata disciplina*, in *Diritto Penale Contemporaneo*, ottobre 2018.

ovvero a sondaggi, e sulla base di tali elementi è determinato l'importo da corrispondere per uno strumento finanziario o il valore di uno strumento finanziario".

Gli esempi più importanti di *benchmark* sono senz'altro gli indici di interesse del denaro, in particolare LIBOR ed EURIBOR, che sono periodicamente calcolati sulla base della comunicazione, da parte di un *panel* di banche europee, del tasso medio da esse praticato. Tali indici fungono da riferimento per tutte le transazioni aventi ad oggetto denaro liquido, dalle più complesse (es. compravendita di prodotti finanziari fra banche) alle più semplici (es. contratti di mutuo fra banche e soggetti privati).

Orbene, a livello europeo la manipolazione di questi indici è stata posta sotto stretta osservazione, alla luce di numerosi scandali finanziari occorsi negli ultimi anni¹⁹, che hanno visto le maggiori banche europee accordarsi per fornire, a proprio vantaggio, tassi volutamente alterati. Ciò, oltre rilevare già di per sé sotto un profilo squisitamente *antitrust*²⁰, ha spinto l'Unione da un lato ad adottare riforme in ottica preventiva²¹, e dall'altro lato a reprimere tali condotte attraverso l'imposizione di precisi obblighi di criminalizzazione in capo agli Stati membri. Quest'ultimo intento, in particolare, è stato raggiunto includendo nella nozione eurounitaria di manipolazione del mercato anche la condotta di "*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)*" (articolo 5 §2 lett. b, MAD). Così, la normativa interna di ciascuno Stato membro deve oggi prevedere sanzioni penali per tali condotte.

¹⁹ Tali scandali, noti alla cronaca internazionale come "LIBOR Scandal" e "EURIBOR Scandal", hanno condotto ad indagini amministrative e penali gli organi investigativi dei maggiori paesi del mondo, quali la Financial Conduct Authority (FCA) e il Serious Fraud Office (SFO) inglesi, il Department of Justice (DoJ) e la Commodity Futures Trading Commission (CFTC) americani. Le indagini hanno accertato accordi fra banche per l'alterazione di tali indici e hanno portato all'irrogazione di notevoli sanzioni penali ed amministrative a carico degli istituti coinvolti e dei loro amministratori ed operatori. Sul punto, si vedano ad esempio i Report [LIBOR](#) e [EURIBOR](#) dell'SFO.

²⁰ Si vedano sul punto le sanzioni comminate dalla Commissione europea, proprio per violazione della normativa *antitrust* eurounitaria, nel [2013](#) e nel [2016](#) nei confronti di alcuni istituti finanziari europei, ritenuti responsabili della realizzazione di cartelli finalizzati alla manipolazione degli indici di riferimento del denaro.

²¹ L'accuratezza e l'integrità *ex ante* della determinazione degli indici di riferimento è oggi garantita dal Regolamento (UE) 2016/1011 del Parlamento europeo e del Consiglio, adottato l'8 giugno 2016, in vigore dal 1 gennaio 2018, meglio noto come Financial Benchmarks Regulation (BMR).

Per ciò che riguarda l'ordinamento italiano, è fuor di dubbio che, per dare esecuzione a detto obbligo, fosse necessaria una precisa modifica in senso espansivo della fattispecie manipolativa di cui all'articolo 185.

Infatti, già da tempo la dottrina più attenta aveva chiarito che *“Le disposizioni incriminatrici attualmente in vigore in Italia sono (...) limitate a ben precise categorie di strumenti finanziari e, in mancanza di apposito intervento legislativo, non è consentito estenderne in via interpretativa la portata (ad esempio con riferimento ai “green certificates” o alla market manipulation su indici finanziari), giacché un simile esito darebbe luogo ad analogia in malam partem, in aperta violazione del canone giuspenalistico di legalità”*²².

In modo del tutto coerente con questa impostazione, la Relazione introduttiva allo Schema di decreto molto chiaramente precisa che *“viene modificato l'articolo 185 TUF per prevedere le nuove fattispecie sanzionatorie rientranti nell'ambito di applicazione di MAR e MAD 2 [...]. Le principali novità rispetto al regime previgente riguardano la fattispecie di manipolazione del benchmark (cfr. articolo 12, paragrafo 1, lettera d), MAR)”*²³.

Conclude, sul punto, la Relazione ritenendo che *“La modifica pertanto appare necessaria laddove si intenda uniformare l'ambito di applicazione delle sanzioni penali e quello delle sanzioni amministrative come previsto dall'art. 2, par. 1, di MAR (e in senso analogo di MAD 2). Diversamente, le condotte di manipolazione su strumenti finanziari contemplati dalla norma che si intende introdurre non sarebbero soggette a sanzioni penali ma solo a sanzioni amministrative”*²⁴.

²² E. BASILE, *Una Nuova Occasione (Mancata) per Riformare il Comparto Penalistico degli Abusi di Mercato?*, in *Diritto Penale Contemporaneo*, 5/2017; si consideri sul punto anche F. MUCCIARELLI, *La Nuova Disciplina Euorunitaria sul Market Abuse: tra Obblighi di Criminalizzazione e ne bis in idem*, in *Diritto Penale Contemporaneo*, 4/2015, quando scrive che *“Rispetto alle previsioni degli artt. 185 e 187-ter TUF, attualmente regolanti la manipolazione del mercato, è di immediata evidenza che il legislatore italiano dovrà provvedere a un intervento di adeguamento assai approfondito al cospetto di una disciplina euorunitaria che, già sul piano della descrizione delle condotte vietate, importa variazioni notevolissime derivanti dall'uso della tecnica analitica. Né sembrerebbe buon partito ritenere che le fattispecie attualmente vigenti – strutturate, soprattutto quella dell'art. 185 TUF, su clausole generali – permettano di comprendere proprio sotto quelle clausole generali le singole analitiche tipizzazioni di cui sono intessute le disposizioni della Direttiva e del Regolamento [...]. Sicché l'opzione di confidare nell'adattamento per via interpretativa, a tacer di ogni altra considerazione riguardante obblighi e modalità di attuazione degli atti in discorso, costringerebbe a operazioni ermeneutiche di dubbia fattura, costantemente a rischio di violare il divieto di analogia, foriere di incertezze applicative quanto mai perniciose anche (e soprattutto) nel settore del diritto penale economico”*.

²³ Si veda la Relazione illustrativa, p. 14.

²⁴ Si veda la Relazione illustrativa, pp. 14-15.

Insomma, non vi sono spazi interpretativi: la modifica normativa in analisi consiste nella introduzione di una nuova fattispecie di reato (*rectius*, di delitto²⁵) di manipolazione degli indici di riferimento.

4. Le modifiche sul fronte delle sanzioni amministrative

La riforma mostra di avere un maggior impatto sul comparto sanzionatorio amministrativo. Le novità più significative riguardano la previsione di gravose sanzioni accessorie in capo alle persone fisiche per fatti di abuso di mercato (art. 187 *quater*), nonché l'introduzione di sanzioni per le violazioni degli obblighi di comunicazione e di prevenzione sanciti dagli articoli 16-20 MAR (art. 187 *ter.1*).

Vediamo, comunque, rapidamente tutte le novità.

4.1. Le sanzioni amministrative a carico della persona fisica

Le sanzioni amministrative principali per fatti di abuso di informazioni privilegiate e manipolazione del mercato non vedono significativi mutamenti; il Legislatore interno si è infatti limitato ad adottare la tecnica del richiamo, prevedendo che sia punito con la sanzione amministrativa pecuniaria chiunque agisca nei divieti sanciti dagli articoli 14 e 15 MAR (artt. 187 *bis* e 187 *ter*).

Nuove sanzioni sono invece previste dai nuovi articoli 187 *ter.1* e 187 *quater*. La prima norma introduce sanzioni amministrative a carico della persona fisica che agisca in violazione degli obblighi di prevenzione, individuazione e segnalazione degli abusi di mercato previsti dalle norme, complesse e articolate, contenute agli articoli 16, 17, 18, 19 e 20 MAR. In questi casi, è prevista l'irrogazione di una sanzione principale di natura pecuniaria (art. 187 *ter.1* commi 2 e 5), nonché la possibilità per la Consob di comminare ulteriori sanzioni, di natura ingiuntiva, riparatoria o interdittiva, fra quelle previste dall'art. 30 §2 lettere a-g) MAR (art. 187 *ter.1* comma 8)²⁶.

²⁵ Che si tratti di un nuovo delitto non sembra revocabile in dubbio, posto che le fattispecie contravvenzionali sono previste dall'art. 185 comma 2 *bis* solo per le condotte aventi ad oggetto gli strumenti finanziari indicati all'art. 180 comma 1, lett. a), nn. 2, 2 *bis* e 2 *ter*, mentre gli indici di riferimento sono previsti all'art. 180 comma 1 lett. b *quater*); questa interpretazione meramente letterale pare insuperabile, tanto che l'affermazione contenuta nella Relazione illustrativa allo Schema di decreto, p. 14, "le modifiche al comma 2 *ter* sono volte a estendere la fattispecie contravvenzionale (...) alla condotta in relazione agli indici di riferimento (benchmark)" sembra doversi ritenere una svista degli organi tecnici del Governo.

²⁶ Si tratta, in particolare, di (a.) un'ingiunzione diretta al soggetto responsabile della violazione di porre termine alla condotta in questione e di non reiterarla; (b.) la restituzione dei guadagni realizzati o delle perdite evitate grazie alla violazione, per quanto possano essere determinati; (c.) un avvertimento pubblico che indica il responsabile della violazione e la natura della stessa; (d.) la revoca o sospensione dell'autorizzazione di una società di

In ultimo, l'art. 187 *ter*.1 comma 9 prevede, qualora la violazione sia da scarsa offensività o pericolosità, la possibilità di irrogare, in luogo delle sanzioni pecuniarie, **(a.)** un ordine di eliminare le infrazioni contestate, con eventuale indicazione delle misure da adottare e del termine per l'adempimento, e di astenersi dal ripeterle; **(b.)** una dichiarazione pubblica avente ad oggetto la violazione commessa e il soggetto responsabile, quando l'infrazione contestata è cessata.

Dal canto suo, l'articolo 187 *quater* introduce sanzioni accessorie a quelle pecuniarie previste dagli articoli 187 *bis* e 187 *ter*. Si tratta di misure obbligatorie, della durata non inferiore a due mesi e non superiore a tre anni, consistenti in: **(a.)** interdizione temporanea dallo svolgimento di funzioni di amministrazione, direzione e controllo presso soggetti autorizzati ai sensi del presente decreto, del decreto legislativo 1 settembre 1993, n. 385, del decreto legislativo 7 settembre 2005, n. 209, o presso fondi pensione; **(b.)** interdizione temporanea dallo svolgimento di funzioni di amministrazione, direzione e controllo di società quotate e di società appartenenti al medesimo gruppo di società quotate; **(c.)** sospensione dal Registro, ai sensi dell'articolo 26, commi 1, lettera d), e 1 *bis*, del decreto legislativo 27 gennaio 2010, n. 39, del revisore legale, della società di revisione legale o del responsabile dell'incarico; **(d.)** sospensione dall'albo di cui all'articolo 31, comma 4, per i consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede; **(e.)** la perdita temporanea dei requisiti di onorabilità per i partecipanti al capitale dei soggetti indicati alla lettera a. Le sanzioni accessorie *sub* **(a.)** e **(b.)** possono poi essere irrogate anche a seguito delle violazioni di cui all'art. 187 *ter*.1.

Come acutamente segnalato dalla migliore dottrina²⁷, la previsione di tali ulteriori misure punitive per fatti di abuso di mercato dovrebbe indurre ad una particolare cautela in sede di giudizio, soprattutto alla luce della recente giurisprudenza della Corte di Giustizia UE²⁸, la quale ha individuato

investimento; **(e.)** l'interdizione temporanea, nei confronti di chiunque eserciti responsabilità di direzione in una società di investimento o di qualsiasi altra persona fisica ritenuta responsabile della violazione, dall'esercizio di funzioni dirigenziali in società di investimento; **(f.)** nel caso di violazioni ripetute dell'articolo 14 o dell'articolo 15 MAR, l'interdizione permanente, nei confronti di chiunque eserciti responsabilità di direzione in una società di investimento o di qualsiasi altra persona fisica ritenuta responsabile della violazione, dall'esercizio di funzioni dirigenziali in società di investimento; **(g.)** l'interdizione temporanea, nei confronti di chiunque eserciti responsabilità di direzione in una società di investimento o di qualsiasi altra persona fisica ritenuta responsabile della violazione, da attività di negoziazione per conto proprio.

²⁷ F. MUCCIARELLI, *Gli abusi di mercato riformati e le persistenti criticità di una tormentata disciplina*, in *Diritto Penale Contemporaneo*, ottobre 2018.

²⁸ Si tratta delle tre sentenze CGUE, Grande Sezione, C-524/15 Luca Menci, C-537/16, *Garlsson Real Estate e a.*, C-596/16 e C-597/16, *Di Puma e altri*; per una analisi di queste

nell'afflittività in concreto uno dei parametri per valutare la compatibilità del trattamento sanzionatorio complessivamente irrogato con il principio di *ne bis in idem* garantito dall'art. 50 della Carta di Diritti fondamentali dell'UE.

4.2. Le sanzioni amministrative a carico della persona giuridica

Le sanzioni amministrative a carico dell'ente vedono modifiche simili a quelle appena descritte per la persona fisica.

Si registra, infatti, una leggera modifica dell'art. 187 *quinquies*, che interviene ad aggravare la sanzione principale in capo all'ente per fatti di abuso di mercato commessi nel proprio interesse e a proprio vantaggio, la quale è ora determinata secondo la cornice edittale da ventimila euro a quindici milioni di euro, ovvero fino al quindici per cento del fatturato, quando tale importo è superiore a quindici milioni di euro e il fatturato è determinabile ai sensi dell'articolo 195 comma 1 *bis*. Siffatta sanzione, a ben vedere, è applicata all'ente in aggiunta a quella prevista dall'art. 25 *sexies*, D. lgs. 231/01, che non è stato toccato dalla riforma.

Inoltre, anche la persona giuridica deve ora essere destinataria delle sanzioni amministrative già viste al nuovo art. 187 *ter.1*, nel caso in cui agisca in violazione degli obblighi di prevenzione, individuazione e segnalazione degli abusi di mercato previsti dagli articoli 16, 17, 18, 19 e 20 MAR. In questo caso, si applica una sanzione amministrativa pecuniaria da cinquemila euro fino a due milioni cinquecentomila euro, ovvero al due per cento del fatturato, quando tale importo è superiore a due milioni cinquecentomila euro e il fatturato è determinabile ai sensi dell'articolo 195, comma 1-*bis*.

4.3. La confisca amministrativa

La misura ablatoria della confisca *ex art. 187 sexies* ha subito un ridimensionamento, essendo ora limitata, sia nella forma diretta che nella forma per equivalente, ai soli prodotto o profitto degli illeciti e non, come prima, anche ai beni utilizzati per commetterli.

Vi è solo da segnalare il difetto di coordinamento dell'omologo art. 187, che regola la confisca penale; infatti, questa norma non ha subito il medesimo ridimensionamento, dovendo dunque essere disposta anche sui beni utilizzati per commettere il reato.

5. Il doppio binario sanzionatorio e il nuovo art. 187 *terdecies*

A chiusura della presente analisi, si vuole brevemente trattare il tema del doppio binario, che, come ormai appare evidente, non è stato superato, bensì confermato dalla riforma.

pronunce si veda F. CONSULICH - C. GENONI, *L'insostenibile leggerezza del ne bis in idem. Le sorti del divieto di doppio giudizio e doppia punizione, tra diritto eurounitario e convenzionale*, in *Giurisprudenza Penale Web*, 2018, 4.

Va detto subito che la previsione di un duplice procedimento e una duplice sanzione, penali e amministrativi, per lo stesso fatto non è di per sé contraria al diritto europeo e convenzionale, seppur a determinate condizioni.

In primo luogo, il doppio binario non è vietato dal sistema normativo MAR/MAD, il quale anzi stabilisce che “*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*”²⁹; l’approccio punitivo può dunque prevedere un cumulo di sanzioni, anche se “*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*”³⁰. In sintesi, la decisione se introdurre, mantenere o abolire il doppio binario è lasciata agli Stati³¹.

In secondo luogo, un tale sistema punitivo può essere conforme alla Carta dei Diritti Fondamentali dell’UE, segnatamente all’art. 50, a patto che siano rispettate le condizioni stabilite dalla più recente giurisprudenza della Corte di Lussemburgo³², vale a dire: (*i.*) che sia prevista una base legale chiara e precisa della disciplina del cumulo sanzionatorio che consenta al soggetto di prevedere quali atti e omissioni possano costituire oggetto di un siffatto cumulo di procedimenti e di sanzioni; (*ii.*) che sia rispettata la cd. complementarietà finalistica del cumulo sanzionatorio: esso, infatti, può essere giustificato allorché i procedimenti e le sanzioni riguardino scopi complementari vertenti su aspetti differenti della medesima condotta di reato interessata; (*iii.*) che sia seguito il canone della proporzionalità del complessivo trattamento sanzionatorio: al cumulo di sanzioni di natura penale devono accompagnarsi norme che consentano di garantire che la severità del complesso delle sanzioni imposte corrisponda alla gravità del reato di cui si tratti.

Si badi, in terzo luogo, che il doppio binario può essere anche conforme alla Convenzione EDU, ed in particolare al principio del *ne bis in idem* sancito all’art. 4 Protocollo 7, qualora siano rispettate una serie di condizioni stabilite dalla nota Sentenza della Grande Camera A e B c/ Norvegia, che possono

²⁹ Considerando n. 72 MAR.

³⁰ Considerando n. 23 MAD.

³¹ Si veda sul punto l’art. 30 §1 MAR che espressamente permette agli Stati di non introdurre sanzioni amministrative se il fatto è già previsto come reato nell’ordinamento nazionale.

³² Si vedano le già citate sentenze della Corte GUE, Grande Sezione, C-524/15 Luca Menci, C-537/16, Garlsson Real Estate e a., C-596/16 e C-597/16, Di Puma e altri.

riassumersi nel canone della “*sufficiently close connection in substance and time*” dei due procedimenti e delle due sanzioni (cd. *Nilsson test*)³³.

Tutte queste aperture sul piano sovranazionale hanno condotto anche la giurisprudenza interna ad ammettere la legittimità del doppio binario sanzionatorio³⁴.

Si capisce bene che non v’era ragione perché questo sistema punitivo fosse abolito e difatti il Governo si è limitato a mettere mano alle sole norme del TUF che permettono, almeno teoricamente, di rendere conforme l’ordinamento interno a tutti i parametri sopra citati; ci si riferisce segnatamente all’articolo 187 *terdecies*.

Questa norma, oggi integralmente riscritta, regola il comportamento del Giudice che si trovi ad irrogare (*i.*) una sanzione amministrativa pecuniaria, (*ii.*) una sanzione penale o (*iii.*) una sanzione amministrativa dipendente da reato, dopo che un altro Giudice ha già definitivamente applicato la sanzione di propria competenza. E dispone che (*a.*) l’autorità giudiziaria o la CONSOB tengono conto, al momento dell’irrogazione delle sanzioni di propria competenza, delle misure punitive già irrogate; (*b.*) l’esazione della pena pecuniaria, della sanzione pecuniaria dipendente da reato ovvero della sanzione pecuniaria amministrativa è limitata alla parte eccedente quella riscossa, rispettivamente, dall’autorità amministrativa ovvero da quella giudiziaria. Si tratta, a ben vedere, di un meccanismo di scomputo, che dovrebbe garantire quantomeno la proporzionalità del trattamento sanzionatorio complessivamente imposto al reo.

Senonché, tale nuova norma ha subito destato perplessità, nella misura in cui essa da un lato non tiene in alcun conto il rilievo processuale del *ne bis in*

³³ Più precisamente, il *Nilsson test* si articola, secondo la citata sentenza della Corte EDU, nei seguenti parametri: (*a.*) il perseguimento di obiettivi complementari, non solo in astratto ma anche in concreto, che siano diretti a prevenire o reprimere diversi aspetti della specifica condotta anti giuridica; (*b.*) che la duplicità dei procedimenti deve costituire una conseguenza prevedibile della condotta anti giuridica; (*c.*) i diversi procedimenti devono essere condotti in modo tale che da evitare qualsivoglia duplicazione nella raccolta così come nella valutazione degli elementi probatori, attraverso una adeguata interazione tra le diverse autorità precedenti; (*d.*) la sanzione irrogata nell’ambito del procedimento che prima è giunto al termine deve essere presa in considerazione dall’autorità giudiziaria che dovrà comminare la sanzione successiva, di modo da garantire all’individuo di non essere destinatario di una pena esageratamente gravosa; sul punto, si veda C. FATTA, *Il nuovo volto del ne bis in idem nella giurisprudenza della Grande Camera e la compatibilità con il doppio binario sanzionatorio in materia tributaria*, in *Giurisprudenza Penale Web*, 2017, 1.

³⁴ Ci si riferisce in particolare alla recente sentenza Corte costituzionale 24 gennaio – 2 marzo 2018, n. 43, nonché, ormai *ex multis*, alle pronunce di legittimità Cass. pen., Sez. III, Sent. 14 febbraio 2018 (ud. 22 settembre 2017), n. 6993; Cass. pen., Sez. V, Sent. 10 ottobre 2018 (ud. 21 giugno 2018), n. 45829; Cass. pen., Sez. V, Sent. 31 ottobre 2018 (ud. 21 settembre 2018), n. 49869.

idem, limitandosi ad intervenire sulla sua dimensione sostanziale, dall'altro lato non fa rientrare nel meccanismo di scomputo le (gravose) sanzioni amministrative interdittive, previste al nuovo articolo 187 *quater*³⁵. Ciò senza contare i problemi pratici che siffatta regola verosimilmente porterà, considerato che di norma i due procedimenti hanno luogo in parallelo, con un susseguirsi di decisioni, relative all'uno e all'altro binario, che fino all'ultimo rendono incerto chi sarà il primo e chi il secondo Giudice e, dunque, chi debba tenere conto di cosa.

In ultimo, sempre con riguardo al principio di proporzionalità del complessivo trattamento sanzionatorio, non si deve dimenticare che l'art. 39 comma 3, Legge n. 262/2005³⁶, ha stabilito che “*le sanzioni amministrative pecuniarie previste (...) dal testo unico di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 (...) sono quintuplicate*”, ciò che vale quantomeno per i fatti commessi fino al 27 giugno 2015³⁷. Sebbene questa specifica norma sia attualmente al vaglio della Consulta³⁸, con il che il suo vigore potrebbe in futuro essere annullato, non si può non rilevare che essa pone in ulteriore difficoltà l'Autorità amministrativa, chiamata ad irrogare una sanzione ad un tempo *molto elevata*³⁹ (ai sensi della normativa interna) e *proporzionata* al fatto, tenuto conto della parallela sanzione penale (in ossequio alla giurisprudenza convenzionale ed eurounitaria). La via potrebbe quella

³⁵ F. MUCCIARELLI, *Gli abusi di mercato riformati e le persistenti criticità di una tormentata disciplina*, in *Diritto Penale Contemporaneo*, ottobre 2018.

³⁶ La legge in parola, in vigore dal 12 gennaio 2006, ha dettato “*Disposizioni per la tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari*” ed è intervenuta a vario titolo a modificare illeciti penali e amministrativi societari e finanziari.

³⁷ Per le violazioni commesse dopo tale data, infatti, il combinato disposto dei commi 2 e 3 dell'articolo 6 comma 3, D. lgs. 72/2015 stabilisce che non si applica l'art. 39, comma 3, L. n. 262/2005; come si vede, l'articolato in parola introduce norme più favorevoli (escludendo l'applicazione di norme afflittive), impedendone tuttavia l'applicazione retroattiva, ciò che ha sollevato perplessità sulla conformità alla Convenzione EDU *sub art. 7* e, indirettamente, alla Costituzione *sub art. 117*; si veda sul punto la nota successiva.

³⁸ Per la precisione, oggetto della valutazione di legittimità costituzionale è l'art. 6, comma 2, D. lgs. 72/2015 che impedisce l'applicazione retroattiva del comma 3 subito successivo, il quale esclude l'applicabilità del citato art. 39, comma 3, L. n. 262/2005. La questione è stata sollevata da Cass. civ., Sez. I, ordinanza 19 marzo 2017 n. 87, e sarà trattata innanzi alla Consulta il 5 febbraio 2019.

³⁹ Anzi, eccessivamente elevata, come addirittura ammette la stessa Relazione allo Schema di Decreto, p. 16: “*Qualora (i minimi edittali previsti dagli artt. 187 bis e 187 ter, nda) fossero soggetti a quintuplicazione, un minimo di euro 100.000 potrebbe risultare eccessivamente elevato e non consentire di calibrare proporzionalmente la risposta sanzionatoria amministrativa in presenza di illeciti di scarsa offensività o pericolosità*”.

suggerita dalla più recente giurisprudenza nazionale⁴⁰, vale a dire la disapplicazione della norma interna quando si mostri in contrasto con il principio del *ne bis in idem* previsto dall'art. 50 della Carta dei Diritti dell'UE, ma in questo modo si rischia di rendere l'importo della sanzione del tutto indeterminato, violando un altro dei parametri, *i.e.* la prevedibilità della sanzione, individuati dalla giurisprudenza sovranazionale⁴¹.

Insomma, la sensazione è che questa riforma getterà ancora maggiore incertezza nei procedimenti amministrativi e penali per abusi di mercato, lasciando un potere troppo ampio all'Autorità, specialmente quella amministrativa, e non rispondendo affatto ad esigenze di chiarezza, organizzazione sistematica ed efficienza del doppio binario. Una riforma radicale, che ripensasse daccapo l'apparato punitivo per questo tipo di illeciti, sarebbe stata auspicabile; l'Unione europea, del resto, aveva offerto l'occasione, serviva solo un po' più di coraggio e un po' più di impegno.

⁴⁰ Si veda la già vista Cass. pen., Sez. V, Sent. 31 ottobre 2018 (ud. 21 settembre 2018), n. 49869, su cui sia concessa la citazione a L. ROCCATAGLIATA, *La proporzionalità del trattamento sanzionatorio complessivamente irrogato per abusi di mercato: disapplicazione in toto vs disapplicazione in mitius della norma interna*, in *Giurisprudenza Penale Web*, 2018, 11.

⁴¹ Senza considerare i profili di violazione del principio di determinatezza della norma penale, che ha rilievo costituzionale in quanto espressione del più generale principio di legalità *ex art. 25 Cost.* Sul punto, va peraltro ricordato che entrambi i principi devono ritenersi applicabili anche alle norme sanzionatorie di natura amministrativa, come previsto dall'art. 1, Legge 24 novembre 1981, n. 689.