



**MASTER IN DIRITTO PENALE D'IMPRESA**

**X EDIZIONE**

**ANNO ACCADEMICO 2016/2017**

***INSIDER TRADING: LE CONDOTTE***

**Direttore:**  
Chiar.ma Prof.ssa  
**Paola Severino**

**Candidato:**  
**Giusy Cardinale**  
Matricola: 00364

*Ai miei genitori*

## SOMMARIO

**INDICE**.....pag. 1

### CAPITOLO 1

#### IL REATO DI *INSIDER TRADING*

1. Premessa.....pag. 3

2. *Insider trading*. Un inquadramento generale..... pag. 3

3. Le condotte penalmente rilevanti (art. 184 T.U.F.).....pag.  
7

    a. Il *trading*

    b. Il *tipping*

    c. Il *tuyautage*

4. Il problema dello “*scalping*”.....pag.  
14

### CAPITOLO 2

#### GLI ELEMENTI DELLE CONDOTTE DI *INSIDER TRADING*: DAL DOLO AL PROBLEMA DELLA COMPETENZA TERRITORIALE

1. L’elemento soggettivo e l’*onus probandi*.....pag.  
16

2. Il momento consumativo.....pag.  
17

    a. Dematerializzazione dello strumento finanziario e competenza  
territoriale.

- b. La gestione accentrata in regime di dematerializzazione degli strumenti finanziari.
  - c. Il caso Unipol.
3. Criticità.....pag.  
24
  4. I nuovi problemi in ordine alla consumazione del reato.....pag.  
25

### **CAPITOLO 3**

#### ***INSIDER TRADING: L'ILLECITO AMMINISTRATIVO E IL PROBLEMA DEL NE BIS IN IDEM***

1. L'illecito amministrativo di cui all'art.187- *bis* T.U.F.....pag.  
28
  2. La sovrapposizione tra illecito penale ed illecito amministrativo: i rapporti tra le procedure sanzionatorie ed il ruolo della CONSOB.....pag.  
30
  3. *Ne bis in idem* e reati finanziari.....pag.  
34
  4. Considerazioni.....pag.  
38
- Bibliografia.....pag. 41
- Giurisprudenza.....pag. 43

## **CAPITOLO 1**

### **IL REATO DI *INSIDER TRADING***

#### **1. Premessa.**

Il reato di abuso di informazioni privilegiate ha una storia recente e sotto alcuni aspetti peculiare in quanto, all'indifferenza dell'ordinamento giuridico per le pratiche di *insider trading*, ha fatto seguito l'opposta scelta politico-criminale, accompagnata nel corso degli anni da una grande attenzione sia del Legislatore che della giurisprudenza. Storicamente, l'opzione punitiva delle condotte in esame non è stata suffragata in modo unanime dalle teorie economiche, dal momento che secondo taluni orientamenti<sup>1</sup>, suddette pratiche addirittura gioverebbero all'efficienza del mercato.

Oggi si è concordi nel rilevare la dannosità del fenomeno, restando comunque aperto il dibattito sulla tipologia di sanzione da adottare per arginarlo.

Il contesto di riferimento è quello tipico della post-modernità in cui al paradigma dell'uomo razionale si sostituisce quello dell'*homo ludens* che affronta il rischio con eccitazione. Al centro, dunque, si colloca un fenomeno di

---

<sup>1</sup> Si veda per tutti, MANNE, *Insider trading and the Stock Market*, New York Free Press, 1966.

rischio socialmente ammesso correlato all'esercizio di attività pericolose per la stabilità del patrimonio e ineliminabile. Sicché la tutela giuridico-penale inizia al sorgere di un rischio anomalo, vale a dire quello accettato, potendo mirare solo a contenere il fenomeno e si attua mediante regole di comportamento rivolte agli operatori, le quali tracciano la linea di demarcazione tra l'area di rischio consentito e quella di rischio anomalo e la cui osservanza garantisce la massima riduzione di quest'ultimo.

## **2. Insider trading. Un inquadramento generale.**

La prima direttiva europea sull'*insider trading* risale al 1989<sup>2</sup> e fu recepita in Italia con la legge n. 157 del 1991<sup>3</sup>. In precedenza, non esisteva alcuna norma specifica e venivano sfruttate, infatti, leggi concepite per altri obiettivi che potevano svolgere una mera funzione preventiva.

Ad oggi, in Italia, la materia è disciplinata a mezzo degli articoli 181, 184 e 187-*bis* del decreto legislativo n. 58/1998 (T.U.F.- Testo Unico della Finanza)<sup>4</sup>, riformato con la cd. «legge comunitaria» n. 62 del 2005<sup>5</sup> la quale ha peraltro inserito l'art. 25-*sexies* al D.Lgs. 231/2001<sup>6</sup> individuando così anche gli illeciti

---

<sup>2</sup> Cfr. Direttiva 89/592/CEE sul coordinamento delle normative concernenti le operazioni effettuate da persone in possesso di informazioni privilegiate.

<sup>3</sup> Cfr. l. 17.3.1991 n.157. L'originaria disciplina dell'*insider trading*, con la recezione della Direttiva 89/592/CE ha individuato per la prima volta la condotta illecita nel compimento di operazioni su valori mobiliari «qualora si posseggano informazioni riservate ottenute in virtù della partecipazione al capitale di una società ovvero in ragione dell'esercizio di una funzione, anche pubblica, professione o ufficio».

<sup>4</sup> Cfr. Decreto Legislativo del 24/2/1998 n.58, "Testo Unico della Finanza".

<sup>5</sup> Cfr. Legge 18.4.2005, n. 62 la quale ha inserito il Titolo I-bis relativo all'abuso di informazioni privilegiate e manipolazione del mercato. L'art.9 ha recepito la direttiva 2003/6/CE (*Market Abuse Directive- MAD1*) del parlamento Europeo e del Consiglio del 28.1.2003. Con l'espressione "abusi di mercato" il legislatore comunitario indica la figura di abuso di informazioni privilegiate e quella di manipolazione del mercato. La riformulazione della materia avviene sul solco di precise indicazioni provenienti dall'ordinamento comunitario a partire dalla MAD, la quale – sebbene si ponga come disciplina-quadro, demandando a Direttive di secondo livello le più specifiche misure di esecuzione tecniche e di dettaglio previa consultazione con il Comitato delle autorità europee di regolamentazione dei valori mobiliari (*CESR- Committee of European Securities Regulators*) – inquadra in maniera sufficientemente rigida l'intervento dei legislatori nazionali, indicando con nettezza gli obiettivi da perseguire, entro margini individuabili già dall'insieme dei 'Considerando'.

<sup>6</sup> Cfr. Decreto Legislativo del 02/06/2001 n.231, "Disciplina della responsabilità amministrativa delle persone giuridiche, delle società e delle associazioni anche prive di personalità giuridica a norma dell'articolo 11 della legge 29 settembre 2000, n.300".

da *market abuse* quali reati presupposto per la responsabilità amministrativa degli enti.

La forte connotazione economica caratterizzante la fattispecie di *insider trading* ha portato ad identificare quale bene giuridico da tutelare il regolare e corretto funzionamento del mercato<sup>7</sup>, che potrà essere garantito solo se gli strumenti finanziari vengano scambiati ad un giusto prezzo, formatosi in virtù del normale meccanismo della domanda e dell'offerta, a seguito di una corretta combinazione tra momento informativo (inerente la quantità e la qualità delle informazioni possedute dall'investitore) e momento valutativo (relativo al giudizio che in base alle informazioni si esprime sul singolo strumento)<sup>8</sup>.

Tale tendenza ha trovato piena espressione nel passaggio da un crimine imperniato su di un rigido obbligo di astensione gravante su soggetti qualificati dal solo fatto di possedere un'informazione privilegiata – così come previsto nella formulazione precedente - ad una fattispecie fondata sull'utilizzo della notizia riservata<sup>9</sup>.

In una situazione di asimmetria informativa ineliminabile nel mercato ed in presenza di soggetti che, in ragione della loro posizione, hanno accesso privilegiato ed anticipato alle informazioni, il legislatore, tramite l'imposizione di stringenti obblighi informativi, ha cercato, dunque, di evitare la dimensione patologica della conoscenza delle suddette informazioni, fin tanto che non siano rese note al pubblico. In tale prospettiva, la disciplina sull'informazione privilegiata si pone in una fase antecedente a quella sull'*insider trading*, assumendo connotati di prevenzione della condotta criminale. Imporre, infatti, un dettagliato regime di pubblicità preventiva di fatti e operazioni che possono

---

<sup>7</sup> MUCCIARELLI F., *L'abuso di informazioni privilegiate: delitto e illecito amministrativo*, in *Dir.pen. e processo*, 2005, p. 1466 ss.

<sup>8</sup> L'intervento del legislatore comunitario ha confermato tale tendenza con la direttiva 2003/6/CE, infatti, in particolare nel Considerando 12, ha ribadito che la ratio della norma va individuata nel fine di «assicurare l'integrità dei mercati finanziari comunitari e accrescere la fiducia degli investigatori nei mercati stessi» mentre l'oggetto della tutela è costituito dalla «reale e piena trasparenza del mercato, che è requisito fondamentale perché tutti gli operatori economici siano in grado di operare su mercati finanziari integrati» (Considerando 15).

<sup>9</sup> CARINGELLA F.- DE PALMA M.- FARINI S.-TRINCI A., *Manuale di diritto penale- parte speciale*, Roma, DIKE, 2016, pp.1634 ss.

influenzare i prezzi degli strumenti finanziari (così come prevede l'art. 114 T.U.F., il quale impone agli emittenti un obbligo di *disclosure* in relazione alle informazioni privilegiate concernenti, direttamente o indirettamente, l'emittente stesso) significa eliminare, almeno in parte, le condizioni per lo sfruttamento abusivo delle informazioni privilegiate.

Alla definizione di informazione privilegiata il legislatore dedica un'intera disposizione - art. 181 T.U.F. - chiarendo che essa possa riguardare «direttamente» o «indirettamente» uno o più emittenti di strumenti finanziari o uno o più strumenti finanziari<sup>10</sup>, sancendone, inoltre, i requisiti essenziali. Essa, in particolare, deve essere: precisa<sup>11</sup>, riservata<sup>12</sup> e tale per cui, se resa pubblica, risulta idonea ad influire in modo sensibile sui prezzi degli strumenti finanziari (c.d. *price sensitivity*)<sup>13</sup>.

Il comma 4 dell'art. 181 T.U.F. inoltre afferma che con la locuzione «informazione che con la sua pubblicazione 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<sup>14</sup>.

---

<sup>10</sup>La nozione di strumenti finanziari è ricavabile dal combinato disposto degli artt. 1, c. 2 e 180 T.U.F. Rilevano ai fini della materia degli abusi di mercato non solo gli strumenti finanziari già ammessi alle negoziazioni ma anche quelli per i quali è stata presentata una richiesta di ammissione in un mercato regolamentato di un Paese UE.

<sup>11</sup> La lett. a) del 3° comma dell'art.181 T.U.F. specifica che presenta un carattere preciso l'informazione che «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» in tal modo operando riferimenti temporali all'esistenza o alla verifica di circostanze non solo attuali, ma anche future il cui accadimento risulti ragionevolmente prevedibile. Vanno estromesse dal novero quelle notizie derivanti da studi o valutazioni e che per questo, non sono oggettivamente verificabili. Sono, pertanto, considerati oggetto dell'informazione fatti caratterizzati da un elevato grado di oggettività e certezza (cd. *hard information*) con esclusione di quelle connotate da particolare vaghezza (cd. *soft information*). Cfr. sent. Cass. pen. 7/12/2012, n.49362, in *CED*, rv. 254063.

<sup>12</sup> Il carattere non ancora pubblico della notizia è rimasto invariato rispetto alla precedente formulazione.

<sup>13</sup> L'informazione *price sensitive* deve essere capace, se resa pubblica, di influire sui prezzi degli strumenti finanziari.

<sup>14</sup> All'interno di tale nozione possono infatti trovare riconoscimento tutte le categorie di investitori (a breve e a lungo termine, prudenti o inclini al rischio, *price-function trader* e *time-function trader*, occasionali e professionali, individuali e istituzionali, interessati esclusivamente al prezzo dei titoli o sensibili anche ad informazioni non finanziarie, considerati in rapporto alla tipologia degli strumenti finanziari detenuti ecc.), nonostante la diversità dei loro interessi e

E' proprio il ruolo centrale dell'informazione nella disciplina dei mercati finanziari a giustificare il costante intervento in materia del legislatore, comunitario prima e nazionale poi, con tutte le relative difficoltà in ordine all'adeguamento della disciplina interna preesistente alle nuove indicazioni eurounitarie.

Non è da escludere, peraltro, che la previsione normativa vigente possa subire, a breve, un'ulteriore modifica determinata dall'intervento delle prescrizioni dettate dal Regolamento UE n. 596/2014 (MAR- *Market Abuse Regulation*) e dalla Direttiva 2014/57/UE (MAD II- *Market Abuse Directive*)<sup>15</sup>.

### **3. Le condotte penalmente rilevanti (art.184 T.U.F.)**

Il legislatore italiano nel regolamentare l'abuso di informazioni privilegiate ha previsto un "doppio binario sanzionatorio", composto da una fattispecie penale (art. 184 T.U.F.) e da un illecito amministrativo (art. 187-bis T.U.F.).

Procediamo con ordine.

Il comma primo dell'art. 184 T.U.F., rubricato "Abuso di informazioni privilegiate", sancisce che «E' punito con la reclusione da uno a sei anni e con la multa da euro ventimila a euro tre milioni *chiunque*, essendo in possesso di informazioni privilegiate in ragione della sua qualità di membro di organi di amministrazione, direzione o controllo dell'emittente, della partecipazione al capitale dell'emittente, ovvero dell'esercizio di un'attività lavorativa, di una professione o di una funzione, anche pubblica, di un ufficio (...)»<sup>16</sup>.

---

delle loro prospettive temporali di profitto; neppure è chiaro, nel criterio in esame, se si alluda ad un investitore medio, dotato di comuni competenze, o ad uno così sofisticato da essere in grado di ricavare un'informazione privilegiata anche dall'assemblaggio di una serie di elementi ciascuno dei quali scarsamente significativo.

<sup>15</sup> In proposito, BASILE E., *Una nuova occasione (mancata) per riformare il comparto penalistico degli abusi di mercato? Lo schema del d.d.l. di delegazione europea 2016*, <https://www.penalecontemporaneo.it/d/5436-una-nuova-occasione-mancata-per-riformare-il-comparto-penalistico-degli-abusi-di-mercato> nonché BASILE E., *Verso la riforma della disciplina italiana del market abuse: la legge-delega per il recepimento della direttiva 57/2014/UE* in <http://www.lalegislazionepenale.eu/verso-la-riforma-della-disciplina-italiana-del-market-abuse-la-legge-delega-per-il-recepimento-della-direttiva-572014ue-enrico-basile>.

<sup>16</sup> L'art. 39, 1° comma, l. 28.12.2005, n.262, ha, infatti, stabilito che le pene ordinariamente previste possono essere raddoppiate, in tal maniera, ampliando la forbice della pena detentiva tra i due e i dodici anni di reclusione con una divaricazione tra il limite minimo ed il limite

*Prima facie*, sembrerebbe trattarsi di un reato comune. La dottrina ritiene, invece, univocamente, che questo abbia la natura di un reato proprio<sup>17</sup> in quanto la condotta illecita può essere realizzata solo da coloro che siano entrati in possesso di un'informazione privilegiata in ragione dell'attività lavorativa svolta o della professione concretamente esercitata (cd. *insiders* primari)<sup>18</sup>.

Soggetti *insiders*, ancora, possono essere coloro che svolgono una funzione pubblica, in essi comprendendosi non solo il pubblico ufficiale o l'incaricato di pubblico servizio, ma anche una qualsiasi altra figura di pubblico funzionario. Con previsione originale, quindi, il legislatore del 2005, rielaborando il dettato normativo alla stregua delle indicazioni contenute nella direttiva 2003/6/CE, ha introdotto al 2° comma dell'art.184 T.U.F., la nuova figura del c.d. *criminal insider*, per esso intendendosi colui che, entrato in possesso delle informazioni privilegiate «a motivo della preparazione o esecuzione di attività delittuose compie taluna delle azioni di cui al medesimo comma 1». La previsione della indicata modalità di acquisizione dell'informazione privilegiata, riconducibile ad un'attività criminosa, è stata storicamente giustificata dalla constatazione che anche l'attività terroristica può essere utilizzata a fini speculativi<sup>19</sup>.

La norma richiamata disciplina un delitto di mera condotta e di pericolo, in cui non è richiesto il conseguimento effettivo di un profitto in capo all'agente

---

massimo che non può non suscitare consistenti perplessità in ordine all'effettivo rispetto dei principi di proporzionalità e ragionevolezza.

<sup>17</sup> *Ex multis* ZANNOTTI R., *Il nuovo diritto penale dell'economia- Reati societari e reati in materia di mercato finanziario*, Milano, Giuffrè, 2012, p. 407; DI AMATO A., *L'insider trading*, in *I reati del mercato finanziario*, in DI AMATO A. (diretto da), *Trattato di diritto penale dell'impresa*, Padova, CEDAM, 2007, p. 120.

<sup>18</sup> Per completezza pare opportuno chiarire che ai sensi della normativa attuale è esclusa dall'ambito del penalmente rilevante la condotta del cd. *insider* secondario e cioè del soggetto che a qualunque titolo, si avvale dell'informazione privilegiata che detiene senza averla acquisita in ragione di una delle modalità richieste dal 1° comma dell'art. 184 T.U.F. La condotta dell'*insider* secondario ricade ad oggi nelle previsioni di cui all'art.187 *bis* T.U.F.

<sup>19</sup> In realtà, per come correttamente osservato, la previsione possiede una portata più vasta riferendosi a qualsiasi tipologia di *crimen* la cui preparazione o esecuzione dia luogo ad un'informazione privilegiata, consistente nella prevedibilità dei sensibili effetti del mercato conseguenti al perfezionamento del comportamento penalmente rilevante. Pertanto, assumeranno rilievo anche le circostanze in cui il delitto rappresenta solo lo strumento per mezzo del quale si acquisisce l'informazione privilegiata.

ma esclusivamente che il reato sia stato perpetrato tassativamente secondo una delle seguenti modalità, alternative tra loro:

a. acquisto, vendita o compimento di altre operazioni, direttamente o indirettamente, per conto proprio o per conto di terzi, su strumenti finanziari utilizzando le informazioni medesime (cd. *trading*);

b. comunicazione di tali informazioni ad altri, al di fuori del normale esercizio del lavoro, della professione, della funzione o dell'ufficio (cd. *tipping*);

c. raccomandazione o induzione di altri, sulla base di esse, al compimento di taluna delle operazioni indicate nella lettera a) (cd. *tuyautage*).

Tutti i comportamenti indicati consistono in obblighi di *non facere* in quanto i detentori delle informazioni privilegiate sono tenuti ad astenersi dall'operare, comunicare o consigliare altri in merito all'operazione finanziaria<sup>20</sup>.

#### **a. Il *trading***

Il comma 1 lett. *a* dell'art. 184 T.U.F. descrive l'ipotesi del *trading* e cioè della negoziazione (acquisto, vendita o compimento di altre operazioni) di strumenti finanziari. Essa corrisponde propriamente al c.d. commercio dell'iniziato, vale a dire allo sfruttamento della posizione di privilegio. Tale condotta presuppone un nesso di strumentalità tra l'acquisizione dell'informazione privilegiata ed il compimento dell'operazione finanziaria, nel senso che la conoscenza del dato informativo deve necessariamente influire sul processo decisionale dell'autore, determinando quest'ultimo ad effettuare una transazione che altrimenti non avrebbe compiuto o comunque rinforzando in modo decisivo in costui la preesistente volontà di agire secondo quella precisa modalità<sup>21</sup>. Non ci sono dubbi, infatti, circa l'irrelevanza penale delle condotte di *insider «non-trading»*: ipotesi in cui un soggetto *insider*, in ragione della conoscenza di una informazione *price sensitive* decida di astenersi dal compiere

---

<sup>20</sup> Così MAZZACUVA N.- AMATI E., *Diritto penale dell'economia*, Problemi e casi, Padova, CEDAM, 2016, p. 289.

<sup>21</sup> MAZZACUVA-AMATI, *op. cit.*, p. 290.

operazioni ovvero revochi un precedente ordine di negoziazione sui relativi strumenti finanziari.

Così costruita la fattispecie, da un lato, si adegua al rispetto del principio di necessaria offensività, dall'altro si caratterizza, in misura maggiore, sul piano della colpevolezza, riflettendosi in esso il richiesto collegamento motivazionale tra possesso della notizia e compimento dell'operazione.

Sul piano dell'accertamento giudiziale, evidentemente problematico, la verifica del dolo, nel caso di un imputato che neghi di aver compreso il significato dell'informazione o di averla utilizzata, non potrà che poggiare su elementi quali i tempi e i modi dell'operazione borsistica in relazione al momento di acquisizione della notizia, considerando altresì le caratteristiche possedute da precedenti operazioni eventualmente compiute dallo stesso soggetto<sup>22</sup>.

### ***b. Il tipping***

La seconda condotta incriminata, meglio nota come *tipping* (che in italiano definiremmo come 'suggerimento'), consiste nel comunicare l'informazione privilegiata ad altri «al di fuori del normale esercizio del lavoro, della professione, della funzione o dell'ufficio». Quello che si intende punire con l'indicata incriminazione è la *selective disclosure*<sup>23</sup>, responsabile dell'aumento del numero delle persone in possesso del vantaggio informativo. La norma intende così garantire il rispetto dell'obbligo di segretezza dell'informazione fino a quando la stessa non sia resa pubblica<sup>24</sup>.

Ai fini dell'integrazione della condotta comunicativa di cui alla lettera *b*, si richiede che il soggetto, consapevolmente, renda edotto il terzo (cosiddetto *tippee*) dell'informazione privilegiata posseduta, il che non si verifica quando la

---

<sup>22</sup> Conseguentemente, graverà sull'accusa l'onere di provare lo specifico collegamento motivazionale esistente tra il possesso dell'informazione e l'operazione. Cfr. al riguardo, ZANNOTTI, *op.cit.*, p. 411.

<sup>23</sup> Divulgazione selettiva.

<sup>24</sup> MIEDICO M., *Gli abusi di mercato*, in ALESSANDRI A. (a cura di), *Reati in materia di economia*, in PALAZZO-PALIERO (diretto da), *Trattato teorico- pratico di diritto penale*, Torino, Giappichelli, 2012, p. 85.

trasmissione sia fortuita o quando l'agente ignori il carattere privilegiato dell'informazione<sup>25</sup>. Oltretutto, può ipotizzarsi una responsabilità a titolo di concorso del *tippee (extraneus)* che abbia determinato o rafforzato il proposito del *tipper (intraneus)* di rivelargli la notizia<sup>26</sup>.

Il limite al divieto di *selective disclosure* è dato, come è noto, dal «normale esercizio del lavoro, della professione, della funzione o dell'ufficio» espressione che traccia i confini dell'area di liceità. La minore o maggiore ampiezza di quest'area dipende a sua volta dal valore che si fornisce dell'aggettivo «normale». In proposito è intervenuta la Corte di Giustizia europea, la quale si è pronunciata sulla corretta interpretazione dell'art. 3, lett. a Direttiva 89/592/CEE<sup>27</sup>, la quale conteneva un'espressione pressoché coincidente con quella attualizzata dal nostro legislatore («ambito del normale esercizio del loro lavoro, della loro professione o delle loro funzioni») <sup>28</sup>. La Corte ha imposto dei parametri circa le normative nazionali in materia di *selective disclosure*, individuando due condizioni rispetto alle quali valutare la 'normalità' della comunicazione nell'attività svolta. Deve, in primo luogo, esistere uno stretto legame tra la comunicazione e l'esercizio del lavoro, della professione o delle

---

<sup>25</sup> Occorre precisare che su colui che riceve la notizia - conoscendone o potendone conoscere in base ad ordinaria diligenza il carattere privilegiato - graveranno i divieti operativi presidiati dalla sanzione amministrativa dei quali si parlerà in seguito.

<sup>26</sup> Più in generale è evidente la distinzione tra il comportamento dell'*insider* secondario rilevante come illecito amministrativo e quello dell'*outsider (extraneus)* concorrente nel fatto dell'*insider* primario rilevante come illecito penale ex art. 110 c.p. e 184 T.U.F. Come sottolineato da Trib. Milano 23 gennaio 2007, in *Dir.prat.soc.*, 2007, p. 67, il primo sfrutta o usa l'informazione privilegiata per porre in essere comportamenti illeciti a proprio esclusivo vantaggio o comunque del tutto autonomi rispetto ai comportamenti abusivi dell'*insider* primario; il secondo istiga determina o aiuta consapevolmente l'*insider* primario a realizzare una delle condotte di abuso di informazioni privilegiate previste dall'art.184 T.U.F. La condotta di minor impatto sull'integrità del mercato finanziario (l'*insider tipping*) viene sanzionata anche sul piano penale; mentre l'effettivo abuso dell'acquisito privilegio informativo (il *tippee trading*) rileva unicamente sotto il profilo amministrativo.

<sup>27</sup> Cfr. Corte di Giustizia, 22 novembre, 2005, causa C-384/02, in *Dir. giust.*, 2005, n. 47, p. 92, con nota di CORATELLA C., *L'UE non fa sconti sull'insider trading. Escluse le deroghe soggettive ai divieti*, pp. 90 ss.

<sup>28</sup> SGUBBI F., *Abusi di mercato*, in *Enc. dir.*, Annali, Vol. II, Giuffrè, Milano, 2008, p. 11.

funzioni; la comunicazione deve, poi, essere strettamente necessaria all'esercizio del lavoro, della professione o delle funzioni<sup>29</sup>.

Si realizza, pertanto, una progressione nella tolleranza della *selective disclosure* che culmina nel divieto di *tipping: in primis*, alla comunicazione fatta nel normale esercizio dell'attività dell'*insider* verso un soggetto gravato da un obbligo di riservatezza non è connessa alcuna reazione sanzionatoria<sup>30</sup>; *in secundis*, se la comunicazione (anche solo casuale) è diretta ad un soggetto svincolato da tale obbligo, scatta l'onere di immediata pubblicizzazione della notizia; infine, la comunicazione fatta al di fuori della normale attività dell'*insider* (a prescindere dalle caratteristiche del destinatario) è sanzionabile sul piano sia penale che amministrativo<sup>31</sup>.

### c. Il *tuyautage*

L'art. 184 T.U.F. comma 1, lett. c, prevede l'ipotesi del cd. *tuyautage* 'raccomandazione' o 'induzione'<sup>32</sup> al compimento delle attività di *trading* (lett. a), indirizzate al terzo «sulla base»<sup>33</sup> della notizia *inside*.

L'autonoma previsione del divieto di *tuyautage* si spiega in virtù del dato per cui la raccomandazione e l'induzione, non presuppongono la trasmissione della notizia; nel caso in cui si verificasse anche questa, risulterebbe integrata la fattispecie di cui all'art. 184 c. 1 lett. b T.U.F. Il cd. *tuyautee* ossia il

---

<sup>29</sup> Condizioni che – per indicazione della stessa Corte – devono essere valutate dal giudice nazionale in modo restrittivo, trattandosi di eccezioni ad un divieto generale, rispetto al quale «ogni comunicazione supplementare può aumentare il rischio di uno sfruttamento di tali informazioni»; e tenendo conto «della delicatezza dell'informazione privilegiata».

<sup>30</sup> Il destinatario della notizia, a sua volta, dato il dovere di segretezza legato alla propria funzione si troverà – appresa la notizia – nella condizione di *temporary insider* e sarà destinatario del divieto penalmente sanzionato di sfruttamento della notizia (*trading*) o della sua ulteriore (immotivata) comunicazione (*tipping*): così F. SGUBBI, op. ult. cit., p. 11: «correlativamente alla comunicazione 'lecita', [...], si accompagna il riconoscimento della qualifica di *insider* primario in capo a chi la riceve».

<sup>31</sup> Progressione coerente con l'obiettivo di bilanciare l'eventuale opportunità di una *disclosure* solo parziale con l'esigenza di limitare la trasmissione di posizioni di privilegio informativo.

<sup>32</sup> Nella formulazione precedente compariva il verbo 'consigliare' il quale però rimandava all'idea del mero suggerimento avente di certo meno capacità persuasiva.

<sup>33</sup> Tale inciso implica, analogamente a quanto accade per la fattispecie di 'utilizzo', che l'operazione indicata trovi la sua base logico-economica nella conoscenza dell'informazione privilegiata.

destinatario della raccomandazione o dell'induzione, potrà lecitamente compiere le operazioni indicategli, in quanto non in possesso dell'informazione privilegiata; sebbene per il perfezionamento del reato di cui alla lett. c non sia richiesta la realizzazione dell'opera suggerita<sup>34</sup>. La ragione è che, mentre la comunicazione può rispondere ad esigenze lecite, la raccomandazione/induzione è da valutarsi di per sé scorretta, proprio in quanto finalizzata allo sfruttamento della notizia<sup>35</sup>.

Rispetto alla 'raccomandazione' non sorgono problemi interpretativi. Maggiori perplessità sono, invece, nate rispetto alla condotta di 'induzione'; termine che sembrerebbe presupporre l'attuazione del comportamento indotto da parte del suo destinatario<sup>36</sup>. Si tratta, probabilmente, di una forzatura linguistica generata dal pedissequo rispetto dell'indicazione comunitaria, anche sotto un profilo lessicale. L'opposta opinione, del resto, finirebbe col porsi in senso contrario alla tesi comunemente accolta, secondo cui – ai fini del perfezionamento del reato – non occorre che il destinatario del suggerimento compia effettivamente le operazioni indicategli.

La condotta di *tuyautage* deve avere un preciso connotato eziologico, in grado di escludere tutte le ipotesi in cui la raccomandazione sia compiuta a prescindere dal privilegio informativo dell'*insider*<sup>37</sup>. Tale legame strumentale implica che questi agisca a partire dalla conoscenza della notizia *price sensitive*, ma non che il contenuto tipico di essa venga trasmesso al destinatario della raccomandazione/induzione, in tal caso si rientrerebbe infatti nell'ipotesi di *tipping*.

---

<sup>34</sup> Diversamente dal *tipping* non si prevede la non punibilità dei reati commessi nel «normale esercizio del lavoro, della professione, della funzione e dell'ufficio».

<sup>35</sup> RUSSO Y., *Abuso di informazioni privilegiate e manipolazione del mercato: alcuni rilievi interpretativi*, in *Impresa commerciale e industriale*, Roma, UTET, 2005, p. 1598.

<sup>36</sup> Del resto il diritto penale italiano conosce diverse fattispecie nelle quali l'altrui 'induzione' rappresenta un vincolo modale della condotta, che si sostanzia (con diverse gradazioni di intensità) in un costringimento dell'altrui volontà all'effettivo compimento di atti non voluti. Di contro, tale connotazione coercitiva non sembra attagliarsi all'*insider trading*, nella misura in cui vincolare la condotta al compimento dell'attività indotta ne determinerebbe, piuttosto, la sovrapposibilità a fattispecie manipolative in senso più proprio.

<sup>37</sup> Dalla condizione di non-detenzione della notizia *inside* da parte del *tuyautee*, deriva l'impossibilità di sanzionare in capo a quest'ultimo l'eventuale condotta di *trading* posta in essere in esecuzione della raccomandazione ricevuta.

Al pari del *trading*, il divieto di *tuyautage* riproduce la questione relativa alla possibilità di sanzionare la raccomandazione o l'induzione a non compiere determinate operazioni mobiliari che, sulla scorta della notizia *inside*, si rivelano svantaggiose<sup>38</sup>. Esso apre, sotto differente profilo, il problema circa la rilevanza penale dell'*insider non-trading*. Rispetto alle condotte considerate, tuttavia, non appare opponibile quel limite 'ontologico' che impedirebbe di sanzionare l'astensione dal *trading* generata dalla conoscenza riservata della notizia *price sensitive*: ovvero vietare all'*insider* di dare consigli di *non-trading* sulla base della notizia riservata, non equivale ad imporre di dare consigli di *trading* malgrado l'informazione lo sconsigli; ma vuol dire, più semplicemente, imporre *tout court* di non 'dare il consiglio' che sulla notizia si basi. Pertanto, la soluzione deve essere rintracciata – *de iure condito* – nella possibile estensione del significato espresso dal termine «compimento» (degli atti di cui alla lett. a), che della raccomandazione/induzione è oggetto<sup>39</sup>.

#### 4. Il problema dello “scalping”.

Il termine *scalping* deriva dall'inglese “*to scalp*” che significa “speculazione fulminea”. Questo designa la condotta di colui che rilascia raccomandazioni su uno o più strumenti finanziari attraverso un qualsiasi mezzo di comunicazione e subito dopo profitta del movimento dei prezzi innescato dalla sua condotta vendendo i titoli da lui detenuti. Quando si dice che un investitore, lo *scalper* sta mettendo in campo una strategia di *scalping* significa che questo sta operando molto velocemente, aprendo e chiudendo molte operazioni nell'arco temporale di pochissimi secondi o minuti. La prima condizione che viene ricercata dallo *scalper* è un mercato molto liquido e

---

<sup>38</sup> SGUBBI, *op. ult. cit.*, p. 12.

<sup>39</sup> Soluzione che non sembra trovare, ancor oggi, alternative senza violare il principio di tassatività della norma penale, la quale – nella fattispecie – incrimina la raccomandazione o l'induzione «al compimento» e non anche «all'astensione dal compimento». Diversamente NAPOLEONI V., *op. ult. cit.*, p. 731; secondo cui l'ipotesi è già sul piano teorico impedita «da considerazioni logico-sistematiche, non essendo ipotizzabile che la proibizione in parola abbia una portata più ampia del divieto 'base' di utilizzazione, il quale, come si è visto, non si estende al c.d. *insider non trading*».

frenetico sul quale investire configurando *take profit* e *stop loss* molto stretti, anche di soli 3 o 4 punti all'entrata, ma cercando il vantaggio economico nel totale delle operazioni in gioco. Invero, ferma restando la scorrettezza insita in tale fenomeno alla luce dell'omessa dichiarazione del conflitto d'interessi in cui versa l'autore della raccomandazione, con il connesso pericolo che il contenuto dell'opinione espressa sia asservito al fine speculativo, appare problematica la sua sussunzione nell'ambito degli illeciti di borsa<sup>40</sup>. Quanto all'abuso di informazioni privilegiate, a prima vista potrebbe rilevarsi che tra l'intenzione di realizzare un'attività delittuosa e quella di rivendere i titoli detenuti, "catturando" il differenziale di prezzo provocato dalla diffusione della raccomandazione, non sussistono significative differenze e pertanto, è possibile una comune valutazione in termini di illiceità. In entrambi i casi, infatti, l'informazione di cui si tratta attiene agli effetti causati dalla realizzazione della propria condotta, che l'agente è in grado di prevedere. Nondimeno, tale parallelismo è solo apparente, giacché rispetto allo *scalping* la configurabilità dell'illecito in esame risulta preclusa da ragioni strutturali. Trascurando l'ipotesi che l'agente detenga gli strumenti finanziari e solo dopo prenda corpo in lui la decisione di effettuare la raccomandazione, trattandosi di una mera intenzione non ancora esteriorizzata, sia nella successiva loro vendita, non sussistendo più un'informazione destinata alla pubblicazione.

Difatti, il disvalore dello *scalping* risiede per intero nel conflitto d'interessi che muove l'agente a raccomandare l'acquisto dei valori da lui detenuti e che gli rivende subito dopo: elemento questo destinato a restare fuori dalla condotta tipica dell'abuso di informazioni privilegiate e in grado, da solo, di rivelare la profonda diversità intercorrente tra i due fenomeni in esame.

---

<sup>40</sup> SEMINARA S., *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 *Banca borsa tit. cred.*, 2008, 03, 331.



**CAPITOLO 2**

**GLI ELEMENTI DELLE CONDOTTE DI *INSIDER TRADING*:  
DAL DOLO AL PROBLEMA DELLA COMPETENZA TERRITORIALE**

**1. L'elemento soggettivo e l'*onus probandi*.**

Come già accennato nel primo capitolo, per interpretazione univoca, l'elemento soggettivo del delitto di abuso di informazioni privilegiate consiste nel dolo generico per cui l'agente deve avere la consapevolezza del carattere privilegiato dell'informazione che utilizza per realizzare operazioni<sup>41</sup>, fare raccomandazioni od effettuare comunicazioni.

Sul punto la Corte di Giustizia, nella celeberrima sentenza *Spector Photo Group*, ha specificato che «il fatto che una persona [...] che detiene informazioni privilegiate acquisisca o ceda, o cerchi di acquisire o cedere, per conto proprio o per conto di terzi, direttamente o indirettamente, gli strumenti finanziari cui le informazioni si riferiscono comporta che tale persona ha “utilizzato tali informazioni” ai sensi di detta disposizione, fatto salvo il rispetto

---

<sup>41</sup> Nel qual caso è necessaria altresì la rappresentazione del rapporto strumentale tra l'informazione stessa e la ragione dell'operazione.

dei diritti della difesa e, in particolare, del diritto di poter confutare tale presunzione»<sup>42</sup>.

La questione se detta persona abbia violato il divieto degli abusi di informazioni privilegiate, precisa la Corte, deve essere analizzata alla luce della finalità della direttiva comunitaria, «la quale consiste nel tutelare l'integrità dei mercati finanziari e nel rafforzare la fiducia degli investitori, che riposa, in particolare, sulla garanzia che questi ultimi saranno posti su un piano di parità e tutelati contro l'utilizzazione illecita delle informazioni privilegiate».

E' stato evidenziato, inoltre, come, ai fini della configurabilità dell'elemento psicologico del soggetto *insider* e, in particolare, del diritto di poter confutare tale presunzione, non sia necessario il riferimento ad alcun elemento speculativo, rappresentando, tale ultimo, un'intenzione costante ravvisabile in ogni operazione di borsa.

Per ovviare al problema della dimostrazione dell'effettivo sfruttamento si tende a limitare l'*onus probandi* del giudice alla detenzione delle notizie privilegiate da parte dell'imputato. In tal modo la fattispecie rischia però di risolversi in un reato "d'autore" legato al semplice compimento della transazione in borsa da parte di determinati soggetti, sconvolgendo così l'essenza della condotta incriminata e giungendo alla presunzione di una lesione dell'interesse tutelato. Sulla stessa linea si pone l'asserita compatibilità tra la fattispecie *ex art.184 T.U.F.* con il dolo eventuale ritenendosi punibile la condotta del soggetto che si rappresenti il rischio della commissione del reato e, tuttavia, magari agisca per il raggiungimento di altri fini.

## **2. Il momento consumativo.**

Il reato di *insider trading* ha natura istantanea e si consuma con il compimento dell'operazione finanziaria, con la comunicazione della notizia o con l'effettuazione della raccomandazione o dell'induzione. Nel caso di comunicazione dell'informazione a terzi o del consiglio di compimento di

---

<sup>42</sup> Corte di giustizia UE, 23 dicembre 2009, C-45/08 *Spector Photo Group NV, Chris Van Raemdonck / Commissie voor het Bank, Financie-en Assurantiewezen (CBFA)*.

determinate operazioni, la consumazione del reato si realizza al momento della comunicazione, essendo irrilevante l'uso dell'informazione da parte del terzo, ovvero l'esecuzione del consiglio. Si tratta di un reato di mera condotta, in cui non è mai richiesta la verifica di un evento di danno, ovvero il conseguimento effettivo di un profitto in capo all'agente. Inoltre, trattandosi di un reato di pericolo, il giudice non è tenuto ad accertare l'esistenza dell'effetto dell'abuso di mercato.

Questioni più problematiche circa l'esatta individuazione del momento consumativo, si pongono relativamente alla condotta di *trading*, così come analizzate nel paragrafo successivo.

### **3. Dematerializzazione dello strumento finanziario e competenza territoriale.**

In relazione alla condotta di *trading*, l'identificazione del momento consumativo può presentare profili problematici posto che il diritto penale dei mercati finanziari si caratterizza per la presenza di elementi dematerializzati.

Infatti, a seguito della legge sulla dematerializzazione (d.lgs. 213/1998)<sup>43</sup>, lo strumento finanziario non ha più un supporto fisico per cui il concetto di acquisto o di vendita non postula il passaggio di un oggetto materiale da un soggetto a un altro<sup>44</sup>.

Come è noto, dalla fine degli anni novanta gli strumenti finanziari scambiati nei mercati regolamentati italiani sono stati dematerializzati per ragioni di celerità e di sicurezza dei traffici e, da un sistema cartolare di raccolta accentrata dei certificati presso un organismo depositario unico, si è passati ad

---

<sup>43</sup> Decreto Legislativo 24 giugno 1998, n. 213, recante "Disposizioni per l'introduzione dell'EURO nell'ordinamento nazionale, a norma dell'articolo 1, comma 1, della legge 17 dicembre 1997, n. 433", pubblicato nella Gazzetta Ufficiale n. 157 dell'8 luglio 1998 - Supplemento Ordinario n. 116.

<sup>44</sup> GARBAGNATI G., *La competenza a conoscere dei reati societari*, in CERQUA L.D., *Diritto penale delle società. Profili sostanziali e processuali*, II, Milano, 2009, p. 1154 s.

un meccanismo di registrazioni contabili delle operazioni da parte degli intermediari<sup>45</sup>.

Questo superamento della fisicità dei titoli, mediante l'eliminazione obbligatoria delle *chartulae* esistenti, ha determinato importanti modifiche nel processo di circolazione dei diritti in essi incorporati, che ora avviene senza la *traditio* del supporto cartaceo ma unicamente tramite trasferimenti virtuali annotati dalla società di gestione accentrata e dagli intermediari sui rispettivi registri contabili.

**a. La gestione accentrata in regime di dematerializzazione degli strumenti finanziari.**

Il d.lgs. 231/1998, emanato in attuazione della l. 433/1997 per l'introduzione dell'Euro nell'ordinamento italiano<sup>46</sup>, disciplinava le regole principali relative alla "dematerializzazione" degli strumenti finanziari. Tali norme sono state abrogate a seguito del recepimento della Direttiva 2007/36/CE, relativa all'esercizio di alcuni diritti degli azionisti di società quotate, che ha trasferito nel T.U.F. (agli artt. 83-*bis* ss.) i principi in precedenza contenuti nel c.d. decreto euro.

In estrema sintesi, la normativa prevede: a) che gli strumenti finanziari negoziati o destinati alla negoziazione sui mercati regolamentati italiani non possono essere rappresentati da titoli, ai sensi e per gli effetti della disciplina di cui al Titolo V, Libro IV, c.c.; b) che in relazione alla loro diffusione tra il pubblico la CONSOB, con regolamento emanato d'intesa con la Banca d'Italia, può prevedere che siano sottoposti a dematerializzazione necessaria anche altri strumenti finanziari; c) che gli emittenti possono sottoporre a dematerializzazione volontaria gli strumenti finanziari dagli stessi emessi. In sostanza, dunque, gli strumenti finanziari quotati non possono essere mai rappresentati da titoli e quelli che incorporavano in precedenza strumenti

---

<sup>45</sup>Per un'attenta ricostruzione storica, MASTROPAOLO E.M., voce *Dematerializzazione* (strumenti finanziari), in *Dig. disc. priv.*, Sez. comm., Torino, 2007, p.238 ss.

<sup>46</sup> Legge 17 dicembre 1997, n. 433, "Delega al Governo per l'introduzione dell'EURO" pubblicata nella Gazzetta Ufficiale n. 295 del 19 dicembre 1997.

quotati sono stati – con l’entrata in vigore del d.lgs. 213/1998 – annullati. Il legislatore ha, inoltre disciplinato le questioni relative alle modalità di circolazione degli strumenti finanziari dematerializzati (art. 83-*quater* T.U.F.); i requisiti della legittimazione all’esercizio dei diritti inerenti a ciascun tipo di strumenti (art. 83- *quinquies* T.U.F.); le condizioni in presenza delle quali i diritti medesimi sono esercitabili in via autonoma (art. 83 - *septies* T.U.F.). Dunque, per ciascuna emissione di strumenti finanziari soggetti a dematerializzazione deve essere scelta un’unica società di gestione accentrata; presso la stessa ogni intermediario accende un conto; il trasferimento degli strumenti finanziari dematerializzati avviene, ad opera dell’intermediario, attraverso il “trasferimento”, dal conto dell’alienante a quello dell’acquirente, della annotazione dei titoli trasferiti<sup>47</sup>.

#### **b. Il caso Unipol.**

La Cassazione, chiamata per la prima volta a pronunciarsi in tema di determinazione della competenza per territorio del reato di abuso di informazioni privilegiate, con la celeberrima pronuncia sul caso Unipol<sup>48</sup>, ha affermato che gli scambi di strumenti finanziari nei mercati regolamentati sono classificabili come contratti ad efficacia obbligatoria aventi ad oggetto cose determinate solo nel genere.

Secondo la ricostruzione analitica della Suprema Corte, il sistema di circolazione degli strumenti dematerializzati si avvale di un articolato meccanismo alla cui realizzazione contribuiscono diversi soggetti: «l’alienante che incarica l’intermediario di procedere all’operazione di giro, l’intermediario stesso, che emette l’ordine di giro e addebita il trasferimento al conto del cedente, la società di gestione accentrata, che esegue il giroconto, infine l’intermediario del compratore, che accredita l’acquisto sul conto di

---

<sup>47</sup> VANONI S., *Abuso d’informazioni privilegiate, competenza territoriale e luogo di acquisizione della titolarità di strumenti finanziari negoziati in Borsa: la conferma di molte incertezze*, in *Banca borsa tit. cred.* 2011, 2, 191 (Nota a Cass. pen., Sez. V., 21 gennaio 2009, n. 7769).

<sup>48</sup> Cassazione penale, Sez.V, 23 febbraio 2009, n.7769.

quest'ultimo. Tutto questo procedimento si colloca dopo la conclusione tra le parti dell'accordo relativo al trasferimento degli strumenti finanziari in questione»<sup>49</sup>.

La proposta di negoziazione dell'intermediario-acquirente viene automaticamente abbinata con quella corrispondente di segno opposto dell'intermediario-venditore mediante l'utilizzo dei circuiti informatici organizzati dalla società di gestione del mercato (ad oggi principalmente Borsa Italiana s.p.a., ex artt. 61 ss. T.U.F.)<sup>50</sup>.

Dopo la quotidiana verifica di riscontro e rettifica dei contratti ad opera di Monte Titoli s.p.a. al fine di evitare che ogni contratto sia accompagnato da un'autonoma operazione di giro, il giorno successivo alla transazione un'apposita società (Cassa di Compensazione e Garanzia s.p.a.) procede alla compensazione multilaterale delle posizioni assunte dagli intermediari con

---

<sup>49</sup> Nel caso di specie, la Corte ha accolto il ricorso proposto dall'imputato avverso la decisione del giudice di merito che aveva respinto l'eccezione di incompetenza territoriale sulla base dell'assunto secondo cui l'acquisto si sarebbe perfezionato già al momento e nel luogo in cui era avvenuto l'incrocio telematico delle proposte di negoziazione nel sistema organizzato da Borsa Italiana s.p.a., che gestisce – a Milano – il mercato della borsa. Il caso riguarda due titoli obbligazionari Unipol quotati, all'epoca dei fatti, sul comparto di Borsa c.d. Mot. L'analisi delle contrattazioni – in seguito ad accertamenti effettuati dalla CONSOB sulla base di una segnalazione dell'ADUSBEF (Associazione per la Difesa degli Utenti dei Servizi Bancari e Finanziari) – avevano evidenziato rilevanti anomalie nel volume degli scambi e nell'andamento del prezzo. Dalle indagini era emerso come massicce operazioni di acquisto fossero state poste in essere, per conto di Unipol, da parte di soggetti in possesso dell'informazione privilegiata relativa alla decisione dell'emittente di procedere al rimborso anticipato dei titoli al loro valore nominale di euro 100. Nello specifico, «tali acquisti – concernenti titoli che, durante i dodici mesi antecedenti alla diffusione della notizia, avvenuta il 1° marzo 2002, erano negoziati ad un prezzo medio pari a circa euro 90 per l'uno e 95 per l'altro, poi salito a 100 euro per entrambi in conseguenza della diffusione dell'informazione – avevano procurato alla società stessa un beneficio economico, in termini di mancato esborso per il riacquisto, pari a euro 3.278.947. Gli accertamenti della CONSOB avevano inoltre evidenziato come, nel periodo sospetto in cui si erano concentrate le attività di rastrellamento, quasi tutte le operazioni riconducibili agli insiders fossero state effettuate in diverse *tranches* ad opera di un unico intermediario italiano (COFIMO), che aveva acquistato per conto proprio le obbligazioni per un controvalore complessivo pari a circa 48 milioni di euro. I titoli erano stati successivamente rivenduti da COFIMO ad un intermediario lussemburghese (Crédit Lyonnais Luxemburg s.a.), che li aveva poi ceduti a due società straniere di intermediazione mobiliare (Darington asset management s.a. e Hepta securities Ltd.), le quali avevano a loro volta ricondotto le operazioni in esame alla richiesta fatta dalla stessa Unipol di effettuare un *buy back* delle obbligazioni».

<sup>50</sup> La piattaforma telematica di scambi che da tempo ha sostituito le singole *corbeilles* e la negoziazione alle grida è costituita da una rete di elaboratori e terminali installati presso gli operatori abilitati e consente agli intermediari, collocati in luoghi diversi, di inserire in ogni momento le proposte di acquisto e di vendita durante gli orari di negoziazione del mercato.

riferimento ad un certo titolo, assumendo, a funzione di garanzia, la posizione di controparte centrale nei confronti dei negozianti mediante un sistema di sostituzione nei rispettivi ruoli contrattuali (c.d. *clearing*)<sup>51</sup>. Una volta convertita l'operatività dei singoli partecipanti in un'unica posizione creditoria/debitoria, Cassa di Compensazione e Garanzia s.p.a. invia i saldi di ciascun intermediario al servizio di liquidazione (c.d. *settlement*) di Monte Titoli s.p.a. che, il terzo giorno di borsa aperto successivo alla stipulazione (c.d. Liquidazione t+3), procede alla movimentazione del denaro e dei titoli delle parti coinvolte, come disposto – per quanto riguarda i segmenti MTA e MOT – dagli artt. 4.1.1 e 4.4.1 Regolamento di Borsa. Infine e solamente a conclusione del processo di liquidazione dei titoli, Monte Titoli s.p.a. comunica l'avvenuta registrazione delle operazioni realizzate agli intermediari, i quali effettuano, appena ricevuta la suddetta comunicazione, i relativi addebitamenti e accreditalenti, rispettivamente sul conto del cliente che ha impartito l'ordine di trasferimento e su quello del destinatario finale degli strumenti finanziari.

Rimane da stabilire, però, “quando” e “dove” esattamente si acquisisce la proprietà del titolo dematerializzato. Nel caso di specie, il problema era stabilire se il compimento dell'operazione di giro (cioè della procedura di debito/accredito nei conti del cliente e del cessionario e dei rispettivi intermediari) fosse condizione sufficiente perché si producesse l'effetto traslativo che trovava la propria fonte nell'atto negoziale già perfezionatosi (nella fattispecie, nel contratto concluso nel mercato telematico gestito da Borsa Italiana), oppure no.

La Suprema Corte si è trovata, così, a dover affrontare la controversa questione relativa all'operatività o meno del principio consensualistico nella circolazione dei titoli dematerializzati, prendendo posizione a favore delle tesi anticonsensualistiche<sup>52</sup>.

---

<sup>51</sup> RAGNI E., *Abuso di informazioni privilegiate, momento consumativo e competenza territoriale*, in *Dir. pen. e processo*, 2010, 2, 215 (Nota a Cass. pen. Sez. V Sent. 21 gennaio 2009, n. 7769).

<sup>52</sup> In merito al dibattito tra le posizioni consensualistiche e quelle contrarie, per tutti CALLEGARI M., *Profili sistematici della dematerializzazione degli strumenti finanziari: le*

In particolare, all'interno di quella parte della dottrina che rifiuta l'applicazione del modello consensualistico, alcuni sostengono che nell'individuazione degli adempimenti formali che segnano l'effetto reale del contratto di borsa, l'efficacia traslativa sui titoli si produce col compimento dell'operazione di giro "in monte" con cui la società di gestione accentrata accredita/addebita i conti dei due intermediari acquirente/alienante; mentre secondo un diverso orientamento, cui i giudici della Corte ritengono di aderire, assume rilevanza l'accreditamento degli strumenti finanziari da parte del singolo intermediario sul conto del destinatario finale. La conseguenza di tali differenti concezioni, nell'ottica penalistica, è che, nell'un caso, il luogo del perfezionamento del reato coincide con la sede della società di gestione accentrata, nell'altro caso i procedimenti per insider trading sono destinati a "dispersersi sul territorio nazionale secondo la localizzazione degli uffici interni dell'intermediario preposti all'annotazione sul dossier della clientela".

Le motivazioni centrali della sentenza ruotano essenzialmente intorno all'assunto che i contratti di compravendita aventi ad oggetto strumenti finanziari dematerializzati e conclusi nei mercati regolamentati hanno effetti obbligatori tra le parti. In particolare, il ragionamento della Cassazione muove dall'assunto per cui la dematerializzazione dei titoli di credito, pur facendo scomparire qualsiasi supporto cartaceo e quindi ogni loro componente di fisicità (anche se rimane pur sempre una "materialità" documentale elettronica) non elimina la necessità dell'individuazione (*ex art. 1378 c.c.*) dell'oggetto degli atti negoziali.

Ciò posto, ad avviso dei giudici di legittimità, con la formazione dell'accordo negoziale «tramite l'incontro o l'incrocio delle due proposte di negoziazione» le parti si obbligano semplicemente a effettuare la consegna dematerializzata delle *species* di valori appartenenti al *genus* dedotto in obbligazione mediante la registrazione ad opera dell'intermediario; tale

---

*regole di circolazione del sistema disciplinato dai dd.lgs. 58/1998 e n.213/1998*, in CALLEGARI M.- COTTINO G.- DESANA E.- SPATAZZA G., *I titoli di credito*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da COTTINO G., VII, 2006, p.162.

registrazione rappresenta, per l'appunto, l'individuazione di quest'ultimi e segna il momento a partire dal quale la titolarità sugli stessi può considerarsi trasferita all'acquirente in forza dell'art. 1378 c.c. Dunque, nella circolazione degli strumenti dematerializzati la formazione dell'accordo negoziale comporta soltanto la conclusione di un contratto di vendita con efficacia obbligatoria: la titolarità dei valori ceduti rimane in capo all'alienante sino al completamento della operazione di giro. La conclusione adottata, allora, è che ai fini della determinazione della competenza per territorio, il luogo di consumazione del reato di *insider trading* «commesso attraverso l'acquisto di strumenti finanziari dematerializzati utilizzando informazioni privilegiate di cui l'agente sia a diverso titolo in possesso, va individuato in quello nel quale risulti effettuata la registrazione dei titoli sul conto dell'acquirente, che segna il momento del trasferimento della proprietà dei beni oggetto di compravendita»<sup>53</sup>.

Sulla base di tali considerazioni, la Cassazione, nella sentenza esaminata ha specificato – in relazione alla previgente fattispecie – che il momento consumativo del reato «è da individuare, quando la condotta incriminata consista nell'acquisto di strumenti finanziari “dematerializzati”, in coincidenza con il trasferimento della proprietà dei titoli, che si perfeziona solo con il compimento della registrazione in accredito, ad opera dell'intermediario, sull'apposito conto aperto dall'acquirente»<sup>54</sup>.

### **c. Criticità.**

In verità la soluzione avanzata dai giudici di legittimità suscita qualche perplessità. In un contesto in cui ogni operazione di compravendita di strumenti finanziari, seppur soggetta a compensazione, coinvolge necessariamente due intermediari, uno per l'acquirente e l'altro per la controparte alienante, non si comprende la ragione su cui si fonda l'asserita efficacia costitutiva della sola

---

<sup>53</sup> CARDARELLI M.C., *L'azione dematerializzata: dallo statuto alla fattispecie*, Milano, 2001, p.232 ss.

<sup>54</sup> FOLADORE, *Il caso UNIPOL e la nuova disciplina dell' insider trading*, in *Corriere del merito*, 2007, 6, 767 (Nota alla sentenza sul c.d. “Caso UNIPOL”).

“registrazione sul conto intrattenuto dagli acquirenti” senza che assuma alcuna rilevanza per la stessa operazione la corrispondente annotazione da parte dell’intermediario del dante causa.

Anzitutto, la validità traslativa della registrazione presso Monte Titoli s.p.a. è smentita dal fatto che, nell’ipotesi in cui alienante e acquirente sono clienti di un medesimo intermediario aderente al sistema accentrato, il giroconto è effettuato direttamente da quell’intermediario che trasferisce i titoli dall’uno all’altro dei suoi conti, senza che l’operazione transiti nella contabilità di Monte Titoli s.p.a. che in questa specifica circostanza non interviene. Peraltro, il principio di definitività e irrevocabilità degli scambi, fin dall’inserimento dell’ordine da parte dell’intermediario, è sancito non solo tra le parti ma anche nei confronti dei terzi, dall’art.72 c,1 T.U.F. per quanto riguarda la liquidazione coattiva dei contratti di borsa stipulati da un intermediario inadempiente, nonché dall’art.2 d.lgs. 12 aprile 2001, n.210, in riferimento all’ipotesi di insolvenza dell’intermediario<sup>55</sup>.

Sulla base di quanto sopra esposto e in mancanza di espresse determinazioni legislative in senso diverso, il perfezionamento delle negoziazioni e dunque dell’acquisto della titolarità dello strumento finanziario dematerializzato, si fonda sul raggiungimento dell’accordo tra le parti che, nel caso di scambi impersonali, si verifica nel momento e nel luogo in cui le proposte di negoziazione (di vendita e di acquisto) si incrociano telematicamente nel sistema organizzato da Borsa Italiana s.p.a.

#### **4. I nuovi problemi in ordine alla consumazione del reato.**

La soluzione appena raggiunta deve tuttavia confrontarsi con due recenti innovazioni: a) l’attuazione in Italia della direttiva Mifid, da cui è derivata l’abrogazione del principio della concentrazione degli scambi sui mercati regolamentati allo scopo di incentivare la concorrenza tra diverse sedi di

---

<sup>55</sup> SANTORIELLO C.,  *Mercati finanziari (tutela penale)*, in *Dig. disc. pen.*, Agg., Torino, 2008, p.679.

negoziazione e la riduzione dei costi di transazione; b) la delocalizzazione della piattaforma informatica degli scambi gestiti da Borsa Italiana s.p.a.

Quanto al primo aspetto, il quadro delineato dal dettato originario del T.U.F. invero, è stato profondamente modificato a seguito dell'attuazione (anche nel nostro ordinamento) della direttiva Mifid. Il d.lgs. 17 dicembre 2007, n. 164, ha anzitutto eliminato la notazione di "mercato non regolamentato" ed ha esplicitamente disciplinato due "sistemi di negoziazione diversi dai mercati regolamentati", ovverosia i "sistemi multilaterali di negoziazione" e gli "internazionalizzatori sistematici". Secondo la definizione un po' criptica dell'art. 1, co. 5 – *octies* T.U.F. la gestione di sistemi multilaterali di negoziazione consiste nella «gestione di sistemi multilaterali che consentono l'incontro, al loro interno ed in base a regole non discrezionali, di interessi multipli di acquisto e di vendita di terzi relativi a strumenti finanziari, in modo da dar luogo a contratti». In sostanza, si tratta di un servizio, predisposto dall'intermediario, che consente «l'incontro di proposte di vendita e di acquisto, senza che l'intermediario diventi parte dei relativi contratti»<sup>56</sup>. Anche a voler accogliere la tesi del consenso traslativo, si giungerebbe comunque alla paventata "frantumazione" della competenza territoriale, atteso che il reato sarebbe da intendersi consumato nel luogo in cui ha sede il sistema multilaterale di negoziazione che ha realizzato l'operazione. Il fatto che lo scambio non debba più necessariamente essere realizzato in uno dei mercati gestiti ma possa situarsi nelle c.d. *trading venues* alternative, avrà inevitabilmente un impatto sotto il profilo della competenza territoriale dei procedimenti che tenderanno quindi a disperdersi rispetto a Milano, collocandosi di volta in volta nella sede italiana dell'internazionalizzatore sistematico, ovvero del sistema multilaterale di negoziazione che ha realizzato l'operazione. Il principio consensualistico potrebbe originare, infine, conseguenze paradossali a seguito della fusione di Borsa Italiana s.p.a. con la *London Stock Exchange Ltd.* e la conseguente

---

<sup>56</sup> AMATI E., *Abusi di mercato e sistema penale, Itinerari di Diritto Penale*, Collana diretta da DOLCINI E.- FIANDACA G. - MUSCO E.- PADOVANI T. - PALAZZO F.- SGUBBI F., Torino, Giappichelli Editore, 2012, p.159 ss.

utilizzo della piattaforma inglese di *trading* denominata *TradElect*. Secondo il principio negoziale la volontà delle parti si formerebbe nel luogo in cui il *server* abbina le proposte di negoziazione ad opera del sistema informatizzato; dunque, dovrebbe concludersi che la transazione è avvenuta a Londra, ove sono situati i sistemi operativi della rete di scambio. Certo, trattandosi di condotta perfezionata all'estero, la cui punibilità secondo la legge italiana è però stabilita dall'art. 182 T.U.F. (secondo cui rileva l'attinenza delle operazioni agli «strumenti finanziari ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato italiano o in un sistema multilaterale di negoziazione italiano»), per la determinazione della competenza territoriale si potranno utilizzare i principi generali di previsti dal codice di procedura penale ai fini dell'individuazione del foro competente: dunque l'art. 9, a seconda che l'ordine dell'intermediario sia stato impartito dall'Italia (dove, quindi, si è perfezionata almeno una parte della condotta), oppure l'art. 10 se la condotta è stata integralmente perfezionata all'estero<sup>57</sup>.

Nello scenario descritto senza l'auspicato intervento legislativo attributivo in via espressa della competenza territoriale ad un determinato foro, ci si dovrà aspettare una pericolosa dispersione dei procedimenti sul territorio con le gravi ricadute in termini di efficacia repressiva che inevitabilmente ne conseguono.

---

<sup>57</sup> SEMINARA S., *Crisi finanziaria e disorientamenti etici e giuridici*, in *Dir. Pen. Proc.*, 2009, p. 273 ss.



**CAPITOLO 3**  
***INSIDER TRADING: L'ILLECITO AMMINISTRATIVO***  
***E IL PROBLEMA DEL NE BIS IN IDEM***

***1. L'illecito amministrativo di cui all'art.187- bis T.U.F.***

Secondo la formulazione attuale, i divieti operativi imposti dall'art. 187-*bis* riproducono, senza discostarsene, la lettera dell'art. 184 T.U.F., determinando la precisa coincidenza delle condotte rilevanti<sup>58</sup>. Unici elementi di differenza sono dati dall'ambito soggettivo di applicazione della disciplina sanzionatoria, estesa anche agli *insiders* secondari, e dall'elemento subiettivo della condotta, essendo l'illecito amministrativo punibile anche a titolo di colpa.

In primo luogo, si rileva come nella previsione dell'art. 187-*bis* la nozione di *insider* secondario sia differente da quella sin qui utilizzata per descrivere il

---

<sup>58</sup> Il primo comma della norma citata recita: “*Salve le sanzioni penali quando il fatto costituisce reato, è punito con la sanzione amministrativa pecuniaria da euro ventimila a euro tre milioni chiunque, essendo in possesso di informazioni privilegiate in ragione della sua qualità di membro di organi di amministrazione, direzione o controllo dell'emittente, della partecipazione al capitale dell'emittente, ovvero dell'esercizio di un'attività lavorativa, di una professione o di una funzione, anche pubblica, o di un ufficio: a) acquista, vende o compie altre operazioni, direttamente o indirettamente, per conto proprio o per conto di terzi su strumenti finanziari utilizzando le informazioni medesime; b) comunica informazioni ad altri, al di fuori del normale esercizio del lavoro, della professione, della funzione o dell'ufficio; c) raccomanda o induce altri, sulla base di esse, al compimento di taluna delle operazioni indicate nella lettera a)*”.

*tippee*<sup>59</sup>. Il comma 4 prevede, infatti, che il rilievo sanzionatorio delle condotte poste in essere dagli *insiders* primari si estenda «a chiunque, in possesso di informazioni privilegiate, conoscendo o potendo conoscere in base ad ordinaria diligenza il carattere privilegiato delle stesse, compie taluno dei fatti ivi descritti». Sicché – superate le precedenti discussioni circa la natura giuridica del requisito della provenienza qualificata della notizia riservata, venuto meno il requisito medesimo – la fattispecie si incentra esclusivamente sul mero possesso dell’informazione *inside*, con un conseguente allargamento a macchia d’olio dell’ambito operativo della norma: l’insorgere dell’inibizione operativa (consistente anche solo nel riferire a terzi la notizia) è legato alla condizione di possesso dell’informazione da qualunque fonte essa provenga, laddove sotto la vigenza della disciplina penale – di cui alla L. 157/1991, prima, e all’originaria formulazione del TUF, poi – la gittata del divieto si fermava al primo trasferimento dell’informazione da parte dell’*insider* primario (salvo a voler attribuire all’avverbio «indirettamente» un valore parzialmente estensivo anche all’ipotesi della ‘interposta persona’) e non arrivava, comunque, a coprire i casi in cui la notizia venisse fortuitamente carpita da parte soggetto *outsider* (ad es.: un soggetto che trovi alcuni documenti da cui apprende una notizia riservata di rilievo *price sensitive*).

Con riferimento a tale ultimo aspetto è stato osservato come, ai fini della relativa configurazione, non rilevino le modalità di acquisizione dell’informazione privilegiata da parte dell’*insider* secondario, considerato che la formula legislativa utilizzata concentra sul possesso, non ulteriormente qualificato, il fatto costitutivo della situazione idonea ad interdire il compimento delle specifiche attività indicate<sup>60</sup>.

L’effetto estensivo trova, poi, un moltiplicatore nell’apertura alla punibilità delle condotte colpose, strutturale alla natura di illecito amministrativo ed espressamente indicata tramite la locuzione, di cui al comma 4, «conoscendo o

---

<sup>60</sup> MIEDICO M., *Gli abusi di mercato*, in ALESSANDRI A. (a cura di), *Reati in materia economica*, PALAZZO-PALIERO (diretto da), *Trattato teorico-pratico di diritto penale*, Torino, Giappichelli, 2012, p. 65 ss.

potendo conoscere in base ad ordinaria diligenza il carattere privilegiato delle stesse» [delle informazioni]. L'indicazione appare, invero, superflua posto che l'imputabilità dell'illecito amministrativo a titolo colposo è prevista a livello generale dall'art. 3 L. 689/1981<sup>61</sup>; sicché essa funge quasi da promemoria per enfatizzare il più probabile rilievo dell'errore colposo circa la natura privilegiata dell'informazione.

Appare, infatti, certamente difficile rintracciare un'ipotesi in cui una delle condotte tipiche di abuso di informazioni privilegiate possa essere compiuta in forma colposa. Mentre è assai più probabile che il soggetto si trovi in colpa rispetto all'errata consapevolezza del carattere privilegiato della notizia o di altro elemento tipico del fatto (quale ad es. la condizione di «normale esercizio del lavoro, della professione, della funzione o dell'ufficio»)<sup>62</sup>.

E' possibile ipotizzare che il Legislatore abbia voluto indirizzare la norma verso un certo canone di accertamento della colpa («lo scarto fra comportamento atteso dall'agente modello e quello tenuto nel caso concreto»), individuato in «una forma di diligenza non specialmente qualificata, quasi a evocare un criterio di attenzione minima comunque richiesto ad ogni consociato»; laddove, in assenza di tale precisazione, l'interprete si sarebbe potuto orientare verso il recupero – nella diversa prospettiva di imputazione dell'evento antiggiuridico – del criterio dell'investitore ragionevole, cui la norma fa riferimento per la connotazione della *price sensitivity* della informazione<sup>63</sup>.

Va, da ultimo, precisato che nell'ipotesi di rilievo amministrativo *dell'insider trading* il tentativo è equiparato alla consumazione, in ragione di quanto disposto dal 6° comma dell'art.187 *bis* T.U.F.

---

<sup>61</sup> Com'è noto, l'art. 3 cit. riproduce la formula dell'art. 42 c.p., ponendo fine ad ogni dubbio sul residuo margine di responsabilità oggettiva rispetto all'illecito amministrativo depenalizzato (comma 1); nonché il disposto dell'art. 47 circa l'errore sul fatto dovuto a colpa. Sui principi generali in materia di illecito depenalizzato.

<sup>62</sup> DI AMATO, *L'insider trading*, in *I reati del mercato finanziario*, in DI AMATO (diretto da), *Trattato di diritto penale dell'impresa*, Padova, 2007, p. 99 ss.

<sup>63</sup> CARINGELLA- DE PALMA- FARINI- TRINCI, *Manuale di diritto penale- parte speciale*, Roma, 2015, p. 1630 ss.

## **2. La sovrapposizione tra illecito penale ed illecito amministrativo: i rapporti tra le procedure sanzionatorie ed il ruolo della CONSOB.**

Il dato che genera maggiore perplessità – ispiratore di ulteriori riflessioni in tema di sussidiarietà penale e, più in generale, di scelte di politica sanzionatoria – è rappresentato dalla previsione del cumulo tra risposta penale ed amministrativa, allorquando entrambe le ipotesi di illecito risultino realizzate con identica condotta. L'art. 187-*bis* esordisce con l'espressione «salve le sanzioni penali quando il fatto costituisce reato [...]» (e non già «salvo che il fatto costituisca reato [...]»), come di consueto per le c.d. clausole di sussidiarietà espressa), dalla quale si desume trattarsi di un concorso effettivo di norme, che determina un concorso effettivo di illeciti. Nel tentativo di evitare la fatale conseguenza della violazione del principio del *ne bis in idem* che ne deriva, si è valutata la possibilità di una interpretazione conforme ai principi generali circa la concorrenza tra illecito penale ed illecito amministrativo (art. 9 L. 689/1981), come si vedrà in seguito, posto che tra l'art. 184 e l'art. 187-*bis* vi è un evidente rapporto di specialità, dato dalla piena continenza della prima disposizione nel campo di previsione materiale della seconda.

Un importante temperamento al cumulo sanzionatorio previsto dal sistema del doppio binario è stato, comunque, introdotto dal legislatore all'art.187-*terdecies* T.U.F. – in tal maniera, confermando, peraltro, che i due procedimenti procedono in maniera parallela- laddove ha stabilito, opportunamente, che «Quando per lo stesso fatto è stata applicata a carico del reo o dell'ente una sanzione amministrativa pecuniaria ai sensi dell'art.187 *septies* la esazione della pena pecuniaria e della relativa sanzione pecuniaria dipendente da reato è limitata alla parte eccedente quella riscossa dall'Autorità amministrativa».

Mediante tale meccanismo, d'altro canto, il Legislatore ha inteso conformarsi alle indicazioni rese dalla direttiva 2003/6/CE, che aveva espressamente richiesto di salvaguardare, comunque, il principio di

proporzionalità della risposta punitiva adottanda<sup>64</sup>. Tentativo che, tuttavia, non si ritiene sia giunto a buon fine tenendo conto anche di altre disposizioni contenute nella disciplina complessivamente licenziata dal legislatore del T.U.F., le quali forniscono indice certo della applicabilità congiunta, in capo al medesimo fatto illecito, dei due profili sanzionatori. In particolare dal tenore dell'art. 187-duodecies («Rapporti tra procedimento penale e procedimento amministrativo e di opposizione»), si evince che il procedimento amministrativo non debba essere sospeso «per la pendenza del procedimento penale avente ad oggetto i medesimi fatti».

Sotto il primo profilo – per quanto le procedure sanzionatorie siano tra loro autonome e, quindi, non influenzate da fenomeni di litispendenza – si segnala, con non poca perplessità, l'ingerenza della CONSOB – già 'sovrana' nel procedimento amministrativo – all'interno del processo penale. Se, infatti, essa possiede i connotati dell'autorità amministrativa indipendente, alla CONSOB sono stati demandati non soltanto importanti compiti di regolamentazione secondaria, che ne fanno un 'paralegislatore' del mercato», ma – soprattutto (per quel che ci occupa) – funzioni di interpretazione ed applicazione delle norme che hanno indotto sovente a parlare anche di attività 'giudiziale' o 'paragiurisdizionale'.

Dopo la riforma del 2005, la relazione tra l'*authority* e la magistratura inquirente va, invero, ben al di là dell'ausilio che un soggetto tecnico fornisce all'autorità giudiziaria nello svolgimento di indagini complesse e si connota, piuttosto, come un rapporto paritario di mutua collaborazione, posto che il Pubblico Ministero e il Presidente della CONSOB sono tenuti a scambiarsi reciprocamente le *notitiae criminis* di cui ciascuno abbia conoscenza (art. 187-

---

<sup>64</sup> La normativa comunitaria infatti ha optato per la sanzione amministrativa quale risposta comune per punire gli abusi di mercato, prevedendo espressamente all'art. 14, 1° comma che: "Fatto salvo il diritto degli Stati membri di imporre sanzioni penali, gli Stati membri sono tenuti a garantire, conformemente al loro ordinamento nazionale, che possano essere adottate le opportune misure amministrative o irrogate le opportune sanzioni amministrative a carico delle persone responsabili del mancato rispetto delle disposizioni adottate in attuazione della presente direttiva. Gli Stati membri sono tenuti a garantire che tali misure siano efficaci, proporzionate e dissuasive".

*decies*, commi 1 e 2), e ogni altra informazione ritenuta rilevante per agevolare l'accertamento delle violazioni (comma 3). In adempimento di tale funzione di impulso al procedimento (anche penale) la CONSOB può svolgere attività investigativa con ampi poteri di indagine e adottare provvedimenti cautelari patrimoniali (confisca) ed ingiuntivi nei confronti dei soggetti indagati per le relative violazioni<sup>65</sup>. Si tratta, in sostanza, di poteri assimilabili a quelli del Pubblico Ministero – garantiti, infatti, dalla previsione di un delitto e di un illecito amministrativo a tutela delle funzioni di vigilanza della CONSOB e asseverati da un obbligo di riservatezza per i dipendenti della CONSOB anche nei confronti della stessa autorità giudiziaria – rispetto ai quali è stato prospettato il rischio che la giurisprudenza si affidi, nella selezione delle condotte penalmente rilevanti, a quanto stabilito dall'*authority* del mercato nel procedimento parallelo per l'accertamento dell'illecito amministrativo, trasformando così la norma penale in uno strumento di repressione adeguabile al caso concreto.

Le maggiori preoccupazioni riguardano, peraltro, il duplice ruolo che la CONSOB riveste nei due paralleli procedimenti: l'*authority* all'interno del processo penale esercita, infatti, i diritti garantiti agli enti e alle associazioni rappresentativi degli interessi lesi dal reato, con l'esplicita facoltà di costituirsi parte civile per il risarcimento «dei danni cagionati dal reato all'integrità del mercato» (art. 187-*undecies* T.U.F). Sicché essa può intervenire, esercitando le facoltà ed i diritti riconosciuti alla parte civile nel processo penale (primi fra tutti nell'ambito dell'istruzione probatoria e in materia di impugnazioni), nel medesimo procedimento nel quale ha avuto un ruolo fondamentale nella fase delle indagini preliminari. Con l'ulteriore paradosso che ad un soggetto – che è parte all'interno del processo penale, nel quale è portatore di interessi antagonisti a quelli dell'imputato – è affidata la funzione decisoria nell'ambito del procedimento amministrativo, nei confronti del medesimo soggetto per il medesimo fatto, finalizzato all'irrogazione di sanzioni di entità non minore, con

---

<sup>65</sup> FOLADORE E., *Il caso Unipol e la nuova disciplina dell'insider trading*, in *Corriere del merito*, 2007, 6, 767.

buona pace del principio della terzietà del giudice (peraltro già pesantemente compromesso dal duplice ruolo della CONSOB, inquirente e decidente all'interno del procedimento amministrativo<sup>66</sup>).

In termini di valutazione complessiva si può affermare che la scelta del legislatore di ricorrere al sistema del “doppio binario” appare espressione, in primo luogo, di una valutazione pan-punitiva ed iperpenalizzante dell'abuso di informazioni privilegiate, in cui un ruolo certamente non secondario l'ha assunto la probabile reazione emotiva intervenuta a seguito di contingenti scandali finanziari, con nuovo ricorso ad una legislazione emergenziale attenta al solo consenso popolare.

D'altro canto, non è da escludere che il legislatore, tenendo ferma la sanzione penale (per di più inasprita) per gli illeciti ritenuti di maggiore gravità, abbia optato per il ricorso al parallelo utilizzo della sanzione amministrativa, non solo per dare attuazione alla direttiva comunitaria ma anche per avvalersi di uno strumento caratterizzato da una propria indefettibilità strutturale. La sanzione amministrativa, infatti, oltre a possedere un'indubbia natura afflittiva, si distingue per il suo carattere di effettività ed immediatezza, in quanto idonea a garantire un'azione deterrente maggiormente tempestiva e mirata.

Tali ultimi aspetti, in sé certamente positivi, non possono non lasciare, tuttavia, margini di insoddisfazione nell'interprete, laddove si osservi che il ricorso allo strumento amministrativo non è avvenuto in forma alternativa, bensì cumulativa, rispetto alla più gravosa risposta sanzionatoria penale, così ingenerando profili di incertezza in ordine al rispetto del principio del *ne bis in idem*, invero già profilatosi in ambito europeo (cfr. par.3) oltre a seri dubbi circa il rispetto dei principi di tassatività e determinatezza.

### **3. *Ne bis in idem* e reati finanziari.**

Era molto attesa la prima pronuncia della Corte Costituzionale sulla questione densa d'implicazioni problematiche del doppio binario sanzionatorio.

---

<sup>66</sup> RORDORF R., *Ruolo e poteri della Consob nella nuova disciplina del market abuse*, in *Società*, 2005, 7, 813.

Gli interrogativi sorti all'indomani della sentenza Grande Stevens della Corte Europea dei Diritti dell'Uomo<sup>67</sup>, relativi alla compatibilità con il sistema CEDU della disciplina repressiva prevista dal T.U.F. avevano indotto la giurisprudenza di legittimità e di merito ad indagare sulle possibili modalità di adeguamento dell'ordinamento giuridico interno ai dettami espressi in sede convenzionale<sup>68</sup>. Testimonianza di tale atteggiamento sono le due ordinanze della Corte di Cassazione<sup>69</sup> depositate a pochi giorni di distanza l'una dall'altra, mediante le quali i giudici della Suprema Corte avevano chiamato in causa la Consulta affinché potesse, auspicabilmente, prendere posizione su di una tematica complessa e quanto mai distante dal pervenire ad una conclusione definitiva.

Prima di affrontare compiutamente l'analisi della sentenza della Corte Costituzionale n. 102/2016, pare opportuno soffermarsi sulla vicenda processuale che ha per la prima volta chiaramente sancito la violazione sistemica del fondamentale diritto del *ne bis in idem* da parte del doppio binario sanzionatorio interno. La CEDU ha rilevato nella citata sentenza Grande Stevens la violazione da parte del sistema legislativo italiano in materia di abusi di mercato, del diritto a un equo processo (art. 6 CEDU) in relazione al procedimento d'irrogazione delle sanzioni amministrative svoltosi dinanzi alla CONSOB e al successivo giudizio di opposizione davanti alla Corte d'Appello e del diritto di non essere giudicati due volte per il medesimo fatto (art. 4, prot. n.7 CEDU) circa la mancata chiusura in rito del procedimento penale, una volta che le sanzioni amministrative - irrogate per i medesimi fatti - erano divenute definitive<sup>70</sup>. Le ragioni che hanno condotto i giudici di Strasburgo a questa

---

<sup>67</sup> C. EDU, 4.03.2014, Grande Stevens et al. C.Italia, in [www.hudoc.echr.coe.int](http://www.hudoc.echr.coe.int).

<sup>68</sup> FLICK- NAPOLEONI, *A un anno di distanza dall'Affaire Grande Stevens: dal ne bis in idem all'e pluribus unum?*, in *Riv. AIC*, 3, 2015.

<sup>69</sup> Cass.. Pen. 15.01.2015, n.1782, in [www.penalecontemporaneo.it](http://www.penalecontemporaneo.it), 22.01.2015; Cass. sez. civ.-trib., 21.01.2015, n.9 50, *ivi*, 23.01.2015.

<sup>70</sup> La vicenda portata all'attenzione dei giudici di Strasburgo ha avuto origine il 26.08.2002, data della stipula da parte di Fiat S.p.a. di un prestito "convertendo" con alcune banche: il contratto prevedeva che, se entro il 20.09.2005 Fiat S.p.a. non avesse provveduto alla restituzione del prestito, le banche si sarebbero soddisfatte mediante la sottoscrizione di un aumento di capitale della società torinese divenendo proprietarie del 28% di Fiat S.p.a. La quota di partecipazione in Fiat S.p.a. della IFIL Investments S.p.a. sarebbe scesa, di conseguenza, dal 30,06 % al 22% circa. Nell'imminenza della scadenza del prestito, Franco Grande Stevens

conclusione risiedono nell'ormai consolidato orientamento della Corte EDU relativo sia alla qualificazione sostanzialistica delle norme interne che prevedono illeciti amministrativi - a prescindere dal *nomen iuris* concretamente utilizzato dai singoli legislatori nazionali<sup>71</sup> - sia alla peculiare concezione della

---

(consulente legale di Fiat S.p.a. e membro del CdA IFIL) approntò, insieme ad altri, un piano di rinegoziazione di un contratto di *equity swap* – concluso da IFIL S.p.a. con la banca d'affari statunitense *Merryl Lynch* – riguardante circa 90 milioni di azioni Fiat S.p.a., la cui scadenza era stata fissata al 26.12.2006. Il 12.08.2005 Grande Stevens chiese alla CONSOB se, nel caso di rinegoziazione del contratto di *equity swap* sussistesse l'obbligo di lanciare un'OPA. Alla risposta negativa seguì una comunicazione della stessa Commissione che chiedeva alla IFIL di divulgare, mediante comunicato stampa, le iniziative assunte in vista della scadenza del prestito "convertendo" con le banche. Il 24.08.2005 la IFIL rispose affermando di "non aver intrapreso né studiato alcuna iniziativa in relazione alla scadenza del prestito convertendo", ribadendo l'intenzione della società di "rimanere nell'attuale situazione della compagine societaria". Il 15 settembre successivo, però, IFIL e *Merryl Lynch* conclusero l'accordo di rinegoziazione di *equity swap*, mediante il quale IFIL stessa – grazie all'acquisto nei confronti della banca d'affari americana di un determinato numero di azioni Fiat – riuscì a mantenere la quota del 30,06 % del capitale sociale di Fiat S.p.a., anche a seguito dell'aumento di capitale sociale di Fiat S.p.a. e della sottoscrizione delle nuove azioni da parte delle banche, a causa del mancato rimborso, alla scadenza, del prestito "convertendo". A seguito della mancata menzione, nel comunicato del 24 agosto, dell'imminente negoziazione del contratto di *equity swap* da parte di IFIL (ciò che avrebbe consentito a quest'ultima di mantenere un ruolo predominante tra gli azionisti FIAT), presero avvio i procedimenti per la violazione degli artt. 185 e 187 ter T.U.F. ravvisandosi un'ipotesi di manipolazione del mercato a carico sia di persone fisiche (Grande Stevens e altri), sia di persone giuridiche (IFIL S.p.a. e Giovanni Agnelli & C. s.a.p.a.). Nel procedimento amministrativo la CONSOB ritenne integrata la violazione dell'art.187 – ter, 1° comma, T.U.F., a causa della falsità del comunicato emesso da IFIL il 24.08.2005 e irrogò alle persone fisiche e agli enti pesanti sanzioni amministrative (fino a 5 milioni di euro) e alle sole persone fisiche anche sanzioni interdittive. La delibera CONSOB veniva confermata dalla Corte d'Appello di Torino e in via definitiva anche dalla Corte di Cassazione. La vicenda penale si concludeva, in primo grado, con l'assoluzione degli imputati dal reato di manipolazione del mercato (art.185 T.U.F.). A seguito del ricorso *per saltum* in Cassazione, proposto dalla Procura della Repubblica di Torino, la Suprema Corte annullava parzialmente la sentenza assolutoria di primo grado, dichiarando la soluzione cui erano giunti i giudici di prime cure "non giuridicamente corretta" in quanto il delitto di manipolazione del mercato è un illecito caratterizzato da un evento di pericolo concreto e non di mera condotta e rinviando, di conseguenza gli atti al giudice competente per un nuovo esame nel merito. La Corte d'Appello di Torino – in funzione di giudice del rinvio – concludeva nel senso che la diffusione del comunicato falso "[fosse] stata idonea a impedire la sensibile flessione del prezzo del titolo che si sarebbe immediatamente prodotta laddove fosse stato diffuso invece un comunicato veridico". La Corte d'Appello condannava quindi gli imputati a un anno e quattro mesi di reclusione, oltre al pagamento di 400.000 euro di multa. La Corte di Cassazione, investita della questione in ordine alla correttezza giuridica della qualificazione giuridica operata dal giudice del rinvio, dichiarava infine i reati estinti per prescrizione, ponendo definitivamente termine alla complessa vicenda processuale penale.

<sup>71</sup> A partire dal caso *Zolotoukhine c. Russia* la giurisprudenza convenzionale afferma con chiarezza che il concetto di *idem* vada individuato non nell'*idem* legale (ossia nell'identità delle fattispecie di reato astratte) bensì nel c.d. *idem factum*, vale a dire nella coincidenza dei fatti materiali contestati al soggetto dal punto di vista storico naturalistico. Cfr. C.EDU, 10.2.2009, *Zolotoukhine c. Russia*.

nozione di medesimi fatti, decisiva per comprendere se ci si trovi o meno in presenza di *bis in idem*.

La questione di legittimità costituzionale della disciplina degli abusi è stata, in effetti, sollevata di fronte alla Corte costituzionale. La quinta sezione della Corte di cassazione e la sezione tributaria della stessa Cassazione hanno rimesso il giudizio sul tema della compatibilità tra principio del *ne bis in idem* e normativa degli abusi di mercato<sup>72</sup>. Quanto alla eccezione di legittimità costituzionale, sono state sollevate in realtà due autonome questioni - una in via principale l'altra in via subordinata - aventi ad oggetto due diverse disposizioni di legge entrambe però sulla base del medesimo parametro di legittimità: l'art. 117 c. 1 Cost. in relazione all'art. 4 Prot. 7 CEDU.<sup>73</sup> La Cassazione auspicava, in tal modo, una pronuncia manipolativa ad opera dei giudici della Consulta, in parte di accoglimento e in parte sostitutiva, il cui risultato sarebbe stato quello, da un lato, della completa e generalizzata inapplicabilità della fattispecie sanzionatoria amministrativa ai fatti di *insider trading* primario oppure dall'altro di obbligare il giudice nazionale a pronunciare sentenza di proscioglimento ex art. 649 c. 2 c.p.p. nel caso in cui l'imputato fosse stato già giudicato, con provvedimento irrevocabile, per il medesimo fatto nell'ambito di un procedimento amministrativo<sup>74</sup>.

La Corte con la sentenza n. 102/2016<sup>75</sup> non si è pronunciata nel merito limitandosi a sancire l'inammissibilità delle questioni sollevate: ha sollecitato piuttosto un intervento del Legislatore, richiamando esplicitamente l'art. 11 della legge delega 9.7.2015, n. 114 e ribadendo che spetta principalmente a

---

<sup>72</sup> Cass.pen., Sez.V, ord.10.11.2014 e Cass.Sez.Trib., ord. 6.1.2014, n. 950.

<sup>73</sup> Oggetto di censura nella questione principale è l'art.187 bis T.U.F. nella parte in cui prevede "Salve le sanzioni penali quando il fatto costituisce reato" (costituendo così il cumulo tra sanzione penale ed amministrativa) anziché "salvo che il fatto costituisca reato". In via subordinata, invece, oggetto di censura è l'art.649 c.p.p. "nella parte in cui non prevede l'applicabilità della disciplina di un secondo giudizio al caso in cui l'imputato sia stato giudicato, con provvedimento irrevocabile, per il medesimo fatto nell'ambito di un procedimento amministrativo per l'applicazione di una sanzione alla quale debba riconoscersi natura penale ai sensi della CEDU e dei relativi Protocolli".

<sup>74</sup> BONTEMPELLI M., *Ne bis in idem e legalità penale nel processo per gli abusi di mercato*, in [www.archiviopenale.it](http://www.archiviopenale.it), 2016, n. 2.

<sup>75</sup> Corte Cost. n.102/2016, in [www.giurcost.org](http://www.giurcost.org), su cui si v. VIGANO', *Ne bis in idem e doppio binario sanzionatorio*, 16.5.2016.

questi il compito di stabilire quali soluzioni debbano adottarsi per porre rimedio alle frizioni che le scelte fino ad ora effettuate generano fra l'ordinamento nazionale e la CEDU<sup>76</sup>.

Va però segnalato che la CEDU per tradizione è orientata alla soluzione del singolo caso proposto più che all'enunciazione di principi, impedendo così la costruzione di un orientamento consolidato in seno alla Corte di Strasburgo e dunque vincolante per i giudici interni alla luce dell'art. 117 Cost.

Sembra proprio giungere a conferma di questi inviti alla prudenza, il passo indietro della Corte Edu riguardo al *ne bis in idem*. In una più recente pronuncia<sup>77</sup> infatti la Grande Camera ha affermato con il solo dissenso del giudice Pinto de Albuquerque - che non viola il *ne bis in idem* convenzionale la celebrazione di un processo penale e l'irrogazione della relativa sanzione, nei confronti di chi sia già stato sanzionato in via definitiva dall'amministrazione tributaria con una sovrattassa (nella specie pari al 30% dell'imposta evasa), purché sussista tra i due procedimenti una connessione sostanziale e temporale sufficientemente stretta. Questa pronuncia costituisce per l'interprete un sostanziale depotenziamento della portata del diritto convenzionale in materia di *ne bis in idem* rispetto a quanto emerso grazie alla Grande Stevens c. Italia.

Richiamando questo *revirement* della Corte di Strasburgo il Tribunale di Milano<sup>78</sup> ha rigettato le istanze degli imputati che chiedevano un rinvio pregiudiziale alla Corte di Giustizia dell'UE, al fine di valutare la compatibilità del sistema sanzionatorio in materia di manipolazione del mercato con l'art. 50 CDFUE.

#### **4. Considerazioni.**

---

<sup>76</sup> SCOLETTA M., *Il doppio binario sanzionatorio del market abuse al cospetto della Corte Costituzionale per violazione del diritto fondamentale al ne bis in idem*, in [www.penalecontemporaneo.it](http://www.penalecontemporaneo.it), 17 novembre 2014.

<sup>77</sup> C.EDU, Grande Camera, sent. 15 novembre 2016, ric. N.24130/11 e 29758/11, in *Diritto penale contemporaneo*, 18 novembre 2016, con nota di VIGANO'.

<sup>78</sup> Trib. Milano, 6.12.2016, in *Diritto penale contemporaneo*, 23 dicembre 2016, con nota di FUSCO.

*Quid iuris*, dunque, nel caso del giudice che dovesse oggi trovarsi a dover giudicare un caso simile a quello oggetto della pronuncia Grande Stevens?

Restano sempre valide le tre soluzioni della questione in esame vale a dire dell'interpretazione convenzionalmente conforme dell'art. 649 c.p.p.<sup>79</sup>, della questione di legittimità costituzionale dell'art. 649 c.p.p. e infine, della diretta applicazione dell'art. 50 della Carta dei diritti fondamentali dell'Unione Europea<sup>80</sup>.

Soluzioni che divengono obbligate in assenza di risposte legislative che risolverebbero a monte il problema in un settore, quello del *market abuse*, ove non risulta neppure consentito il richiamo al principio di specialità previsto dall'art. 9 della l.n. 689/1981, reinterpreto come specialità in concreto, al fine di risolvere il problema del doppio binario sanzionatorio, proprio a causa di quelle clausole espresse di applicazione congiunta, più volte richiamate nel presente capitolo.

Nella perdurante inerzia del Legislatore, la Corte Costituzionale con la sentenza n. 43 del 2018<sup>81</sup> è tornata a pronunciarsi sul predetto doppio binario rituale e sanzionatorio e, dopo aver ricostruito i più recenti approdi delle Corti europee, la Consulta ha richiamato il principio ormai consolidato della “*sufficiently close connection in substance and time*” che ove sussistente tra i due procedimenti amministrativo e penale, rende il doppio binario conforme alla Convenzione EDU e segnatamente dall'art. 4 Prot. 7<sup>82</sup>.

---

<sup>79</sup> Estendendo così la disciplina interna del *ne bis in idem* processuale anche ai provvedimenti da considerarsi formalmente amministrativi ma sostanzialmente penali.

<sup>80</sup> Detto articolo sancisce il principio del *ne bis in idem* applicabile ogniqualvolta si versi in ipotesi rientranti nel campo d'applicazione del diritto UE.

<sup>81</sup> Corte Cost., sentenza 24 gennaio – 2 marzo 2018, n.43 Presidente Redattore Lattanzi, in [www.giurisprudenzapenale.com](http://www.giurisprudenzapenale.com).

<sup>82</sup> In proposito pare opportuno menzionare la recente pronuncia della Sezione Terza della Corte di Cassazione del 14 febbraio 2018, n. 6993, con la quale la Suprema Corte, senza entrare nel merito della questione, ha ribadito, seppur in ambito tributario, ancor prima della suddetta sentenza del Giudice delle leggi, la piena compatibilità tra il nostro sistema a doppio binario ed i principi CEDU (in linea con quanto già asserito dalla sopra menzionata sentenza A e B c. Norvegia). Cass. pen., Sezione Terza, sentenza (ud. 22 settembre 2017) 14 febbraio 2018, n. 6993, in [www.giurisprudenzapenale.com](http://www.giurisprudenzapenale.com)

A dirimere parzialmente la questione è intervenuta la Grande Sezione della Corte di Giustizia dell'Unione Europea con tre recentissime sentenze<sup>83</sup> depositate all'esito di altrettanti procedimenti per rinvii pregiudiziali *ex art. 267* TFUE. I predetti approdi giurisprudenziali, salve alcune rimesse ai Giudici del rinvio, ha per lo più confermato la tenuta del sistema di duplicazione di procedimenti e sanzioni previsto dalla legge italiana. In tutte le tre pronunce, all'atto di analizzare il sistema di duplicazione per illeciti fiscali (risultante dal combinato disposto dell'art. 13 D.Lgs. 471/97 e 10 ter D.Lgs. 74/00) e quello per illeciti finanziari (artt. 184-185 e 187 bis- 187 ter T.U.F.) la Grande Sezione ha raggiunto alcuni punti fermi:

- per quanto riguarda le sanzioni amministrative comminate dalle citate norme, si tratta di misure aventi natura penale, perseguendo esse una chiara finalità repressiva e mostrando un elevato grado di severità, di qui la sussistenza di un “*bis* penale”<sup>84</sup>;
- i fatti leciti cui seguono sanzioni penali ed amministrative mostrano evidenti tratti di identità fra loro, di qui la sussistenza dell’“*idem factum*”;

---

<sup>83</sup> CGUE, Grande Sezione, 20 marzo 2018, C-537/16 *Garlsson Real Estate SA e a./Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (Consob)* e cause riunite C-596/16 *Enzo Di Puma/Consob* e C-597/16 *Consob/Antonio Zecca*

<sup>84</sup> Nelle odierne sentenze, la Corte fa presente che, nelle situazioni summenzionate, un cumulo fra «procedimenti/sanzioni penali» e «procedimenti/sanzioni amministrativi di natura penale» potrebbe sussistere a carico della medesima persona per i medesimi fatti. Un tale cumulo di procedimenti e di sanzioni costituirebbe una limitazione al principio del *ne bis in idem*. La Corte dichiara che limitazioni del genere devono avere una giustificazione dotata dei requisiti derivanti dal diritto dell'Unione.

A tale proposito, la Corte precisa che una normativa nazionale che autorizza un cumulo di procedimenti e di sanzioni con natura penale deve: a) essere finalizzata ad un obiettivo di interesse generale tale da giustificare un simile cumulo di procedimenti e di sanzioni, fermo restando che detti procedimenti e dette sanzioni devono avere scopi complementari; b) prevedere regole chiare e precise che consentano al soggetto accusato di prevedere quali atti e omissioni possano costituire oggetto di un siffatto cumulo di procedimenti e di sanzioni; c) garantire che i procedimenti siano coordinati fra loro per limitare a quanto strettamente necessario l'onere supplementare che un cumulo di procedimenti comporta per gli interessati, e garantire che la severità del complesso delle sanzioni imposte sia limitata a quanto è strettamente necessario rispetto alla gravità dell'illecito in questione.

- in via di prima conclusione si deve ritenere che siffatto cumulo di sanzioni e procedimenti costituisce una limitazione al diritto fondamentale garantito dall'art. 50 della Carta.

Tuttavia, la Corte si spinge oltre, sino a vagliare, nei tre casi, la sussistenza di una valida giustificazione per tale limitazione. Infatti, il successivo art. 52 punto 1 della Carta stabilisce che «Eventuali limitazioni all'esercizio dei diritti e delle libertà riconosciuti dalla presente Carta devono essere previste dalla legge e rispettare il contenuto essenziale di detti diritti e libertà. Nel rispetto del principio di proporzionalità possono essere apportate limitazioni solo laddove siano necessarie e rispondano effettivamente a finalità di interesse generale riconosciute dall'Unione o all'esigenza di proteggere i diritti e le libertà altrui».

Tralasciando volutamente la causa C-524/15, Luca Menci inerente l'omesso versamento dell'IVA pare opportuno volgere l'attenzione sulle Cause C-537/16, Stefano Ricucci e altri e C-596/16 e 597/16, Di Puma e altri.

Nel primo dei due procedimenti menzionati, il ricorrente dopo essere stato raggiunto da una sentenza di applicazione della pena su richiesta delle parti per manipolazione di mercato, si trovava coinvolto in un procedimento per l'applicazione di una sanzione amministrativa. La Corte ha rilevato che, nonostante la chiarezza e la precisione della legge circa il cumulo ai fini della salvaguardia dell'interesse generale della tutela del mercato, il fatto di proseguire un procedimento amministrativo ai sensi dell'art. 187-ter eccederebbe quanto strettamente necessario per conseguire il predetto obiettivo di tutela (par. 54-63)<sup>85</sup>.

Nel caso in cui sia stata pronunciata una condanna penale (o, come nel caso *de quo*, di patteggiamento) in forza dell'art. 185 T.U.F. al termine di un procedimento penale, la celebrazione di un giudizio amministrativo eccede quanto è strettamente necessario per il conseguimento dell'obiettivo di tutela, qualora tale condanna penale sia idonea a reprimere l'infrazione commessa in modo efficace, proporzionato e dissuasivo (par. 57); circostanza che dovrà

---

<sup>85</sup> Corte di giustizia dell'Unione europea Comunicato Stampa n. 34/18, Lussemburgo, 20 marzo 2018, in [www.curia.europa.eu](http://www.curia.europa.eu)

essere valutata dal Giudice del rinvio. Quindi, all'esito di uno specifico giudizio sull'efficacia, proporzionalità e dissuasività della pronuncia penale, il Giudice amministrativo potrà ravvisare la contrarietà del doppio binario all'art. 50 della Carta.

Nella causa Puma e altri, avente ad oggetto condotte di *insider trading*, il ricorrente aveva ottenuto una sentenza di assoluzione divenuta definitiva, perché i fatti non erano sufficientemente provati ed era stato, al contempo, sottoposto a procedimento amministrativo per lo stesso fatto.

In questo caso il Giudice del rinvio si chiedeva se il diritto europeo andasse interpretato nel senso che una pronuncia penale assolutoria, la quale secondo la legge italiana, fa stato nel giudizio amministrativo (art. 654 c.p.p.), impedisca o meno la prosecuzione del procedimento amministrativo per lo stesso fatto.

Richiamando i propri precedenti, la Corte ha ricordato che il diritto dell'Unione Europea non impone di disapplicare le norme procedurali interne che attribuiscono forza di giudicato a una pronuncia giurisdizionale<sup>86</sup>. Pertanto, non vi sono ostacoli all'irrogazione di una sanzione amministrativa nel caso in cui il processo penale abbia riscontrato la responsabilità dell'autore del fatto (par. 34); mentre, qualora esista una sentenza penale definitiva di assoluzione che dichiara l'assenza degli elementi costitutivi dell'infrazione (par. 44) la prosecuzione di un procedimento inteso all'irrogazione di una sanzione amministrativa pecuniaria di natura penale eccederebbe manifestamente quanto necessario per conseguire l'obiettivo generale di tutela del mercato della presente sentenza. Infatti, in questo secondo caso, la prosecuzione del giudizio risulta sprovvista di qualsivoglia fondamento. Per cui, la conformità al diritto europeo di un giudizio amministrativo dopo che sia stato celebrato un processo penale per lo stesso fatto dipende dall'esito di quest'ultimo: in caso di assoluzione esso è conforme, diversamente non lo è.

---

<sup>86</sup> ROCCATAGLIATA L., *La Corte di Giustizia UE deposita tre sentenze in tema di doppio binario sanzionatorio. L'approdo definitivo del Giudice europeo?*, in [www.giurisprudenzapenale.com](http://www.giurisprudenzapenale.com).

Dubbi, intanto, permangono sul se, quello appena illustrato, sarà o meno l'approdo definitivo del Giudice europeo.

In definitiva, l'analisi delle possibili modalità di adeguamento del tessuto normativo interno ai dettami provenienti dalla Corte di Strasburgo ha fatto emergere un quadro composito, dalle numerose e assai differenti implicazioni sistematiche, a seconda del settore normativo analizzato. Le peculiarità della disciplina legislativa interna in tema d'illeciti finanziari, unitamente alle novità contenute nel reg. n. 596/2014 e nella direttiva 2014/57/UE, rendono oltremodo arduo il compito dell'interprete che tenti di adeguare la normativa interna alle censure espresse in sede convenzionale.

L'auspicabile e atteso intervento legislativo avrebbe il merito di riportare un po' d'ordine nella materia dell'effettività della garanzia nel *ne bis in idem* anche se esso appare difficilmente ipotizzabile in sede di prossimo eventuale recepimento della Direttiva 2014/57/UE, in cui, paradossalmente, una corretta attuazione della legislazione europea finirebbe per accentuare la sovrapposizione tra il reato e l'illecito amministrativo, limitando ulteriormente la distinzione tra i due nelle disciplina ordinamentale interna. L'immobilismo del nostro Legislatore, inoltre, rende particolarmente complesso il compito dell'interprete che si trova di fronte ad una disciplina di fonte europea solo in parte direttamente applicabile che richiederebbe un intervento interno per divenire pienamente coerente e operativa, alla quale il Legislatore però non ha dato puntuale attuazione entro i termini indicati, determinando così il rischio che la giurisprudenza interna glissi sul tema, preferendo rinviare la questione *sine die* in attesa di un *novum* legislativo.

A conclusione del presente lavoro si rileva come quella che sembrava l'occasione per realizzare un potenziamento della tutela del mercato ha, al contrario, prodotto effetti perversi, conducendo almeno il nostro Paese, non solo verso una possibile condanna a livello europeo per mancato adeguamento alla direttiva ma soprattutto verso lo stallo del sistema preventivo e punitivo nei confronti di queste gravi forme di criminalità economica.



## **BIBLIOGRAFIA**

AMATI E., *Abusi di mercato e sistema penale, Itinerari di Diritto Penale*, Collana diretta da DOLCINI E.- FIANDACA G. - MUSCO E.- PADOVANI T. - PALAZZO F.- SGUBBI F., p. 159 ss., Torino, Giappichelli Editore, 2012.

BASILE E., *Una nuova occasione (mancata) per riformare il comparto penalistico degli abusi di mercato? Lo schema del d.d.l. di delegazione europea 2016*, <https://www.penalecontemporaneo.it/d/5436-una-nuova-occasione-mancata-per-riformare-il-comparto-penalistico-degli-abusi-di-mercato>

BASILE E., *Verso la riforma della disciplina italiana del market abuse: la legge-delega per il recepimento della direttiva 57/2014/UE* in <http://www.la legislazione penale.eu/verso-la-riforma-della-disciplina-italiana-del-market-abuse-la-legge-delega-per-il-recepimento-della-direttiva-572014ue-enrico-basile>.

BONTEMPELLI M., *Ne bis in idem e legalità penale nel processo per gli abusi di mercato*, in [www.archiviopenale.it](http://www.archiviopenale.it), 2016, n. 2.

CALLEGARI M., *Profili sistematici della dematerializzazione degli strumenti finanziari: le regole di circolazione del sistema disciplinato dai dd.lgs. 58/1998 e n.213/1998*, in CALLEGARI M.- COTTINO G.- DESANA E.- SPATAZZA G., *I titoli di credito*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da COTTINO G., VII, 2006, p.162.

CARDARELLI M.C., *L'azione dematerializzata: dallo statuto alla fattispecie*, Milano, 2001, p.232 ss.

CARINGELLA F. - DE PALMA M.- FARINI S.- TRINCI A., *Manuale di diritto penale- parte speciale*, Roma, DIKE, 2016, p. 1630, 1634 e 1635 ss.

DI AMATO A., *L'insider trading*, in *I reati del mercato finanziario*, in DI AMATO A. (diretto da), *Trattato di diritto penale dell'impresa*, Padova, 2007, p. 99 ss. e 120 ss.

FLICK G.M. – NAPOLEONI V., *A un anno di distanza dall'Affaire Grande Stevens: dal ne bis in idem all'e pluribus unum?*, in *Riv. AIC*, 3, 2015.

FOLADORE E., *Il caso Unipol e la nuova disciplina dell'insider trading*, in *Corriere del merito*, 2007, 6, 767.

GARBAGNATI G., *La competenza a conoscere dei reati societari*, in CERQUA L.D., *Diritto penale delle società. Profili sostanziali e processuali*, II, Milano, 2009, p. 1154 s.

MANNE H., *Insider trading and the Stock Market*, New York Free Press, 1966.

MASTROPAOLO E.M., voce *Dematerializzazione* (strumenti finanziari), in *Dig. disc. priv.*, Sez. comm., Torino, 2007, p.238 ss.

MAZZACUVA N.- AMATI E., *Diritto penale dell'economia*, Problemi e casi, Padova, CEDAM, 2016, p. 289, 290ss.

MIEDICO M., *Gli abusi di mercato*, in ALESSANDRI A. (a cura di), *Reati in materia economica*, PALAZZO-PALIERO (diretto da), *Trattato teorico-pratico di diritto penale*, Torino, Giappichelli, 2012, p. 65 ss. e 85ss.

MUCCIARELLI F., *L'abuso di informazioni privilegiate: delitto e illecito amministrativo*, in *Dir.pen. e processo*, 2005, p. 1466 ss.

RAGNI E., *Abuso di informazioni privilegiate, momento consumativo e competenza territoriale*, in *Dir. pen. e processo*, 2010, 2, 215 (Nota a Cass. pen. Sez. V Sent. 21 gennaio 2009, n. 7769).

ROCCATAGLIATA L., *La Corte di Giustizia UE deposita tre sentenze in tema di doppio binario sanzionatorio. L'approdo definitivo del Giudice europeo?*, in [www.giurisprudenzapenale.com](http://www.giurisprudenzapenale.com).

RORDORF R., *Ruolo e poteri della Consob nella nuova disciplina del market abuse*, in *Società*, 2005, 7, 813.

RUSSO Y., *Abuso di informazioni privilegiate e manipolazione del mercato: alcuni rilievi interpretativi*, in *Impresa commerciale e industriale*, Roma, UTET, 2005, p. 1598.

SANTORIELLO C., *Mercati finanziari (tutela penale)*, in *Dig. disc. pen.*, Agg., Torino, 2008, p.679.

SCOLETTA M., *Il doppio binario sanzionatorio del market abuse al cospetto della Corte Costituzionale per violazione del diritto fondamentale al ne bis in idem*, in [www.penalecontemporaneo.it](http://www.penalecontemporaneo.it), 17 novembre 2014.

SEMINARA S., *Crisi finanziaria e disorientamenti etici e giuridici*, in *Dir. Pen. Proc.*, 2009, p. 273 ss.

SEMINARA S., *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 *Banca borsa tit. cred.*, 2008, 03, 331.

SGUBBI F., *Abusi di mercato*, in *Enc. dir.*, Annali, Vol. II, Giuffrè, Milano, 2008, p. 11 e 12.

VANONI S., *Abuso d'informazioni privilegiate, competenza territoriale e luogo di acquisizione della titolarità di strumenti finanziari negoziati in Borsa: la conferma di molte incertezze*, in *Banca borsa tit. cred.* 2011, 2, 191 (Nota a Cass. pen., Sez. V., 21 gennaio 2009, n. 7769).

VIGANO' F., *Ne bis in idem e doppio binario sanzionatorio*, in *www.penalecontemporaneo.it* , 16 maggio 2016.

ZANNOTTI R., *Il nuovo diritto penale dell'economia- Reati societari e reati in materia di mercato finanziario*, Milano, Giuffrè, 2012, p. 407 e 411.

## **GIURISPRUDENZA**

C. EDU, 4.03.2014, Grande Stevens et al. C. Italia, in *www.hudoc.echr.coe.int*.

C.EDU, Grande Camera, sent. 15 novembre 2016, ric. N.24130/11 e 29758/11, in *Diritto penale contemporaneo*, 18 novembre 2016, con nota di VIGANO'.

Cassazione Civ.-Trib., sent. 21 gennaio 2015, n.950, in *www.giurisprudenzapenale.com*

Cassazione penale, sent. 7 dicembre 2012, n.49362, in *CED*, rv. 254063.

Cassazione penale, Sezione III, sent. 14 febbraio 2018, n. 6993, in *www.giurisprudenzapenale.com*

Cassazione penale, Sezione V, ord.10 novembre 2014 in *www.penalecontemporaneo.it*

Cassazione penale, Sezione V, sent. 15 gennaio 2015, n.1782, in *www.penalecontemporaneo.it*

Cassazione penale, Sezione V, sent. 23 febbraio 2009, n.7769, in *www.giurisprudenzapenale.com*

Cassazione Sez. Tributaria, ord. 6 gennaio 2014, n. 950, in *www.giurisprudenzapenale.com*

Corte Costituzionale, sent. 24 gennaio – 2 marzo 2018, n.43 Presidente Redattore Lattanzi, in *www.giurisprudenzapenale.com*

Corte Costituzionale, sent. n.102/2016, in *www.giurcost.org*

Corte di Giustizia UE, sent. 23 dicembre 2009, C-45/08 *Spector Photo Group NV, Chris Van Raemdonck / Commissie voor het Bank, Financie-en Assurantiewezen (CBFA)*

Corte di Giustizia UE, 22 novembre, 2005, causa C-384/02, in *Dir. giust.*, 2005, n. 47, p. 92, con nota di CORATELLA C., *L'UE non fa sconti sull'insider trading. Escluse le deroghe soggettive ai divieti*, pp. 90 ss.

Corte di Giustizia UE, Comunicato Stampa n. 34/18, Lussemburgo, 20 marzo 2018, in [www.curia.europa.eu](http://www.curia.europa.eu)

Corte di Giustizia UE, Grande Sezione, 20 marzo 2018, C-537/16 *Garlsson Real Estate SA e a./Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (Consob)*, in [www.curia.europa.eu](http://www.curia.europa.eu)

Corte di Giustizia UE, Grande Sezione, 20 marzo 2018, cause riunite C-596/16 *Enzo Di Puma/Consob* e C-597/16 *Consob/Antonio Zecca*, in [www.curia.europa.eu](http://www.curia.europa.eu)

Tribunale di Milano, 6.12.2016, in [www.penalecontemporaneo.it](http://www.penalecontemporaneo.it), 23 dicembre 2016, con nota di FUSCO.