

POLITICA CRIMINALE EUROPEA E SISTEMA FINANZIARIO: L'ESEMPIO DEGLI ABUSI DI MERCATO*

Relazione al Congresso italo-spagnolo
svoltosi presso l'Università degli Studi di Milano il 29 e 30 maggio 2014

Luigi Foffani

* Una precedente versione del presente lavoro era stata pubblicata, con lo stesso titolo, in *Garantias constitucionales y Derecho penal europeo*, a cura di S. Mir Puig e M. Corcoy Bidasolo, coord. V. Gómez Martín, Madrid-Barcelona-Buenos Aires-S. Paulo, Marcial Pons, 2012, p. 487 ss.

1.

1. In un congresso che si tenne cinque anni fa a Modena, dedicato ai rapporti fra “*Sicurezza e diritto penale*”, Klaus Lüderssen, con quella vena critica e scettica che è il marchio di fabbrica della *Frankfurter Schule*, si chiedeva se la crisi finanziaria globale aprisse “*nuove prospettive di criminalizzazione*”¹. La domanda, che già si avanzava allora, nella primavera del 2009, dopo la crisi del credito che aveva scosso i mercati mondiali, a partire dagli USA, si impone oggi a maggior ragione, nel pieno della crisi del debito pubblico che sconvolge l’Europa, e che vede proprio i nostri due paesi (Italia e Spagna), assieme ad altri della sponda mediterranea, nell’occhio del ciclone della speculazione internazionale, delle agenzie di *rating* e delle autorità monetarie sovranazionali.

Di fronte a questo sconvolgimento epocale – un autentico sommovimento tellurico – delle basi finanziarie del nostro vivere individuale e collettivo, la domanda di una maggiore sicurezza dei mercati finanziari e del risparmio – una domanda collettiva gravida di angosce per il futuro – si traduce fatalmente *anche* in una domanda di maggior intervento penale e a questo tipo di domande, lo sappiamo, l’Europa è tutt’altro che insensibile. Fino ad oggi, tuttavia, non si è ancora prodotta la tanto temuta o tanto auspicata – a seconda dei punti di vista – pressione delle istituzioni europee nella direzione di un’espansione dell’intervento penale nell’economia e nei mercati finanziari.

Certo, fino a pochi anni or sono – prima di Lisbona e prima della svolta storica della giurisprudenza della Corte di Giustizia delle Comunità Europee del 2005 – si riteneva che mancasse la base giuridica per un diretto e sistematico intervento armonizzatore – nonché per la imposizione di obblighi di criminalizzazione – in materia economica e finanziaria; e solo sporadicamente le iniziative del III pilastro finivano per investire questa materia, se non quando si trattasse di contrastare la penetrazione della criminalità organizzata nel sistema economico (come ad es. in tema di repressione del riciclaggio) ovvero condotte fraudolente in danno di beni giuridici di diretta rilevanza comunitaria (come l’integrità delle finanze comunitarie, la salvaguardia della moneta unica contro le falsificazioni, o la tutela della libertà di concorrenza, tanto per richiamare gli esempi più noti e ricorrenti).

Le novità, dunque, non sono mancate in questi anni, nell’ambito del vecchio III pilastro, con significativi interventi di armonizzazione e/o impulsi verso una nuova criminalizzazione in taluni puntuali settori del diritto penale economico: pensiamo, ad es., alle iniziative assunte (azione comune del 1998 e decisione quadro del 2003) per l’estensione della disciplina della corruzione ai rapporti fra privati (già recepita in Spagna con la riforma del 2010, ma solo in minima parte realizzata in Italia²); e pensiamo, soprattutto, alla sistematica richiesta, da parte dell’Europa, di una responsabilità da reato delle persone giuridiche, che ha portato ormai la maggioranza degli ordinamenti nazionali europei a congedarsi dal tradizionale dogma del *societas delinquere non potest* (esempio più recente la riforma spagnola del 2010).

2.

Visto il limitato spazio a disposizione, mi limito comunque in questa sede a concentrarmi su un particolare segmento – molto specifico, ma estremamente significativo – dell’attuale quadro normativo dei mercati finanziari. Mi riferisco alla disciplina dei c.d. “*abusi di mercato*” (“*market abuse*”), che può oggi essere a buon diritto assunta al rango di vero e proprio paradigma del processo di europeizzazione della disciplina penale del sistema finanziario.

¹ K. LÜDERSSEN, *Funzionalità dei mercati finanziari e diritto penale dell’economia – La “crisi finanziaria” apre nuove prospettive di criminalizzazione?*, in M. DONINI/M. PAVARINI (cur.), *Sicurezza e diritto penale*, Atti del convegno di Modena del 20-21 marzo 2009, Bologna, BUP, 2010, p. 289 ss.

² Anche la nuova disciplina della «corruzione tra privati» (art. 2635 c.c.) – introdotta dalla legge Severino di riforma della corruzione (l. 210/2012) – risulta infatti largamente insufficiente a recepire le prescrizioni della decisione quadro europea del 2003): cfr. al riguardo, in senso critico, nei confronti del nuovo art. 2635 c.c., G. ANDREAZZA/L. PISTORELLI, *Una prima lettura della l. 6 novembre 2012, n. 190 (Disposizioni per la prevenzione e la repressione della corruzione e dell’illegalità nella pubblica amministrazione). Relazione a cura dell’Ufficio del Massimario della Corte di Cassazione*, in *Dir. pen. cont.*, 20 novembre 2012, p. 17 ss.; R. BARTOLI, in B.G. MATTARELLA/M. PELISSERO (cur.), *La legge anticorruzione. Prevenzione e repressione della corruzione*, 2013, p. 435 ss.; R. BRICCHETTI, *Corruzione tra privati: la mutazione dell’etichetta*, in *Spec. Guida Dir.*, n. 48, 1 dicembre 2012, p. XXXIV ss.; E. DOLCINI, *La legge 190/2012. Contesto, linee di intervento, spunti critici*, in *questa Rivista*, 3, 2013, p. 163-164; E. DOLCINI/F. VIGANÒ, *Sulla riforma in cantiere dei delitti di corruzione*, *ivi*, 1, 2012, p. 245-246; L. FOFFANI, *Brevi note sulla “nuova” fattispecie di “corruzione tra privati”*, in *Scritti in onore di Alfonso M. Stile*, a cura di A. Castaldo, V. de Francesco, M.V. del Tufo, S. Manacorda e L. Monaco, Napoli, Editoriale Scientifica, 2013, p. 893 ss.; A. MELCHIONDA, *Art. 2635 c.c. (“Corruzione fra privati”)*, in *Giur. it.*, 2012; V. MILITELLO, *Vorteilsgewährung und Korruption unter Privaten in Italien*, in *Gesamte Strafrechtswissenschaft in internationaler Dimension. Festschrift für Jürgen Wolter zum 70. Geburtstag am 7. September 2013*, a cura di M.A. Zöller, H. Hilger, W. Küper e C. Roxin, Berlin, Duncker & Humblot, 2013, p. 1414; S. SEMINARA, *Il reato di corruzione tra privati*, in *Le Società*, n. 1/2013.

Si è trattato – se così possiamo definirlo – di una sorta di applicazione *ante litteram* – e sia pure in forme implicite e surrettizie – delle linee di intervento tracciate dall'art. 83 par. 2 del Trattato di Lisbona, ossia del rafforzamento attraverso un composito arsenale sanzionatorio – nel quale ha finito con l'assumere un ruolo da protagonista lo strumento penale – di un assetto di disciplina già ampiamente modellato e conformato da politiche comunitarie di armonizzazione assunte in sede civile e amministrativa.

La disciplina degli abusi di mercato è divenuta così, suo malgrado – o comunque molto al di là di quelle che erano verosimilmente state le aspettative del legislatore europeo – la punta più avanzata del processo di armonizzazione sanzionatoria (amministrativa e penale) in materia economica e finanziaria.

Si tratta di un esempio particolarmente significativo del processo di “europeizzazione” del diritto penale dell'economia, sia per l'importanza dei beni giuridici in gioco – attinenti alla stabilizzazione e al consolidamento della fiducia del pubblico e degli operatori nel buon funzionamento dei mercati finanziari, in vista della realizzazione del mercato unico europeo dei servizi finanziari – sia perché si è trattato di un processo di armonizzazione delle discipline sanzionatorie nazionali *interamente condotto all'interno del vecchio primo pilastro*, ossia del diritto comunitario nel senso stretto del termine.

Al 1989 risale la prima Direttiva sulla lotta contro l'abuso di informazioni privilegiate³, con una definizione di nuove – e largamente inedite per il continente europeo – fattispecie di illecito in materia di *insider trading*, accompagnata dalla richiesta ai legislatori nazionali di sanzioni non esplicitamente penali, ma comunque «*effettive, proporzionate e dissuasive*». Come conseguenza si è prodotta la rapida genesi in tutta Europa di una sorta di “euro-delitto” di *insider trading*, ampiamente armonizzato nella definizione del precetto e con una tendenza dominante verso l'adozione della sanzione penale⁴.

Nel 2003 si è emanata in sede comunitaria una nuova Direttiva sugli abusi di mercato⁵ (comprensiva delle due diverse fattispecie dell'*insider trading* e della manipolazione del mercato), con introduzione di una disciplina molto più articolata e integrata, la cui ragion d'essere trova una dettagliata esplicitazione nei vari “considerando” che ne compongono il preambolo⁶.

Per quanto riguarda l'aspetto sanzionatorio, si è fatto riferimento diretto *solo alle sanzioni amministrative*, lasciando mano libera ai legislatori nazionali in ordine all'*an*, al *quomodo* e al *quantum* delle sanzioni penali. Anche in questo caso, tuttavia, l'effetto prodotto in tutta Europa è stato quello di una vera e propria *ondata di nuova criminalizzazione* in materia di abusi di mercato, favorita naturalmente anche dal diffuso clima di allarme sociale suscitato dall'esplosione della crisi e degli scandali finanziari⁷. Un'ondata di nuova criminalizzazione che ha visto paradossalmente all'avanguardia, questa volta, proprio il legislatore italiano⁸, che si è rivelato particolarmente propenso ad un impiego estremamente rigoristico (non privo di

³ Direttiva 89/592/CEE, GUCE, 1989, n. L 334, p. 30.

⁴ Per una più dettagliata descrizione dell'attuazione della Direttiva del 1989 sull'*insider trading* nei diversi ordinamenti nazionali, si rinvia a L. FOFFANI, *Infedeltà patrimoniale e conflitto d'interessi nella gestione d'impresa. Profili penalistici*, Milano, Giuffrè, 1997, p. 360-361, nota 225.

⁵ Direttiva 2003/6/CE, GUCE, 2003, n. L 96, p. 16.

⁶ «Un autentico mercato unico dei servizi finanziari è cruciale per la crescita economica» (*Considerando 1*); «Un mercato finanziario integrato ed efficiente non può esistere senza che se ne tutelino l'integrità. Il regolare funzionamento dei mercati mobiliari e la fiducia del pubblico nei mercati costituiscono fattori essenziali. Gli abusi di mercato ledono l'integrità dei mercati finanziari e compromettono la fiducia del pubblico» (*Considerando 2*); «Il vigente quadro giuridico comunitario a tutela dell'integrità del mercato è incompleto. I requisiti giuridici variano da uno Stato membro all'altro, creando incertezza per gli operatori economici. In alcuni Stati membri non esiste alcuna normativa in materia di manipolazione dei prezzi e di diffusione di informazioni privilegiate» (*Considerando 11*); «La normativa contro l'abuso di informazioni privilegiate persegue lo stesso obiettivo della normativa contro la manipolazione del mercato: assicurare l'integrità del mercato e accrescere la fiducia degli investitori. E' pertanto opportuno adottare norme combinate. Una direttiva unica garantisce in tutta la Comunità uno stesso quadro in materia di ripartizione delle competenze, di applicazione e di cooperazione» (*Considerando 12*).

⁷ Per un'aggiornata rassegna delle crisi e degli scandali economici-finanziari che hanno contrassegnato la nostra epoca, e per i riflessi che le crisi hanno determinato nell'evoluzione dell'intervento penale in materia economica, si veda ora, nella dottrina italiana, l'accurata indagine di A. ALESSANDRI, *Diritto penale e attività economica*, Bologna, Il Mulino, 2010, p. 101 ss. Nella letteratura internazionale cfr. in particolare B. SCHÜNEMANN (cur.), *Die sogenannte Finanzkrise – Systemversagen oder global organisierte Kriminalität?*, Berlin, BWV, 2010; E. KEMPF/K. LÜDERSSEN/K. VOLK (cur.), *Die Finanzkrise, das Wirtschaftsstrafrecht und die Moral*, Berlin/New York, de Gruyter, 2010; K. LÜDERSSEN, *Soziale Marktwirtschaft, Finanzmarktkrise und Wirtschaftsstrafrecht*, in E. KEMPF/K. LÜDERSSEN/K. VOLK (cur.), *Die Handlungsfreiheit des Unternehmers – Wirtschaftliche Perspektiven, strafrechtliche und ethische Schranken*, Berlin, de Gruyter, 2009, p. 21 ss.; Id., *Funzionalità dei mercati finanziari*, cit. (nota 1), p. 289 ss.; C. GÓMEZ-JARA DÍEZ, *Crisis financiera y Derecho Penal*, Lima, ARA Editores, 2014.

⁸ Si tratta della riforma realizzata con la l. 18 aprile 2005, n. 62 (legge comunitaria 2004) e con la successiva legge per la tutela del risparmio della fine dello stesso anno (l. 28 dicembre 2005, n. 262), che ha prodotto in particolare uno straordinario incremento sanzionatorio dei livelli (già estremamente elevati) delle sanzioni penali e amministrative – applicabili nei confronti delle persone fisiche e delle persone giuridiche – in materia di abuso di informazione privilegiata e di manipolazione del mercato.

venature populistiche e simboliche⁹) dello strumento sanzionatorio penale ed amministrativo (al contrario di quanto era avvenuto invece, pochi anni prima, con la riforma dei reati societari, nel qual caso – come è ben noto – la linea seguita era stata diametralmente opposta, con un generalizzato abbattimento delle sanzioni penali ed una vera e propria “bagattellizzazione” del falso in bilancio, la cui legittimità era stata posta in discussione, con una clamorosa iniziativa, persino davanti alla Corte di giustizia delle Comunità europee)¹⁰.

Una ondata di nuova criminalizzazione si è abbattuta dunque contro gli abusi di mercato; ma questa volta – ancor più di quanto avvenuto nel corso degli anni '90 del secolo appena trascorso, in occasione dell'attuazione della prima direttiva sull'abuso di informazioni privilegiate – la risposta dei legislatori nazionali si è prodotta in termini sostanzialmente e profondamente differenziati da paese a paese, quanto a specie ed entità delle sanzioni.

3.

Dalla ricca messe di dati recentemente diffusi nell'*Executive Summary 2008* del CESR (*Committee of European Securities Regulators*)¹¹ risulta in effetti un panorama comparatistico con alcune grandi linee di tendenza molto marcate – quale in particolare l'impiego ormai sistematico e congiunto dello strumento penale e di quello sanzionatorio amministrativo, con frequente estensione delle sanzioni anche alle persone giuridiche – ma si tratta di un panorama anche assai variegato ed eterogeneo nei singoli elementi. In particolare:

a) *In materia di insider trading*: 21 paesi su 29 (incluso anche Norvegia e Islanda) hanno introdotto sanzioni amministrative pecuniarie, 24 paesi su 29 hanno introdotto sanzioni amministrative di diversa natura, e infine ben 28 paesi su 29 hanno introdotto sanzioni penali, esclusa la sola Bulgaria.

b) *In materia di manipolazione del mercato*: analogamente, 24 paesi su 29 hanno introdotto sanzioni amministrative diverse da quelle pecuniarie (non le hanno introdotte soltanto Cipro, Ungheria, Slovenia, Norvegia e Svezia), 25 paesi su 29 hanno introdotto sanzioni amministrative pecuniarie (fanno eccezione Danimarca, Lettonia, Lussemburgo, Svezia), e, soprattutto, 25 su 29 paesi hanno introdotto sanzioni penali (escluse Bulgaria, Slovacchia, Slovenia e Austria).

Balza agli occhi, pertanto, un impiego generalizzato – quasi a tappeto – non solo dello strumento sanzionatorio amministrativo – l'unico, lo ricordo nuovamente, oggetto di attenzione diretta da parte del legislatore comunitario – ma anche dello strumento penale, pur in assenza di qualsivoglia obbligo formale di incriminazione in capo ai legislatori nazionali.

Ma le sorprese non mancano, quando si comparano *tipologia ed entità delle sanzioni* nei diversi paesi:

a) Se guardiamo, ad es., ai *minimi e massimi edittali della sanzione pecuniaria amministrativa prevista per l'insider trading*, ci troviamo sorprendentemente di fronte ad un ventaglio sanzionatorio che va dall'estremo rigoristico dell'Italia (fino ad un massimo di € 45.000.000, ulteriormente innalzabile fino ad un multiplo di 10 volte il profitto conseguito dall'*insider*) sino all'estremo opposto di paesi come l'Islanda (da un minimo di € 118 a un massimo di € 235.000) – che pure è stata travolta da scandali finanziari che hanno provocato una vera e propria bancarotta nazionale – o come la Lituania (alle persone fisiche fino ad un massimo di € 1.450 e alle persone giuridiche fino ad un massimo di € 30.000 o 3 volte il profitto) o la Bulgaria (alle persone fisiche fino ad un massimo di € 25.000 e alle persone giuridiche fino ad

⁹ Cfr. in proposito, in termini nettamente critici, A. ALESSANDRI, *Un esercizio di diritto penale simbolico: la c.d. tutela penale del risparmio*, in AA.Vv., *Scritti per Federico Stella*, Napoli, Jovene, 2007, p. 955 ss. e in P. ABBADESSA/F. CESARINI (cur.), *La legge per la tutela del risparmio*, Bologna, Il Mulino, 2007, p. 50 ss.; G. MARINUCCI/C.E. PALIERO, *Tutela del risparmio: soluzioni a metà sul nuovo assetto dei reati societari*, *GD*, 11/2005, p. 13 ss.; A. PERINI, *Prime osservazioni sui profili penali della nuova legge sul risparmio*, *GI*, 2006, IV, c. 875 ss.; S. SEMINARA, *Nuovi illeciti penali e amministrativi nella legge sulla tutela del risparmio*, *DPP*, 2006, p. 549 ss.

¹⁰ Mi limito soltanto a rinviare, sul punto, a beneficio del lettore spagnolo, a L. FOFFANI, “*Crónica de una muerte anunciada*”: la reforma de los delitos societarios en Italia, in *Rev. Pen.*, n. 15 (2005), p. 57 ss.; ID., *Bienes jurídicos de relevancia comunitaria y protección penal: el caso de las falsedades en las cuentas de sociedades mercantiles*, in *Derecho penal del Estado social y democrático de Derecho. Homenaje a Santiago Mir Puig*, a cura di D.M. Luzon Peña, Madrid, La Ley, 2010, p. 777 ss. ed in *Rev. Pen.*, 27 (2011), p. 41ss.

¹¹ COMMITTEE OF EUROPEAN SECURITIES REGULATORS, *Executive Summary to the Report on Administrative Measures and Sanctions as well as the Criminal Sanctions available in Member States under the Market Abuse Directive (MAD)*, in www.cesr-eu.org. Si tratta di un'accurata rassegna comparatistica sulle sanzioni amministrative e penali previste da tutti i 27 paesi dell'Unione (ai quali si aggiungono Norvegia e Islanda) in materia di abusi di mercato, a seguito dell'attuazione della Direttiva del 2003.

un massimo di € 50.000); paesi, questi ultimi, che prevedono sanzioni amministrative bagatelari e quasi risibili, vista la natura dell'illecito e la capacità economica media del tipo d'autore.

b) Non molto diversa si presenta la situazione per quanto riguarda i *minimi e massimi edittali della sanzione pecuniaria amministrativa per la manipolazione del mercato*: anche qui, dopo la riforma del 2005, abbiamo sanzioni draconiane in Italia (fino ad un massimo di € 75.000.000 o 10 volte il profitto), straordinariamente e clamorosamente contrastanti con la lievità delle sanzioni previste ad es. in Finlandia (alle persone fisiche fino ad un massimo di € 10.000 e alle persone giuridiche fino ad un massimo di € 200.000) o in Austria (fino ad un massimo di € 50.000).

c) E andiamo finalmente a confrontare le *sanzioni penali* previste in questo settore nei diversi paesi europei:

c₁) Per l'*insider trading* solo 2 paesi su 29 (Bulgaria e Slovenia) non prevedono la pena detentiva; 27 su 29 prevedono invece una pena detentiva, che spazia dall'ipotesi più lieve del Belgio (da un minimo di 3 mesi ad un massimo di 1 anno), fino ai 12 anni di pena edittale massima dell'Italia e ai 15 anni della Lettonia;

c₂) Sanzione pecuniaria (per *insider trading* e manipolazione del mercato): in Danimarca sanzione pecuniaria senza limiti edittali specifici, in Irlanda fino a € 10.000.000, in Italia fino a € 3.000.000 (per l'*insider trading*) e € 5.000.000 (per la manipolazione); all'estremo opposto il Belgio, che prevede un minimo di € 50 ed un massimo di € 10.000;

c₃) Per la manipolazione del mercato 25 paesi su 29 prevedono una pena detentiva, che spazia dall'estremo inferiore del Belgio (da un minimo di 1 mese ad un massimo di 2 anni) a quello superiore dell'Italia (reclusione da 2 a 12 anni) e della Lettonia (con un massimo edittale di 15 anni).

Le differenze, dunque, anche per le sanzioni penali sono a dir poco strabilianti, se si considera che si tratta di due tipologie di reato introdotte in quasi tutti i paesi *ex novo* e pressoché contemporaneamente, in occasione dell'attuazione delle direttive comunitarie. Si delinea così un singolare paradosso: si va rapidamente verso l'unificazione dei mercati finanziari, verso una centralizzazione europea dell'attività di vigilanza, si armonizzano sostanzialmente i precetti contro gli abusi di mercato, ma si vanno divaricando enormemente le risposte sanzionatorie, con il pericolo di vanificare gli obiettivi dell'armonizzazione raggiunta sul piano sostanziale e con un rischio elevato di dar vita a fenomeni di "*forum shopping*", particolarmente agevole per questo tipo di autori e di comportamenti criminali. Una più compiuta estensione del processo di armonizzazione al versante sanzionatorio – pur nel necessario e consapevole rispetto del principio di coerenza fra direttive di armonizzazione e ordinamenti nazionali (coerenza verticale), così come fra le diverse iniziative europee (coerenza orizzontale)¹² – appare per il prossimo futuro come un passaggio ineludibile per il legislatore europeo, nello sviluppo del processo di armonizzazione delle discipline penali in materia economica e finanziaria.

Sotto questo profilo, la nuova direttiva 2014/57/UE del Parlamento europeo e del Consiglio relativa alle sanzioni penali in caso di abuso di informazioni privilegiate e di manipolazione del mercato¹³ – entrata in vigore il 2 luglio 2014 congiuntamente ad un corposo e dettagliato regolamento relativo alla stessa materia degli abusi di mercato e riguardante la disciplina amministrativa e le relative sanzioni¹⁴ – pur essendo la prima iniziativa europea di natura *penale* in materia di abusi di mercato, oltre che la prima direttiva penale sulla base dell'art. 83 par. 2 TFUE, batte una strada solo parzialmente innovativa: da un lato, infatti, prosegue sulla strada di un ulteriore affinamento e approfondimento dell'armonizzazione dei precetti (art.

¹² Sull'importanza del principio di coerenza per un razionale esercizio dei poteri di armonizzazione penale da parte delle istituzioni europee, cfr. l'esplicita presa di posizione del gruppo di lavoro EUROPEAN CRIMINAL POLICY INITIATIVE, *Manifesto sulla politica criminale europea*, in *Zeitschrift für Internationale Strafrechtsdogmatik (ZIS)* (www.zis-online.com), 12/2009, p. 737 ss. (per la versione in lingua italiana) e p. 727 ss. (per la versione lingua spagnola). Il "Manifesto" è stato pubblicato anche, in Italia, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 2010, p. 1262 ss. (accompagnato da un breve commento di H. SATZGER, *Le carenze della politica criminale europea*, p. 1278 ss.) ed in *Quaderni Cost.*, 2010, p. 899 ss. Su tale documento cfr. anche, volendo, L. FOFFANI, *Il "Manifesto sulla politica criminale europea"*, in *Criminalia*, 2011. Sul principio di coerenza, specificamente, P. ASP, *Subsidiarity and Coherence in European Criminal Law*, in *European Criminal Law Review (EuCLR)*, 1/2011, p. 44 ss.

¹³ GUUE, 12 giugno 2014, L 173/179 ss.

¹⁴ Regolamento UE n. 596/2014, in GUUE, 12 giugno 2014, L 173/1 ss. In particolare, l'art. 30 del regolamento ("sanzioni amministrative e altre misure amministrative") ed il successivo art. 31 ("esercizio dei poteri di controllo e imposizione di sanzioni") delineano una vasta e dettagliata gamma di misure sanzionatorie, con una serie di indicazioni relative alla scelta più adeguata del tipo di sanzione o misura amministrativa.

3-5 della direttiva), preoccupandosi altresì di prescrivere ai legislatori nazionali un'anticipazione ed estensione dell'intervento penale (in materia di induzione, favoreggiamento, concorso e tentativo: art. 6); dall'altro lato, prescrive agli Stati membri l'*obbligo* di introdurre sanzioni penali (a fronte di una mera *facoltà* potestativa di introdurre sanzioni amministrative, con rovesciamento della prospettiva sanzionatoria perseguita dalla precedente direttiva del 2003) per gli illeciti di abuso di informazioni privilegiate, raccomandazione o induzione di altri alla commissione di abuso di informazioni privilegiate, comunicazione illecita di informazioni privilegiate e manipolazione del mercato, quando si tratti di condotte illecite gravi e commesse con *dolo*. Alla mera previsione di sanzioni «penali effettive, proporzionate e dissuasive» si affianca questa volta – seguendo un modello già più volte sperimentato nelle decisioni quadro degli anni precedenti – l'imposizione di un minimo di pena massima, differenziato a seconda delle diverse fattispecie (2 anni di pena detentiva per la comunicazione illecita di informazioni privilegiate, 4 anni per l'abuso delle medesime ovvero per la raccomandazione o induzione all'abuso, così come per le manipolazioni del mercato).

4.

In conclusione: da questa *esperienza storica degli abusi di mercato come possibile paradigma di armonizzazione* – ed in attesa dei prossimi sviluppi che deriveranno dai nuovi strumenti normativi UE – possiamo trarre, a mio avviso, alcune considerazioni di ordine generale, che vorrei provare a sintetizzare in sei punti:

1) Quando si parla di abusi di mercato, si allude ad un settore normativo caratterizzato come pochi altri, in questi ultimi anni, da una tendenza nettissima alla *espansione penale*, o – volendo usare l'efficace espressione recentemente impiegata in chiave critica da Papa Francesco nel suo discorso sulla politica criminale¹⁵ – da un "*populismo punitivo*", tutto sommato inedito e sorprendente nei confronti della criminalità economica; un punitivismo che fa da puntuale e fedele contrappunto alle clamorose sentenze pronunciate in questi ultimi anni sull'altra sponda dell'Oceano Atlantico, come i 150 anni di carcere per *Bernie Madoff*, autore della più colossale frode finanziaria del secolo.

2) L'espansione penale in questo specifico settore è stata una *libera scelta della politica criminale nazionale*, non già una decisione imposta o etero-guidata dal legislatore europeo. Questo è un punto che credo che valga la pena di essere sottolineato con forza, con buona pace di certi slogan correnti sull'Europa delle pene. Uno sguardo meno superficiale e prevenuto alle iniziative europee in materia penale rivelerebbe invece come le scelte punitive – nel senso di scelte di incremento delle risposte punitive – siano nella stragrande maggioranza dei casi ascrivibili a decisioni politiche liberamente assunte a livello nazionale, e non già imposte o preconfezionate dalle istituzioni europee.

3) Sul piano di una *valutazione comparativa della efficacia armonizzatrice dei precetti penali*, il raffronto fra una direttiva non penale (come quella del 2003 sul *market abuse*) ed una direttiva penale (come quella sulla protezione dell'ambiente), conduce alla paradossale conclusione secondo la quale è risultata molto più efficace la prima. Si tratta di un esito assolutamente sorprendente, ed anche un poco sconcertante per quella parte della dottrina europea che da tanti anni andava reclamando una competenza penale comunitaria. Ora che la competenza penale dell'Unione Europea è un dato acquisito, dobbiamo constatare che sul piano dei risultati dell'armonizzazione penale – perlomeno per quanto riguarda la formulazione dei precetti – è stata molto più efficace una direttiva non penale, piuttosto che una direttiva penale! Anche questo, mi sembra, è un dato di cui non si può non tenere conto, nel prosieguo della discussione.

4) Evidentemente conta di più la disponibilità politica degli Stati a farsi armonizzare, che non la natura giuridica (penale o non penale) dello strumento di armonizzazione: la disponibilità politica degli Stati e – soprattutto – l'esistenza di una base adeguata, di un substrato (materiale e giuridico) per la costruzione dell'armonizzazione penale. Nel caso degli abusi di mercato questo substrato evidentemente c'era (c'era un terreno fertile: la progressiva e profonda armonizzazione e integrazione dei mercati finanziari europei, il coordinamento stretto fra

¹⁵ Si allude al [discorso tenuto dal Pontefice nell'incontro con le Associazioni penalistiche internazionali del 23 ottobre 2014](#), già pubblicato in *Dir. pen. cont.* (v. anche, sul punto, l'editoriale della *EuCLR*, 4/2014).

le diverse autorità di vigilanza, la tendenza – già in marcia da diversi anni – ad una vera e propria unificazione dei mercati e della vigilanza), mentre in materia di protezione dell'ambiente è altrettanto evidente che un analogo substrato comune era ed è assolutamente inesistente, con i risultati che si sono visti, in termini di riottosa resistenza degli Stati all'armonizzazione dei precetti penali. In questo caso – volendo ricorrere ad una metafora botanica – la pianta dell'armonizzazione è stata collocata su un terreno arido e non ha assolutamente attecchito.

5) Dobbiamo riorientare i termini del dibattito: dalla discussione sulla *base giuridica dell'armonizzazione penale* – che ha occupato la dottrina negli ultimi 20 anni alla discussione sulle *tecniche dell'armonizzazione penale*. Sul piano tecnico, probabilmente, la direttiva ambiente si è rivelata inadeguata: troppo estesa, troppo complessa. Mentre la direttiva sugli abusi di mercato si è rivelata – nonostante la complessità della materia – molto più efficace, soprattutto perché ha costruito prima le fondamenta istituzionali ed amministrative dei mercati finanziari e dei relativi controlli, e solo su questa base ha poi dettato i contenuti dei precetti armonizzati da sanzionare in maniera «adeguata, proporzionata ed efficace».

6) Dove la direttiva del 2003 sul *market abuse* – analogamente a quella sull'ambiente – ha sino ad ora, invece, clamorosamente fallito è sul piano *dell'armonizzazione delle sanzioni*: troppo rinunciarie entrambe, con le loro formule rituali e standardizzate, e troppo divaricate le tendenze, le tradizioni, gli stili e le prassi dei legislatori nazionali. Bisogna dunque passare dai precetti alle sanzioni, se si vuole prendere sul serio il progetto dell'armonizzazione; e bisogna anche qui, verosimilmente, elaborare *nuove tecniche di armonizzazione*: sono ormai insufficienti tanto le formulette aperte sul modello “mais greco”, quanto le rigide ed astratte imposizioni di minimi di pena massima, adottate in tante decisioni quadro degli ultimi anni. La prima tecnica è priva di qualsivoglia capacità di reale orientamento della politica sanzionatoria nazionale, la seconda rischia di cozzare troppo radicalmente con le tradizioni nazionali, pone inopportuno sotto pressione alcuni ordinamenti e contrasta con il c.d. principio di coerenza verticale. Urge dunque la ricerca di nuovi strumenti tecnici, per evitare che il riconoscimento formale e solenne della competenza penale dell'Unione rischi di diventare una formula vuota, ovvero come una specie di cane che abbaia alla luna, tanto rumoroso e capace di disturbare il quieto sonno della dottrina, quanto incapace di guidare razionalmente il gregge riottoso e testardo dei legislatori nazionali.

5.

Postilla. Sulla inarrestabile forza espansiva della disciplina sanzionatoria degli abusi di mercato – nel suo doppio binario penale e amministrativo – si è ora abbattuta come un macigno la sentenza della Corte europea dei diritti dell'uomo del 4 marzo 2014 sul caso Grande Stevens¹⁶, la quale rileva, nel sistema sanzionatorio italiano in materia di abusi di mercato, tanto una violazione del diritto all'equo processo (art. 6 § 1, CEDU), quanto una violazione del diritto a non essere giudicati o puniti due volte per lo stesso fatto (art. 4, Protocollo n. 7).

Dopo anni nei quali non solo la politica criminale del nostro legislatore nazionale, ma anche (e prima di tutto) la politica sanzionatoria dell'UE in materia di abusi di mercato aveva dato la sensazione di perseguire un doppio binario di tutela senza preoccupazione alcuna per un possibile cumulo di sanzioni di natura giuridica diversa per il medesimo fatto, la nuova direttiva 2014/57/UE prende finalmente in considerazione l'esigenza di rispetto del *ne bis in idem*: il considerando n. 23 della direttiva prevede infatti che, “nell'applicare la normativa nazionale di recepimento della presente direttiva, gli Stati membri dovrebbero garantire che l'irrogazione di sanzioni penali per i reati ai sensi della presente direttiva e di sanzioni amministrative ai sensi del regolamento (UE) n. 596/2014 non violi il principio del *ne bis in idem*”. Il legislatore europeo indica anche ai legislatori nazionali la via maestra per prevenire il pericolo del *bis in idem*, tracciando una linea di confine fra illecito penale e illecito amministrativo che dovrebbe correre lungo il duplice crinale della *gravità* dell'illecito e dell'elemento *soggettivo* (doloso per l'illecito penale, senza necessità di prova del dolo per l'illecito amministrativo).

¹⁶ Corte EDU, II Sez., sent. 4 marzo 2014, Grande Stevens e altri c. Italia, ric. N. 18640/10 e a., sulla quale cfr., per una prima analisi “a caldo”, G. DE AMICIS, *Ne bis in idem e “doppio binario” sanzionatorio: prime riflessioni sugli effetti della sentenza “Grande Stevens” nell'ordinamento italiano* e F. VIGANÒ, *Doppio binario sanzionatorio e ne bis in idem: verso una diretta applicazione dell'art. 50 della Carta?*, entrambi in *Dir. pen. cont.*, 30 giugno 2014; v. anche la *Relazione n. 35/2014*, a cura dell'Ufficio del Massimario della Corte di Cassazione, recante *Considerazioni sul principio del ne bis in idem nella recente giurisprudenza europea: la sentenza 4 marzo 2014, EDU Grande Stevens c. Italia*, in *Dir. pen. cont.*, 29 maggio 2014.

Decisamente più complesso sembra però, a prima vista, l'adeguamento del sistema sanzionatorio nazionale (italiano, ma lo stesso problema investe anche molti altri paesi europei) in materia di abusi di mercato alla censura della CEDU relativa alla violazione del diritto all'equo processo, che non si ritiene da parte della Corte sufficientemente garantito nel procedimento sanzionatorio amministrativo davanti alla CONSOB: per l'assenza di contraddittorio, per la mancanza di un'udienza pubblica (ritenuta necessaria a fronte del rischio di applicazione di sanzioni di straordinaria severità, assimilabili alla "materia penale" secondo la consolidata giurisprudenza CEDU) e per l'affidamento dei poteri di indagine e di giudizio ad organi che, sebbene diversi, sono posti comunque entrambi alle dipendenze del Presidente della CONSOB. Come uscire dunque dal "*cul de sac*" della sentenza Grande Stevens? Ristrutturando il procedimento sanzionatorio amministrativo in materia di abusi di mercato secondo uno standard garantistico adeguato alla gravità delle sanzioni in gioco, e rinunciando alla rapidità ed immediatezza sinora connaturata agli interventi della CONSOB? O piuttosto ridimensionando radicalmente i livelli sanzionatori o addirittura rinunciando allo strumento sanzionatorio extrapenale, come pure l'Unione Europea consente oggi di fare? La palla è sul campo del legislatore nazionale e la risposta non potrà tardare, pena il pericolo di una paralisi del sistema.

Ma rimangono anche, sullo sfondo, le perplessità legate ad un necessario ripensamento di fondo del ruolo dello strumento sanzionatorio amministrativo e del suo rapporto con lo strumento penale, soprattutto nelle materie più delicate e importanti della moderna disciplina dell'economia: pensiamo solo, per fare un esempio, all'attuale assetto della tutela della concorrenza (in Italia, così come in tutti i paesi che seguono il modello UE), con un procedimento sanzionatorio amministrativo che potrebbe andare incontro a censure analoghe a quelle sollevate in materia di abusi di mercato e con fattispecie tutt'altro che tassative sotto il profilo sostanziale (abuso di posizione dominante, intese illecite, violazione di divieti di concentrazione). Se sanzioni della gravità di quelle previste per queste ultime fattispecie dovessero essere considerate, come pare inevitabile, facenti parte della "materia penale", come potrebbe il sindacato CEDU arrestarsi solo alle garanzie di ordine processuale e non investire anche quelle di natura sostanziale (quantomeno sotto il profilo della determinatezza e prevedibilità *ex ante* del profilo normativo dell'infrazione)?