

IL *BIS IN IDEM* NELL'ORDINAMENTO PENALE ITALIANO. DAL *MARKET ABUSE* AL DIRITTO SANZIONATORIO TRIBUTARIO

Pietro Sorbello

ABSTRACT

La sentenza “Grande Stevens” della Corte europea dei diritti dell’uomo e la direttiva 2014/57/EU sulle sanzioni penali in materia di *market abuse* costringono il legislatore a passare tra Scilla e Cariddi: da una parte, il rispetto del *ne bis in idem* impone di rivedere la scelta di cumulare, in spregio ai principi di sussidiarietà e specialità, sanzioni penali ed amministrative per il medesimo fatto; dall’altra, l’osservanza degli obblighi europei di criminalizzazione determinerà l’abbandono della più efficiente sanzione amministrativa. La diretta applicabilità della Carta dei diritti fondamentali dell’Unione europea garantisce, nelle materie di competenza di quest’ultima, una più avanzata tutela di tali diritti, chiamando in causa l’autorità giudiziaria e la stessa pubblica amministrazione.

SOMMARIO

1. Il *bis in idem* tra tipo legale ed applicazione giurisprudenziale. — 2. L’(ormai) impossibile disimpegno della pena in materia di *market abuse*. — 3. L’evoluzione della disciplina degli abusi di mercato. — 3.1. L’abuso di informazioni privilegiate. — 3.2. La manipolazione del mercato. — 4. Possibili soluzioni a legislazione vigente in un passaggio tra Scilla e Cariddi.

1. *Il bis in idem* tra tipo legale ed applicazione giurisprudenziale.

La giurisprudenza della Corte europea dei diritti dell'uomo e della Corte di giustizia dell'Unione europea ha recentemente mostrato, in via diretta o pronunciandosi nei confronti di altri Stati, profili di contrasto dell'ordinamento italiano rispetto al diritto fondamentale¹ del *ne bis in idem* in forza del quale nessuno può essere punito due volte per il medesimo reato né giudicato nuovamente qualora sia già stato assolto o condannato a seguito di una sentenza penale definitiva, come prevedono l'art. 4 del Protocollo n. 7 della Convenzione europea per la salvaguardia dei diritti dell'uomo e delle libertà fondamentali² e l'art. 50 della Carta dei diritti fondamentali dell'Unione europea³.

La vicenda che ha destato maggiore attenzione è quella decisa dalla sentenza "Grande Stevens" della Corte europea dei diritti dell'uomo che ha condannato l'Italia perché la disciplina nazionale in materia di abusi di mercato, caratterizzata dalla duplice sanzione amministrativa e penale, viola tra l'altro l'art. 4 del Protocollo n. 7 della CEDU⁴. Sulla base di un approccio contenutistico che prescinde dalla qualificazione legale attribuita, la natura sostanzialmente penale di una sanzione formalmente amministrativa, che sia divenuta definitiva, comporta il divieto di duplicare la sanzione e di avviare un secondo giudizio sul medesimo fatto.

Un secondo profilo di contrasto è stato individuato nella materia tributaria. In realtà, sul piano del diritto positivo l'ordinamento tributario non viola tale diritto fondamentale per due ordini di ragioni: da una parte, per la presenza dell'art. 19 del d.lgs. 10 marzo 2000, n. 74 che integra un'ipotesi speciale di principio di specialità non soggetta alla limitazione prevista negli abusi di mercato; dall'altra, una duplicazione di sanzioni, penale ed amministrativa, per il medesimo fatto in capo alla stessa persona (fisica o giuridica che sia) sarebbe comunque evitata nei limiti dell'art. 7 del D.L. 30 settembre 2003, n. 269 in base al quale "le sanzioni amministrative relative al rapporto fiscale proprio di società o enti con personalità giuridica sono esclusivamente a carico della persona giuridica"⁵.

A prescindere da quest'ultima norma, la violazione del *ne bis in idem* in materia tributaria sorgerebbe per effetto dell'applicazione giurisprudenziale, come accaduto per le ipotesi di omesso versamento delle ritenute o dell'Iva ove il cumulo delle sanzioni è stato giustificato dall'esistenza di un rapporto di progressione criminosa⁶. Un simile orientamento, ribadito anche dopo la sentenza "Grande Stevens"⁷, conferma l'avversione della giurisprudenza di legit-

¹ Per la prospettiva teorica si rinvia a BOBBIO, *Sul fondamento dei diritti dell'uomo, Relazione al Convegno sul fondamento dei diritti dell'uomo*, L'Aquila, 14-19 settembre 1964, in *Riv. int. fil. dir.*, 42/1965, pag. 302, nonché a FERRAJOLI, *Sui fondamenti dei diritti fondamentali. Un approccio multidisciplinare*, in *Studi sulla questione criminale*, 2/2010, pag. 11 ss.

² Sulla CEDU si rinvia a BARTOLE-DE SENA-ZAGREBELSKY, *Commentario breve alla Convenzione europea dei diritti dell'uomo e delle libertà fondamentali*, Padova, 2012, nonché a MANES, *La Convenzione europea dei diritti dell'uomo nell'ordinamento penale italiano*, Milano, 2011.

³ Per l'approfondimento si veda TRUCCO, *Carta dei diritti fondamentali e costituzionalizzazione dell'Unione Europea*, Torino, 2013, nonché MILITELLO, *I diritti fondamentali come oggetto di tutela penale: l'apporto della Carta europea*, in *Dir. pen. XXI secolo*, 1/2003, pag. 47.

⁴ Secondo la Corte europea dei diritti dell'uomo, Sez. II, sentenza 4 marzo 2014, la disciplina italiana in materia di abusi di mercato viola anche il diritto ad un equo processo previsto all'art. 6 § 1 della CEDU, in *Dir. pen. cont.*, 9 marzo 2014, con nota di TRIPODI, *Uno più uno (a Strasburgo) fa due. L'Italia condannata per violazione del ne bis in idem in tema di manipolazione del mercato*. Si veda anche ALESSANDRI, *Prime riflessioni sulla decisione della Corte Europea dei Diritti dell'Uomo riguardo alla disciplina italiana degli abusi di mercato*, in *Giur. comm.*, 2014, pag. 855, per il quale alla materia penale devono ricondursi "tutte le sanzioni che manifestano ed esprimono una finalità intimidativa, deterrente, con funzioni di prevenzione generale o speciale. Restano di conseguenza escluse le sanzioni che hanno efficacia meramente riparatoria o ripristinatoria".

⁵ In senso conforme Cass. pen., Sez. III, sentenza 30.10.2015, n. 43809, *inedita*, secondo la quale, perché sia integrata la violazione del *ne bis in idem*, "è necessario che del medesimo fatto sia chiamato a rispondere (o sia condannato) lo stesso autore, inteso quale persona direttamente destinataria del precepto e della sanzione. Il che ovviamente non accade quando, come nel caso di specie, dello stesso fatto rispondono a diverso titolo due persone".

⁶ Gli illeciti in materia di omesso versamento di ritenute sono "omissivi propri, integrati dal mero mancato compimento di un'azione dovuta. [...] pur nella comunanza di una parte dei presupposti (erogazione di somme comportanti l'obbligo di effettuazione delle ritenute alla fonte e di versamento delle stesse) e della condotta (omissione di uno o più dei versamenti mensili dovuti), gli elementi costitutivi dei due illeciti divergono in alcune componenti essenziali, rappresentate in particolare: dal requisito della certificazione delle ritenute, richiesto per il solo illecito penale; dalla soglia minima dell'omissione, richiesta per il solo illecito penale; dal termine di riferimento per l'assunzione di rilevanza dell'omissione [...]. Le illustrate divergenze inducono a ricostruire il rapporto fra i due illeciti in termini, non di specialità, ma piuttosto di progressione: la fattispecie penale [...] costituisce una violazione molto più grave di quella amministrativa e, pur contenendo necessariamente quest'ultima [...], la arricchisce di elementi essenziali (certificazione, soglia, termine allungato) che non sono complessivamente riconducibili al paradigma della specialità. Così Cass. pen., Sez. unite, 12.09.2013, n. 37425 (*Favellato*), in *Cass. pen.*, 1/2014, pag. 66, con nota di CIRAUOLO, *La punibilità degli omessi versamenti dell'Iva e delle ritenute certificate nella lettura delle Sezioni Unite*.

⁷ Si rinvia a Cass. pen., Sez. III, 08.04.2014, n. 20266, in *Dir. pen. contemp.*, 5 giugno 2014, con nota di DOVA, *Ne bis in idem in materia tributaria: prove tecniche di dialogo tra legislatori e giudici nazionali e sovranazionali*.

timità per i criteri sostanziali di soluzione del concorso apparente di norme⁸, che trovano al contrario applicazione nella giurisprudenza della Corte di Strasburgo. Appaiono pertanto probabili nuove condanne dell'Italia per violazione dell'art. 4 del Protocollo 7, stavolta in materia tributaria⁹, a meno che non si superi l'orientamento della sentenza "Favellato", eventualmente investendo, *ratione materiae*, la Corte di giustizia sull'interpretazione dell'art. 50 della Carta europea dei diritti fondamentali¹⁰ o sollevando una questione di legittimità costituzionale¹¹.

Sempre in ambito tributario esiste poi una ipotesi di *bis in idem* sostanziale paradossalmente subordinata alla volontà del destinatario della sanzione: ai sensi dell'art. 13 del d.lgs. 74/2000¹², infatti, per conseguire uno sgravio di pena, la mancata applicazione delle misure accessorie e l'accesso al patteggiamento, oltre al debito d'imposta il contribuente imputato dovrà pagare anche le sanzioni per l'illecito amministrativo "sebbene non applicabili a norma del successivo art. 19, primo comma"¹³.

A ragione dell'impatto della sentenza "Grande Stevens" sulla politica criminale sottesa alla riforma degli abusi di mercato di cui alla legge 18 aprile 2005, n. 62, le successive riflessioni saranno incentrate sul rapporto tra illecito penale ed amministrativo di *market abuse*, anche alla luce della nuova disciplina di cui al Regolamento UE n. 596/2014¹⁴ ed alla Direttiva 2014/57/UE¹⁵, entrambi del 16 aprile 2014, che disegna un sistema sanzionatorio unitario rispettoso

⁸ Secondo le Sezioni unite "i giudizi di valore che i criteri di assorbimento e di consunzione richiederebbero sono in contrasto con il principio di legalità, in particolare con il principio di determinatezza e tassatività, perché fanno dipendere da incontrollabili valutazioni intuitive del giudice l'applicazione di una norma penale". Così Cass. pen., Sez. unite, 20.12.2005, n. 47164, in *Dir. internet*, 2/2006, pag. 143, con nota di TERRACINA, *Il "cerchio e la botte", linee guida delle sezioni unite in materia di tutela penale del diritto d'autore*. In senso conforme, 28.10.2010, n. 1235, in *Dir. pen. e proc.*, 5/2011, pag. 567, con nota di SCARCELLA, *Specialità, concorso e consunzione nei reati tributari: per le Sezioni Unite c'è frode e frode*, nonché 28.10.2010, n. 1963, in *Dir. pen. e proc.*, 7/2011, pag. 848, con nota di VALLINI, *Giusti principi, dubbie attuazioni: convergenza di illeciti in tema di circolazione di veicolo sottoposto a sequestro*.

⁹ Il riferimento è alle sentenze *Nikänen c. Finlandia* del 20.05.2014, *Lucky Dev. c. Svezia* del 27.11.2014, nonché alle due del 10.02.2015, *Kiiveri ed Österlund*, entrambe contro la Finlandia: a fronte del doppio binario previsto dalle rispettive legislazioni, la Corte EDU ha qui accertato la violazione dell'art. 4 del Protocollo n. 7 della CEDU. In senso conforme è la sentenza *Åklagaren c. Hans Åkelberg Fransson* del 01.02.2013 (causa C-617/10) con l'affermazione che "l'art. 50 della Carta non osta a che uno Stato membro imponga, per le medesime violazioni di obblighi dichiarativi in materia di Iva, una combinazione di sovrattasse e sanzioni penali. [...] Solo qualora la sovrattassa sia di natura penale, ai sensi dell'art. 50 della Carta, e sia divenuta definitiva, tale disposizione osta a che procedimenti penali per gli stessi fatti siano avviati nei confronti di una stessa persona" (par. 34), in *Dir. pen. cont.*, 15 aprile 2013, con nota di VOZZA, *I confini applicativi del principio del ne bis in idem interno in materia penale: un recente contributo della Corte di Giustizia dell'Unione europea*.

¹⁰ In tal senso, con ordinanza del 27 ottobre 2014 il Tribunale di Torino ha rinviato alla Corte di giustizia l'interpretazione dell'art. 10-bis del d.lgs. 74/2000 nella parte in cui consente di procedere alla valutazione della responsabilità penale di un soggetto che, per lo stesso fatto, sia già stato destinatario della sanzione amministrativa irrevocabile di cui all'art. 13 del d.lgs. 471/1997. Sull'ordinanza si rinvia a SCOLETTA, *Ne bis in idem e illeciti tributari per omesso versamento delle ritenute: un problematico rinvio pregiudiziale alla Corte di Giustizia*, in *Dir. pen. cont.*, 17 novembre 2014. Con l'ordinanza C-497/14 del 15 aprile 2015, la Corte di giustizia si è dichiarata incompetente perché "la normativa nazionale in discussione nel procedimento principale concerne il mancato versamento di ritenute alla fonte relative all'imposta sul reddito e non violazioni di obblighi in materia di imposta sul valore aggiunto (part. 30). Orbene, ove una situazione giuridica non rientri nella sfera d'applicazione del diritto dell'Unione, la Corte non è competente in merito (part. 31)": www.curia.eu. Da ultimo si segnalano, questa volta in materia IVA, i rinvii pregiudiziali di cui alle ordinanze dell'11 maggio 2015 del Tribunale di Santa Maria Capua Vetere, *inedita*, e del 28 settembre 2015 del Tribunale di Bergamo, in *Dir. pen. cont.*, 28 settembre 2015, con nota di VIGANÒ, *Ne bis in idem e omesso versamento dell'IVA: la parola alla Corte di giustizia*. Nonostante l'assenza di un'armonizzazione espressa, dottrina e giurisprudenza euorunitaria si sono sforzate di legittimare le iniziative delle istituzioni europee anche nel settore delle imposte dirette, individuando la base di un margine di intervento negli artt. 114 e 115 TFUE a norma dei quali è possibile "stabilire direttive volte al ravvicinamento delle disposizioni legislative, regolamentari ed amministrative degli Stati membri che abbiano un'incidenza diretta sull'instaurazione o sul funzionamento del mercato interno". Così CARPENTIERI, *Le fonti del diritto tributario*, in FANTOZZI (a cura di), *Diritto tributario*, Assago, 2012, pag. 196 ss.

¹¹ Il riferimento è all'ordinanza 21 aprile 2015 del Tribunale di Bologna che ha sollevato la questione in relazione all'art. 649 c.p.p., in *Dir. pen. cont.*, 18 maggio 2015, con nota di CAIANIELLO, *Ne bis in idem e illeciti tributari per omesso versamento dell'Iva: il rinvio della questione alla Corte costituzionale*. Tale rischio, in verità, risulta mitigato dall'entrata in vigore del d.lgs. 24 settembre 2015, n. 158, di revisione del sistema sanzionatorio penale tributario, che ha incrementato la soglia di punibilità riferita agli omessi versamenti delle ritenute "dovute o certificate" (da 50.000 a 150.000 euro) e dell'imposta sul valore aggiunto (da 50.000 a 250.000 euro), così residuando la mera rilevanza amministrativa delle condotte sotto soglia.

¹² Con ordinanza del 15 dicembre 2014, il GUP presso il Tribunale di Torino ha sollevato l'eccezione di legittimità costituzionale dell'art. 13, comma 2-bis avuto, tra l'altro, riguardo all'inosservanza degli obblighi internazionali derivanti dall'art. 6, par. 1, della CEDU (diritto ad un equo processo) e art. 4 del relativo Protocollo n.7 (diritto a non essere giudicati o puniti due volte per lo stesso fatto).

¹³ Sul punto si veda FLICK, *Reati fiscali, principio di legalità e ne bis in idem: variazioni italiane su un tema europeo*, in *Dir. pen. cont.*, 14 settembre 2014. Sempre sull'art. 13 del d.lgs. 74/2000, nella prospettiva dell'analisi economica del diritto, sia consentito rinviare a MEOLI-SORBELLO, *Il rischio della sanzione ed il comportamento del contribuente. Riflessioni sull'analisi economica del diritto*, in *Dir. pen. cont.*, 10 luglio 2015. Nelle more della pubblicazione di questo contributo, gli istituti premiali in materia sono stati modificati dall'entrata in vigore del d.lgs. 158/2015 per il quale si rinvia all'efficace sintesi di FINOCCHIARO, *La riforma dei reati tributari: un primo sguardo al d.lgs. 158/2015 appena pubblicato*, in *Dir. pen. cont.*, 9 ottobre 2015.

¹⁴ Relativo agli abusi di mercato (regolamento sugli abusi di mercato) e che abroga la Direttiva 2003/6/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, attuata dalla legge 18 aprile 2005, n. 62.

¹⁵ Relativa alle sanzioni penali in caso di abusi di mercato (direttiva abusi di mercato)

del principio del *ne bis in idem*¹⁶.

2. L'(ormai) impossibile disimpegno della pena in materia di *market abuse*.

Ancor prima di ragionare sull'incidenza degli obblighi internazionali ed europei sulla politica criminale nazionale, la questione della penalizzazione degli abusi di mercato è stata da tempo approfondita nell'ambito del più ampio rapporto tra diritto penale ed economia.

Sebbene in passato, proprio in questo settore normativo, sia stato affermato che “la prospettiva di repressione penale appare l'unica percorribile, di fronte alle carenze ed agli ostacoli che si sono verificati nelle alternative di un ricorso alle vie della tutela civile od amministrativa, o di un ricorso all'autoregolamentazione”¹⁷, l'aggancio all'art. 47 della Costituzione consente di individuare quel valore per la cui salvaguardia “non è affatto esclusa, in partenza, l'utilizzabilità della sanzione criminale”¹⁸. Queste considerazioni sul bene giuridico trovano riscontro nella Direttiva 2014/57/UE, in materia di abusi di mercato, secondo la quale “un mercato finanziario integrato ed efficiente e una maggiore fiducia degli investitori richiedono un mercato integro. Il regolare funzionamento dei mercati mobiliari e la fiducia del pubblico nei mercati costituiscono fattori essenziali di crescita e di benessere economico. Gli abusi di mercato ledono l'integrità dei mercati finanziari e compromettono la fiducia del pubblico [...]”¹⁹.

Se è qui pacifica la meritevolezza del bene giuridico da tutelare, il rispetto del principio di sussidiarietà impone sempre di ricorrere alla pena con parsimonia e di verificare se, anche a seguito del sistema sanzionatorio amministrativo²⁰ introdotto dalla legge 62/2005, possa ancora condividersi quel giudizio di inadeguatezza delle misure extrapenalistiche formulato agli inizi degli anni novanta e da ultimo ribadito dalla Direttiva 2014/57/UE²¹, che nell'imporre la criminalizzazione agli Stati membri appare maggiormente interessata alla disapprovazione sociale piuttosto che all'efficienza della sanzione²². Si tratta di una scelta che meriterebbe forse una più ampia considerazione a fronte dell'affermarsi della locuzione diritto sanzionatorio²³ e della “forza espansiva” della giurisprudenza di Strasburgo con particolare riferimento alla nozione sostanziale di “materia penale” ed al superamento del doppio binario²⁴.

¹⁶ Si veda MUCCIARELLI, *La nuova disciplina eurocomunitaria sul market abuse: tra obblighi di criminalizzazione e ne bis in idem*, in *Dir. pen. contemp.*, 17 Settembre 2015.

¹⁷ In questi termini FLICK, *Insider trading: una tappa significativa – anche se controversa – della lunga marcia verso la trasparenza*, in *Riv. soc.*, 1991, pag. 993.

¹⁸ Così ROMANO, *Introduzione allo studio del diritto penale bancario*, in Id. (a cura di), *La responsabilità penale degli operatori bancari*, Bologna, 1980, pag. 17.

¹⁹ Dal considerando n. 1.

²⁰ Si ricorda che il ricorso non meditato alla sanzione penale rappresenta “una scelta legislativa pigra e ritualistica: un comodo tappabuchi, una sorta di strumento buono per tutti gli usi che esonera un legislatore frettoloso, o poco fantasioso, o poco coraggioso, dal ricercare strumenti di tutela tecnicamente più sofisticati o più onerosi sul piano socio-economico”. Così FIANDACA, *Il diritto penale tra legge e giudice*, Padova, 2002, pag. 93.

²¹ “L'adozione di sanzioni amministrative da parte degli Stati membri si è finora rivelata insufficiente a garantire il rispetto delle norme intese a prevenire e combattere gli abusi di mercato” (considerando n. 5).

²² Dal considerando n. 6.

²³ Si segnala PALIERO, *Riforma penale in Italia e dinamica delle fonti: una paradigmatica*, in *Riv. it. dir. e proc. pen.* 2004, 4, 1011, per cui il diritto sanzionatorio *lato sensu*, che trova i suoi “precedenti terminologici più specifici nei sintagmi “diritto penale amministrativo” e “diritto sanzionatorio amministrativo”, si erge a categoria nuova, che travalica gli stessi limiti del diritto sanzionatorio amministrativo per assumere contorni più ampi, con la tendenza, almeno sul piano concettuale, a salire di livello per inglobare anche la legislazione speciale di marca criminale”. Si veda anche MUCCIARELLI, *Primato della giurisdizione e diritto economico sanzionatorio: a proposito di market abuse*, in *Dir. pen. e proc.*, 2006, pag. 140. Nella relazione governativa allo schema di D. lgs. 8 giugno 2001, n. 231 vi è cenno ad una “tendenza più generale, forse irreversibile, verso la progressiva assimilazione dei due modelli”, di responsabilità amministrativa e penale, “che tendono a confluire in una sorta di diritto sanzionatorio unitario, soprattutto in materia economica”.

²⁴ Sul punto si veda MASSARO, *Europeizzazione del diritto penale e razionalizzazione del sistema sanzionatorio: il superamento dei “doppi binari” nazionali nel segno sostanzialistico-funzionale della “materia penale”*, in *Dir. pen. contemp.*, 15 Luglio 2015.

L'accento all'efficienza coinvolge valutazioni di analisi economica del diritto²⁵ che poggiano da una parte, dal punto di vista del potenziale autore della violazione della norma, sul confronto tra il guadagno atteso e la probabilità di essere scoperto e sanzionato²⁶; dall'altra, nella prospettiva dell'ordinamento e dei modelli di tutela, sulla necessaria rivalutazione dei vantaggi, in questo settore, della sanzione amministrativa senza il preconcetto che questa abbia una minore efficacia generalpreventiva.

In linea generale, il ricorso alla sanzione amministrativa costituisce un rimedio all'ipertrofia del diritto penale e garantisce un equilibrio nel rapporto²⁷ tra diritto penale classico, conformato ai principi di determinatezza e sussidiarietà nonché al reato d'evento di danno, e diritto penale moderno segnato invece dall'anticipazione dell'intervento penale, spesso in chiave sanzionatoria, dal modello del pericolo astratto e dalla proliferazione di beni giuridici (in particolare sovraindividuali) che rendono difficoltoso il rispetto dei principi di offensività e sufficiente determinatezza²⁸. Una volta prescelta la tutela penale, infatti, "il legislatore è vincolato ad un certo tipo di tecnica di struttura della fattispecie, mentre forme di tutela [alternative] consentono una maggiore elasticità di previsione e possono essere, di conseguenza, più idonee a fronteggiare certi fenomeni di comportamento socialmente dannosi meno agevolmente suscettibili di essere scolpiti in termini precisi (si pensi ad es. alla problematica attuale in tema di repressione dell'*insider trading*)"²⁹.

Le successive riflessioni hanno quale criterio guida proprio l'*extrema ratio* della pena³⁰, affiancata dall'analisi economica del diritto quale modello di orientamento, e mirano a dimostrare che una politica criminale consigliata dalla dogmatica avrebbe evitato che la riforma del 2005 introducesse un sistema strutturalmente in violazione del *ne bis in idem* oltre a problemi applicativi non indifferenti³¹.

In verità, il precedente della sentenza "Grande Stevens" e l'osservanza del diritto europeo adottato sulla base dell'art. 83 del TFUE non consentono più di scegliere liberamente la sanzione comminabile perché, a far data dal 3 luglio 2016, le condotte più gravi di abusi di mercato dovranno essere sanzionate con la pena detentiva, finanche con l'imposizione del minimo del massimo edittale³².

3.

L'evoluzione della disciplina degli abusi di mercato.

Per un sintetico inquadramento della disciplina occorre affiancare alla nozione sovraindividuale di risparmio quella di sistema finanziario che rileva sotto un duplice profilo.

Mentre sul piano strutturale, il sistema finanziario comprende l'insieme degli strumenti (i

²⁵ Se la norma giuridica costituisce una regola di comportamento, l'analisi economica del diritto valuta quale comportamento le norme incentivano ad adottare: applicando la teoria del consumatore, sulla cui base si prevede come le persone reagiranno alla variazione dei prezzi, le sanzioni comminate alla violazione delle regole sono analizzate come disincentivi al comportamento. La sanzione è rielaborata alla stregua della teoria dei prezzi ipotizzando che un individuo razionale ritenga non economico violare una regola per il costo della relativa sanzione. Per la prima applicazione dell'approccio economico nella materia criminale si veda BECKER, *Crime and Punishment: An Economic Approach*, in BECKER-LANDES, *Essays in the Economics of Crime and Punishment*, UMI, 1974. Per analoghe riflessioni si veda PALIERO, *L'economia della pena* (un work in progress), in *Riv. it. dir. e proc. pen.*, 4/2005, pag. 1336.

²⁶ Restano attuali le riflessioni di NUVOLONE, *Brevi note metodologiche in tema di scienza del diritto penale*, in *Trent'anni di diritto e procedura penale*, Studi, Padova, I, 1969, pag. 210, per il quale "lo scienziato del diritto penale deve proporsi il problema di trovare quali norme meglio si adeguino a tali risultati; proporsi, quindi anzitutto un compito di costruzione delle norme tenendo conto di quel fondamentale principio e dei relativi suggerimenti delle scienze sperimentali in tema di formulazione degli obblighi e di determinazione della sanzione".

²⁷ Per tale rapporto si rinvia a PALIERO, *Diritto penale classico versus diritto penale moderno: cambi di paradigma nel sistema penale attuale?*, in *R. Fac. Diritto*, Curitiba, n. 27, 1992/1993, pag. 22 ss.

²⁸ È stato evidenziato quanto sia difficile individuare il bene giuridico "man mano che si passi da fattispecie poste a tutela dei classici beni individuali a quelle poste a protezione di interessi superindividuali" e come tale difficoltà impedisca di descrivere in maniera sufficientemente determinata le relative condotte lesive. Così FIANDACA-MUSCO, *Diritto penale. Parte generale*, Bologna, 2007, pag. 17.

²⁹ In questi termini BRICOLA, *Rapporti tra dogmatica e politica criminale*, in *Riv. it. dir. pen. proc.*, 1988, pag. 18.

³⁰ Sia consentito rinviare a SORBELLO, *Economia e sanzione: il (possibile) disimpegno della pena in materia di market abuse*, in *Ind. pen.*, 2/2008, pag. 594 ss.

³¹ La Suprema corte riconobbe che "l'intero intervento sanzionatorio nella materia si caratterizza per una ricorrente replica di norme incriminatrici penali in identici illeciti amministrativi, secondo una tecnica legislativa inconsueta, destinata a creare sicuramente notevoli problemi applicativi". Così Cass. pen., Sez. V, 03.05.2006, n. 15199, in *Cass. pen.*, 1/2007, pag. 61 ss., con nota di MAGRO, *Le manipolazioni di mercato tra illecito penale e illecito amministrativo*.

³² Ai sensi dell'art. 7, secondo comma, della Direttiva 2014/57/UE "gli Stati membri adottano le misure necessarie affinché i reati di cui agli articoli 3 e 5 siano punibili con la pena della reclusione per una durata massima non inferiore ad anni quattro".

contratti) finanziari e dei luoghi (i mercati) in cui gli strumenti sono scambiati³³, dei soggetti che vi operano e dalle regole che ne disciplinano il funzionamento, sotto quello funzionale esso soddisfa i bisogni finanziari mediante il trasferimento delle risorse dalle unità economiche in avanzo a quelle in disavanzo: nel collegamento tra il risparmio e l'investimento si apprezza la funzione di intermediazione svolta dal sistema finanziario diversamente declinata in ragione della struttura dei rapporti economico-giuridici e della presenza (o meno) del rischio³⁴.

Come già riportato, “un mercato finanziario integrato ed efficiente e una maggiore fiducia degli investitori richiedono un mercato integro. Il regolare funzionamento dei mercati mobiliari e la fiducia del pubblico nei mercati costituiscono fattori essenziali di crescita e di benessere economico. Gli abusi di mercato ledono l'integrità dei mercati finanziari e compromettono la fiducia del pubblico [...]”³⁵.

Quando si parla di abusi di mercato ci si riferisce alle condotte di abuso di informazioni privilegiate e di manipolazione del mercato.

La prima è comunemente nota come *insider trading* che significa letteralmente “commercio dell'iniziato” laddove “iniziato” è chi ha un vantaggio informativo perché possiede notizie, riguardanti uno strumento finanziario o un emittente, che altri investitori non conoscono. La condotta penalmente rilevante consiste quindi nell'uso di informazioni privilegiate, perché non ancora note alla platea degli investitori, da parte di soggetti che ne hanno la disponibilità a ragione del proprio ruolo all'interno dell'emittente, dell'ufficio o professione esercitata oppure perché apprese a seguito di una comunicazione indebita.

Nell'abuso di informazioni privilegiate le notizie corrispondono alla realtà del singolo emittente o dello specifico strumento finanziario e vengono utilizzate senza che l'*insider* debba temere il rischio di mercato al quale sono invece esposti gli altri investitori, generandosi in questo modo quell'asimmetria di informazioni che la legislazione finanziaria ha inteso prevenire³⁶. Chi dispone di informazioni privilegiate si trova in una insuperabile posizione di vantaggio che ricorda quella del giocatore di poker, certo di vincere perché conosce le carte dell'avversario: è di tutta evidenza che nessuno giocherebbe mai contro un simile avversario, così come non si avrebbe fiducia ad investire in un mercato dove i profitti sono conseguiti da

³³ Per l'approfondimento si rinvia a FERRARI-GUALANDRI-LANDI-VEZZANI, *Il sistema finanziario: funzioni mercati e intermediari*, Torino, 2004, pag. 2 ss.

³⁴ Nel tempo l'intermediazione finanziaria ha assunto diverse forme: dapprima quella creditizia svolta mediante la raccolta del risparmio tra i clienti, con obbligo del rimborso, da impiegare concedendo credito alle imprese ed alle famiglie; in seguito quella assicurativa in cui viene raccolta la liquidità eccedente come corrispettivo per l'assunzione di rischi per eventuali futuri eventi pregiudizievoli, al verificarsi dei quali l'assicurazione versa un dato capitale; infine quella finanziaria in senso stretto nell'ambito della quale gli intermediari raccolgono il risparmio di massa e lo investono in prodotti finanziari scambiati in mercati organizzati o al di fuori di essi. Per l'approfondimento si veda AMOROSINO, *Principi “Costituzionali”, poteri pubblici e fonti normative: lo jus commune dei mercati finanziari, bancari ed assicurativi*, in DI AMATO (a cura di), *Trattato di diritto penale dell'impresa*, Padova, 2007, pag. 3 ss., il quale segnala la diversa la struttura dei rapporti economico-giuridici che vengono posti in essere: “nel caso del credito il risparmio raccolto deve essere rimborsato, accresciuto da un interesse; nelle attività d'investimento nei mercati finanziari il rischio connesso all'andamento dei prodotti finanziari (ad esempio: le azioni) ricade sull'investitore, salvo diversi accordi con l'intermediario; nell'attività assicurativa il corrispettivo finanziario è erogato al verificarsi di un fatto o ad una scadenza, che sono, a seconda dei casi, eventuale o certa”.

³⁵ Dal considerando n. 1 della Direttiva 2014/57/UE del 16 aprile 2014.

³⁶ Ai sensi del primo comma dell'art. 114 del d.lgs. 58/1998, infatti, agli emittenti quotati è fatto obbligo di “comunicare al pubblico, senza indugio, le informazioni privilegiate di cui all'articolo 181 che riguardano direttamente detti emittenti e le società controllate” e con il successivo quinto comma che consente alla CONSOB di “richiedere [agli emittenti quotati], ai componenti degli organi di amministrazione e controllo e ai dirigenti, nonché ai soggetti che detengono una partecipazione rilevante [...] o che partecipano a un patto [...] che siano resi pubblici, con le modalità da essa stabilite, notizie e documenti necessari per l'informazione del pubblico. In caso di inottemperanza, la CONSOB provvede direttamente a spese del soggetto inadempiente”. Proprio a seguito della richiesta della CONSOB, in data 24 agosto 2005 IFIL INVESTMENTS S.p.A. e GIOVANNI AGNELLI & C. S.a.p.a. (quest'ultima, azionista di controllo di FIAT S.p.A., in virtù del contemporaneo controllo azionario delle società EXOR, IFI e in particolare IFIL, detentrici di una partecipazione in FIAT S.p.A. pari al 30,6 %) comunicarono falsamente al mercato che nessuna iniziativa era stata intrapresa in vista della scadenza, nel prossimo mese di settembre, del prestito di tre miliardi di euro contratto nel 2002 da FIAT S.p.A. con un gruppo di banche, con l'accordo che in caso di mancato rimborso il debito si sarebbe automaticamente convertito in azioni ed il conseguente rischio che all'aumento del capitale IFIL INVESTMENTS S.p.A. perdesse la posizione di azionista di riferimento.

chi ne viola le regole al solo scopo di conseguire benefici privati³⁷.

Il requisito della verità dell'informazione distingue l'abuso di informazioni privilegiate dalla manipolazione del mercato ove le notizie diffuse sono false, così come le operazioni compiute sono simulate o comunque artificiose. Inoltre, nel garantire l'integrità dei mercati finanziari e la fiducia del pubblico, la fattispecie di manipolazione assolve ad una funzione diversa ma complementare rispetto all'abuso di informazioni privilegiate ed il confronto tra le due fattispecie è stato efficacemente riassunto nella metafora del cavallo perché mentre l'*insider trading* rappresenta la soffiata sul cavallo vincente, l'aggiotaggio su strumenti finanziari equivale ad una corsa truccata³⁸. Entrambe le fattispecie integrano diverse forme di abuso di mercato e da questa metafora traspare la maggiore insidiosità dell'aggiotaggio perché incide sul meccanismo di formazione dei prezzi, dato dall'incontro tra la domanda e l'offerta, e quindi sulla stabilità del mercato.

La tutela penale degli abusi di mercato non è recente perché l'uso di informazioni riservate e l'aggiotaggio mobiliare³⁹ furono introdotti dalla legge 17 maggio 1991, n. 157 di cui si vuole segnalare, per il confronto con le medesime fattispecie in seguito riformate, il limitato carico sanzionatorio non superiore, nelle ipotesi base, ad un anno di reclusione ed alla multa fino a 300 milioni di lire⁴⁰.

La prima riforma si ebbe con l'entrata in vigore del Testo unico degli intermediari finanziari di cui al d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 che disciplinò i delitti di abuso di informazioni privilegiate e di aggiotaggio su strumenti finanziari⁴¹, inasprendo il carico sanzionatorio che nell'ipotesi base si attestò nel massimo sui tre anni di reclusione e sulla multa fino a 600 mi-

³⁷ Si richiama qui il rapporto tra "etica e mercato" ed in particolare quello tra "diritto penale ed etica", quest'ultima intesa in un'accezione laica quale rispetto delle regole. Appare necessario superare l'originaria preclusione in base alla quale il diritto penale può sanzionare soltanto i comportamenti dannosi socialmente e non anche quelli eticamente rimproverabili e considerare invece una funzione eticizzante del diritto penale in materia economica. Sulla questione etica si rinvia a STELLA, *Il mercato senza etica*, in DE MAGLIE, *L'etica e il mercato*, Milano, 2002, pag. VII ss., in cui l'Autore rilevò che i grandi pericoli che insidiano il capitalismo non si risolvono approntando nuove leggi perché "è illusoria [...] l'idea di risolvere tutto con qualche nuova regola, o con l'inasprimento di qualche sanzione in un sistema che ha fatto tutto il possibile per non applicare le regole vecchie [...] Chi può credere davvero che basti qualche nuova legge per curare una situazione così malsana?". Richiamando una cruda diagnosi di Guido Rossi, per STELLA l'attuale capitalismo è senza etica e "un capitalismo senza etica è un malato forse incurabile, perché una catarsi etica non si vara per decreto". Sul tema si veda anche DRAGHI, *Non c'è vero sviluppo senza etica*, in *L'osservatore romano*, giovedì 09 luglio 2009, per il quale "la crisi attuale conferma la necessità di un rapporto fra etica ed economia, mostra la fragilità di un modello prono a eccessi che ne hanno determinato il fallimento. Un modello in cui gli operatori considerano lecita ogni mossa, in cui si crede ciecamente nella capacità del mercato di autoregolamentarsi, in cui divengono comuni gravi malversazioni, in cui i regolatori dei mercati sono deboli o prede dei regolati, in cui i compensi degli alti dirigenti d'impresa sono ai più eticamente intollerabili, non può essere un modello per la crescita del mondo", nonché ALESSANDRI, *Diritto penale e attività economiche*, Bologna, 2010, pag. 118 ss., il quale ritiene "davvero difficile utilizzare la locuzione "etica del mercato" (e quindi tutte le sue possibili declinazioni in termini di codici etici), se non nel senso che l'unica etica possibile per le imprese è quella di rispettare la legge. Non sembra ragionevole attendersi nulla di più, su questo punto, dai codici di autodisciplina".

³⁸ Così Musco, *I nuovi reati societari*, Milano, 2007, pag. 276.

³⁹ Diversamente dall'*insider trading* che rappresentò un inedito, la figura dell'aggiotaggio era invece conosciuta perché oltre al modello di riferimento dell'art. 501 c.p., sul rialzo e ribasso fraudolento di prezzi sul pubblico mercato o nelle borse di commercio, esistevano l'aggiotaggio bancario previsto all'art. 98 del R.D.L. 12 marzo 1936, n. 375 (c.d. legge bancaria del 1936) e successivamente confluito all'art. 138 del d.lgs. primo settembre 1993, n. 385, nonché l'aggiotaggio societario di cui all'art. 2628 c.c. Per l'approfondimento si rinvia a GULLO, *Il delitto di aggiotaggio bancario: una fattispecie condannata all'oblio?*, in *Banca borsa e tit. credito*, 1/2001, pag. 67; MANNA, *I delitti contro la fede pubblica e l'economia pubblica*, Milano, 2010, pag. 688 ss.; ROSSI, *Le fattispecie penali di aggiotaggio e manipolazione del mercato*, in AA.Vv., *Studi in onore di Giorgio MARINUCCI*, III, Milano, 2007, pag. 2637 ss..

⁴⁰ In particolare, mentre la pena comminata dall'art. 2 per l'uso di informazioni riservate era la reclusione fino ad un anno e la multa da lire 10 a 300 milioni di lire, salva la "facoltà per il giudice di aumentare la multa fino al triplo quando, per la rilevante gravità del fatto, essa può ritenersi inadeguata anche se applicata nel massimo", per l'aggiotaggio mobiliare l'art. 5 comminava la pena della reclusione fino a sei mesi e la multa da 1 a 30 milioni di lire. In quest'ultimo caso, qualora il fatto sia "commesso al fine di provocare una sensibile alterazione del prezzo di valori mobiliari ovvero l'apparenza di un mercato attivo su tali valori mobiliari, si applicano le pene di cui all'art. 501 c.p." (secondo comma). Se poi "si verifica la sensibile alterazione del prezzo di valori mobiliari ovvero l'apparenza di un mercato attivo di detti valori, le pene ivi previste sono aumentate" (terzo comma).

⁴¹ Le modifiche riguardarono principalmente il delitto di abuso di informazioni privilegiate di cui all'art. 180. Nella nuova formulazione il divieto di compiere operazioni su valori mobiliari in possesso di informazioni riservate, fu infatti sostituito dal divieto di avvalersi di informazioni privilegiate, trovando così maggiore risalto il legame funzionale tra la posizione interna e la conoscenza dell'informazione che da riservata è definita privilegiata.

lioni di lire⁴².

La seconda e più incisiva riforma fu prodotta dall'art. 9 della legge 62/2005 che, nella parte quinta del TUF, sostituì l'originario capo IV "Abuso di informazioni privilegiate e aggrigotaggio su strumenti finanziari" con il titolo I-*bis* "Abuso di informazioni privilegiate e manipolazione del mercato" articolato su cinque capi che prevedono oltre alle disposizioni generali (capo I) e le sanzioni penali (capo II) anche sanzioni amministrative (Capo III) in attuazione della direttiva 2003/6/CE⁴³, l'attribuzione di nuovi poteri alla CONSOB (capo IV) ed una disciplina dei rapporti tra i procedimenti penale ed amministrativo anch'essa improntata al doppio binario (capo V).

Tra la prima e la seconda riforma degli abusi di mercato intervenne il d.lgs. 11 aprile 2002, n. 61 sul diritto penale societario. Con un'opportuna razionalizzazione delle diverse ipotesi di aggrigotaggio, tale decreto abrogò la fattispecie di cui all'art. 181 prevedendo all'art. 2637 c.c. un'unica incriminazione di aggrigotaggio fino all'entrata in vigore della legge 62/2005 a seguito della quale, infatti, la manipolazione di mercato fu reintrodotta all'art. 185 del d.lgs. 58/1998, distinguendosi dalla omologa incriminazione dell'art. 2637 c.c. perché l'oggetto materiale della condotta è qui rappresentato da strumenti finanziari quotati o in relazione ai quali è stata già presentata una richiesta di ammissione alle negoziazioni in un mercato regolamentare.

La riforma del 2005 pose degli interrogativi sulle ragioni di politica criminale sottese non soltanto alla scelta di affiancare alla sanzione penale quella amministrativa per il medesimo abuso di mercato, ma anche ai livelli delle sanzioni comminate, soprattutto nell'illecito amministrativo la cui afflittività ha consentito alla Corte di Strasburgo di ricondurre la relativa sanzione nell'ambito della materia penale a dispetto della qualificazione formale⁴⁴.

La legge 62/2005 inasprì il carico sanzionatorio sotto diversi profili.

In primo luogo, nel massimo dell'ipotesi base si raggiunse la reclusione fino a sei anni, la multa e la sanzione amministrativa pecuniaria fino a 5 milioni di euro⁴⁵, con la facoltà per l'Autorità giudiziaria e la CONSOB di aumentare, rispettivamente, la multa e la sanzione amministrativa pecuniaria "fino al triplo o fino al maggiore importo di dieci volte il prodotto o il profitto conseguito dal reato, quando per la rilevante offensività del fatto, per le qualità personali del colpevole o per l'entità del prodotto o del profitto conseguito, esse appaiono inadeguate anche se applicate nel massimo".

In secondo luogo, quanto alle ulteriori conseguenze, per la perdita temporanea dei requisiti di onorabilità connessa all'irrogazione della sanzione amministrativa (art. 187-*quater*); per l'inclusione degli abusi di mercato tra i reati che corresponsabilizzano gli enti (art. 25-*sexies* del d.lgs. 8 giugno 2001, n. 231) e per l'inedita previsione della responsabilità amministrativa degli enti dipendente dall'illecito amministrativo (art. 187-*quinquies*)⁴⁶, nonché per la previsione della confisca, anche per equivalente, del prodotto o del profitto conseguito nonché dei beni utilizzati per commettere tanto il reato quanto l'illecito amministrativo (artt. 186 e 187-*sexies*).

⁴² Rispetto alle pene comminate dalla legge 157/1991, nel d.lgs. 58/1998 per l'abuso di informazioni privilegiate (art. 180) si passò alla reclusione fino a due anni e la multa da 20 a 600 milioni di lire, con facoltà del giudice di "aumentare la multa fino al triplo quando, per la rilevante offensività del fatto, le qualità personali del colpevole o l'entità del profitto che è derivato, essa appare inadeguata anche se applicata nel massimo"; per l'aggrigotaggio su strumenti finanziari incriminato (art. 181) fu prevista la reclusione fino a tre anni e la multa da 1 a 50 milioni di lire. Anche nella formulazione del 1998, la fattispecie di aggrigotaggio prevedeva l'aggravante del verificarsi della "sensibile alterazione del prezzo o l'apparenza di un mercato attivo" (secondo comma), nonché il raddoppio della pena, tra l'altro, "nei casi previsti dal terzo comma dell'art. 501 c.p." (terzo comma).

⁴³ Ai sensi dell'art. 14 "fatto salvo il diritto di imporre sanzioni penali, gli Stati membri sono tenuti a garantire, conformemente al loro ordinamento nazionale, che possano essere 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".

⁴⁴ Oltre a richiamare i criteri della sentenza "Engel", nella recente sentenza "Grande Stevens", la Corte ha altresì ribadito che il criterio della qualificazione formale non è vincolante ai fini dell'applicazione della CEDU. Conformemente a quanto affermato nella sentenza "Öztürk c. Germania" del 1984, la Corte ha qui ribadito che "eu égard à la nature des infractions ainsi qu'au degré de sévérité des sanctions qu'elles sont susceptibles d'entraîner" le sanzioni amministrative in materia di *market abuse* devono ricondursi alla materia penale. Per l'approfondimento si rinvia a PALIERO, "Materia penale" e illecito amministrativo secondo la Corte Europea dei Diritti dell'Uomo: una questione classica e una svolta radicale (nota a Corte EDU, sent. 21 febbraio 1985, Öztürk c. Germania), in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 1985, pag. 894, nonché MAZZACUVA FR., *La materia penale e il "doppio binario" della Corte europea: le garanzie al di là delle apparenze*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 4/2013, pag. 1899 ss.

⁴⁵ Mentre per l'abuso di informazioni privilegiate l'art. 184 prevede la pena della reclusione da 1 a 6 anni e la multa da 20.000 a 3 mln di euro, l'art. 187-*bis* la sanzione amministrativa pecuniaria da 20.000 a 3 mln di euro, per la manipolazione di mercato l'art. 185 commina la reclusione da 1 a 6 anni e la multa da 20.000 a 5 mln di euro e l'art. 187-*ter* la sanzione amministrativa pecuniaria da 20.000 a 5 mln di euro.

⁴⁶ Alle conseguenze patrimoniali di tale duplice responsabilità si aggiungono quelle derivanti dagli artt. 197 c.p. e 6, terzo comma, della legge 689/1981 che chiamano l'ente a rispondere, rispettivamente, in via sussidiaria per la pena pecuniaria e solidale per la sanzione amministrativa pecuniaria.

In ultimo luogo, e soprattutto, per l'espressa disapplicazione del principio di specialità di cui all'art. 9 della legge 689/1981, con il conseguente cumulo delle sanzioni amministrative e penali in capo all'autore materiale dell'illecito ed all'ente nel cui interesse e vantaggio questo è stato commesso.

Appena otto mesi dall'entrata in vigore della legge 62/2005 la disciplina degli abusi di mercato fu interessato da una nuova riforma, meramente aritmetica, espressione di una legislazione simbolica: ai sensi dell'art. 39, primo comma, della legge 28 dicembre 2005, n. 262⁴⁷, in materia di tutela del risparmio, fu disposto il raddoppio delle pene e la quintuplicazione delle sanzioni amministrative. In forza di tale disposizione il carico sanzionatorio attualmente vigente raggiunge, nell'ipotesi base, la reclusione fino a dodici anni e la sanzione amministrativa pecuniaria fino a 25 milioni di euro, ferma restando la citata facoltà per l'Autorità giudiziaria e la CONSOB di aumentare la sanzione pecuniaria "fino al triplo o fino al maggiore importo di dieci volte il prodotto o il profitto conseguito dall'illecito".

Meritano un accenno, per completezza, le contravvenzioni di abuso di informazioni privilegiate (art. 184, comma 3-*bis*) e manipolazione del mercato (art. 185, comma 2-*bis*) introdotte dal d.lgs. 17 luglio 2009, n. 101: qualora oggetto materiale della condotta incriminata siano strumenti finanziari ammessi alla negoziazione in un sistema multilaterale di negoziazione italiano, la sanzione è quella "dell'ammenda fino a euro centotremila e duecentonovantuno e dell'arresto fino a tre anni"⁴⁸.

Richiamando l'iniziale prospettiva dogmatica, la riforma del 2005 disapplicò il principio di specialità ed ignorò quello di sussidiarietà perché l'apparato sanzionatorio amministrativo, ivi compresi gli incisivi poteri riconosciuti alla CONSOB dall'art. 187-*octies*, si è dimostrato più adeguato rispetto al ricorso alla pena⁴⁹, nonostante il contrario avviso della Direttiva 2014/57/UE⁵⁰.

A fronte del terrorismo sanzionatorio che caratterizza gli abusi di mercato, non bisogna però dimenticare che l'efficacia intimidativa di una sanzione dipende più che dal suo livello di severità, dalla certezza e prontezza dell'effettiva applicazione⁵¹. Proprio tale riflessione conferma l'adeguatezza della sanzione amministrativa come dimostrano i dati sugli esiti dei

⁴⁷ Su tale legge si veda ALESSANDRI, *Un esercizio di diritto penale simbolico: la c.d. tutela penale del risparmio*, in BERIA D'ARGENTINE (a cura di), *La nuova legge di tutela del risparmio. In ricordo di Gino Alberto Bergmann. Atti del Convegno di studio* (Courmayeur, 6-7 ottobre 2006), Milano, 2007, pag. 60; LANZI, *Falso in bilancio: difficile il danno ai risparmiatori*, in *Dir. prat. soc.*, 3/2006, pag. 7; MANNA, *Tutela del risparmio, novità in tema di insider trading e manipolazione del mercato a seguito della legge comunitaria del 2004*, in *Riv. trim. dir. pen. econ.* 2005, pag. 663, per il quale si tratta di una "scelta incriminatrice fortemente simbolica e propagandistica"; SEMINARA, *Nuovi illeciti penali e amministrativi nella legge sulla tutela del risparmio*, in *Dir. pen. e proc.*, 2006, pag. 549, che la definisce "legge degli scandali".

⁴⁸ I sistemi multilaterali di negoziazione o M.T.F. (*Multilateral Trading Facilities*) costituiscono dei sistemi di negoziazione alternativi ai mercati regolamentati di tipo multilaterale il cui esercizio è riservato ad imprese di investimento, banche e gestori dei mercati regolamentati. Per l'approfondimento si rinvia a SEPE, *Sistemi multilaterali di negoziazione e internalizzatori sistematici*, in CAPRIGLIONE (a cura di), *L'ordinamento finanziario italiano*, Padova, II, 2010, pag. 1046 ss. Nella Relazione governativa si legge che "l'intervento sulla disciplina degli strumenti finanziari scambiati sui sistemi multilaterali di negoziazione [...] è volto a garantire adeguati livelli di tutela [...] per gli investitori [...], consentendo per tale via una riduzione del costo della raccolta di capitale per le piccole e medie imprese i cui titoli sono scambiati su questi mercati. I sistemi multilaterali di negoziazione infatti possono rispondere precipuamente alle esigenze di questo segmento di imprese di beneficiare dei vantaggi derivanti dalla presenza di un mercato secondario dei titoli dalle stesse emessi, senza però dover osservare gli adempimenti, sia finanziari sia gestionali, che discendono dalla quotazione su un mercato regolamentato e che possono in taluni casi rivelarsi eccessivamente onerosi per una piccola media impresa".

⁴⁹ L'illecito amministrativo risponde meglio a criteri di effettività e di funzionalità di scopo avuto riguardo alle semplificazioni processuali connesse al diverso regime d'imputazione del fatto, alla mancata previsione della sospensione condizionale, all'imprescrittibilità mediante il periodico compimento di atti interruttivi, all'anticipazione della soglia di punibilità secondo il modello del pericolo astratto, alla particolare qualificazione dei soggetti deputati alla contestazione. Per l'approfondimento si veda PALIERO, *La sanzione amministrativa come moderno strumento di lotta alla criminalità economica*, in *Riv. trim. dir. pen. ec.*, 1993, pag. 1024.

⁵⁰ Adottata in forza dell'art. 83, secondo comma, del TFUE, come modificato a seguito del Trattato di Lisbona del 2009, ai sensi del considerando n. 5 della medesima direttiva "l'adozione di sanzioni amministrative da parte degli Stati membri si è finora rivelata insufficiente a garantire il rispetto delle norme intese a prevenire e combattere gli abusi di mercato". A ragione della base normativa adottata è stato sottolineato che la disciplina degli abusi di mercato "può oggi essere a buon diritto assunta al rango di vero e proprio paradigma del processo di europeizzazione della disciplina penale del sistema finanziario". Così FOFFANI, *Politica criminale europea e sistema finanziario: l'esempio degli abusi di mercato*, in PALIERO-VIGANÒ (a cura di), *Europa e diritto penale*, Milano, 2013, pag. 305.

⁵¹ Sulla prontezza della pena, sempre attuale è il riferimento a BECCARIA: "quanto più la pena sarà pronta e più vicina al delitto commesso ella sarà tanto più giusta e tanto più utile [...] la prontezza delle pene è più utile, perché quanto è minore la distanza del tempo che passa tra la pena ed il misfatto, tanto è più forte e più durevole nell'animo umano l'associazione di queste due idee, delitto e pena, talché sensibilmente si considerano uno come cagione e l'altra come effetto necessario immancabile". Così BECCARIA, *Dei delitti e delle pene*, Livorno, 1764, edizione a cura di VENTURI, Torino, 2003, pag. 47.

procedimenti⁵², in particolare nella stessa vicenda “Grande Stevens” in cui le sanzioni amministrative divennero definitive nel 2009⁵³ mentre il processo penale si è concluso nel 2013 con l’estinzione del reato per intervenuta prescrizione⁵⁴.

La domanda nasce allora spontanea!

Per quale ragione la legge 62/2005 scelse di duplicare le sanzioni sullo stesso fatto anziché depenalizzare il *market abuse* per non violare il divieto di *bis in idem*? Il legislatore si adeguò alla richiesta dell’art. 14 della direttiva 6/2003/CE di adottare sanzioni amministrative “efficaci, proporzionate e dissuasive”, senza però rinunciare alla pena perché una simile opzione fu verosimilmente ritenuta pericolosa tenuto conto della corale avversione alla non lontana riforma del diritto penale societario ed alla sostanziale depenalizzazione delle false comunicazioni sociali⁵⁵.

A ben vedere il principio del doppio binario ebbe un primo avallo nella sentenza “Spector Photo Group Nv” del 2009 con la quale la Corte di giustizia stabilì che “la valutazione del carattere efficace, proporzionato e dissuasivo delle sanzioni amministrative previste dalla direttiva 2003/6 non può dipendere da un’ipotetica sanzione penale ulteriore”⁵⁶: in buona sostanza, anche in presenza di sanzioni penali, quelle amministrative devono comunque esserci ed essere “efficaci, proporzionate e dissuasive”.

Una seconda conferma si è avuta con il Regolamento UE n. 596/2014 che ammette il doppio binario e la possibilità di mantenere le sanzioni penali in luogo di quelle amministrative⁵⁷, secondo un rapporto di complementarietà con la Direttiva 2014/57/UE, il cui art. 7 obbliga gli Stati membri ad adottare sanzioni penali.

È lecito interrogarsi sulla correttezza di una simile previsione. Poiché l’art. 30, secondo comma, lett. i) ed l) del Regolamento n. 596/2014 introduce sanzioni amministrative pecuniarie per l’abuso di informazioni privilegiate (art. 14) e la manipolazione del mercato (art. 15), sanzioni che nel massimo si attestano per le persone fisiche sui 5 milioni di euro e per quelle giuridiche sui 15 milioni di euro (o sul 15% del fatturato totale annuo in base all’ultimo bilancio disponibile approvato), un simile livello di afflittività deve considerarsi una “*accusation en matière pénale*”⁵⁸. A questo consegue l’incompatibilità del doppio binario nella misura in cui, per i reati di abuso di informazioni privilegiate (art. 3) e di manipolazione del mercato (art. 5), la direttiva 2014/57/UE richiede l’adozione di “sanzioni penali effettive, proporzionate e

⁵² A titolo esemplificativo, “nei sei anni precedenti all’introduzione della direttiva 6/2003 (2000 – 2005) a fronte di 86 casi individuati dalla CONSOB, l’autorità giudiziaria aveva condannato complessivamente 7 persone ed emesso sentenze di patteggiamento nei confronti di altre 6 persone. Nei sei anni successivi (2006 – 2011), a fronte di 55 casi individuati, mentre la CONSOB ha irrogato sanzioni amministrative nei confronti di 75 soggetti, nello stesso periodo l’autorità giudiziaria ha condannato 9 persone ed ha emesso sentenze di patteggiamento nei confronti di altre 13 persone. L’ammontare complessivo delle sanzioni amministrative pecuniarie applicate e dei provvedimenti di confisca adottati dalla CONSOB è stato pari, rispettivamente, a € 53 mln e € 69 mln”. Così SALINI, *La riforma europea della disciplina degli abusi di mercato: la posizione della CONSOB. Intervento del Segretario Generale della CONSOB presso la VI Commissione finanze e tesoro del Senato della Repubblica*, 13 giugno 2012.

⁵³ Le Sezioni unite hanno ritenuto esclusa *tout court* ogni ipotesi di specialità ovvero di concorso apparente tra fattispecie sanzionatorie, alla stregua del tenore letterale della norma *ex* 187 e delle origini storiche dell’intero *corpus* legislativo di cui al TUF, attuativo, come noto, della Direttiva 2003/6/CE la quale, nel prevedere l’obbligo di sanzionare in via amministrativa gli abusi *de quibus*, lascerà poi libero il legislatore nazionale di prevedere, in via cumulativa e non alternativo/sostitutivo, l’irrogazione (anche) di sanzioni penali, scelta, quest’ultima, concretamente attuata da parte del legislatore italiano, onde rafforzare la tutela del bene protetto attraverso il sistema del doppio binario, con conseguente, legittima cumulabilità di fattispecie *ex* art. 185 e 187-*ter* e, conseguentemente, di altrettanto legittimo cumulo tra fattispecie *ex* art. 187-*quinquies* e art. 25-*sexies* del d.lgs. 231/2001 [...]”. Così Cass. civ., Sez. unite, 30.09.2009, n. 20937, in *Riv. giur. trib.*, 4/2010, pag. 307.

⁵⁴ Si veda Cass. pen., Sez. I, 17.12.2013, n. 19915, in *Leggi d’Italia*. Risulta pertinente il quesito se la politica criminale del doppio binario non nasconda la speranza che almeno una sanzione, amministrativa o penale che sia, vada a segno sull’idea che punire due volte sia maggiormente dissuasivo. In senso conforme ALESSANDRI, *Attività d’impresa e responsabilità penali*, in AA.VV., *La responsabilità dell’impresa*, Milano, 2006, pag. 257, nonché ZANNOTTI, *Il nuovo diritto penale dell’economia*, Milano, 2008, pag. 420.

⁵⁵ Significativo il contributo di PEDRAZZI, *In memoria del “falso in bilancio”*, in *Riv. soc.*, 2001, pag. 1369 ss.

⁵⁶ Dal punto 76 della *sentenza della Corte (Terza Sezione) del 23.12.2009* (causa C-45/08).

⁵⁷ Nel considerando n. 72 si legge che “anche se nulla osta a che gli Stati membri stabiliscano regole per sanzioni amministrative oltre che sanzioni penali per le stesse infrazioni, gli Stati membri non dovrebbero essere tenuti a stabilire regole in materia di sanzioni amministrative riguardanti violazioni del presente regolamento che sono già soggette al diritto penale nazionale, entro il 3 luglio 2016. Conformemente al diritto nazionale, gli Stati membri non sono tenuti a imporre sanzioni sia amministrative che penali per lo stesso reato, ma possono farlo se il loro diritto nazionale lo consente”. Ai sensi del successivo art. 30, primo comma, “gli Stati membri possono decidere di non stabilire norme relative alle sanzioni amministrative di cui al primo comma se le violazioni di cui alle lettere a) o b) di tale comma sono già soggette a sanzioni penali, nel rispettivo diritto nazionale entro il 3 luglio 2016 [...]”.

⁵⁸ Giova evidenziare che nella sentenza 20.05.2014 (*Nikänen c. Finlandia*) la Corte EDU ha ritenuto sostanzialmente penale la sanzione amministrativa della sovrattassa pari a 1.700 euro. Pertanto, una volta divenuta definitiva tale sanzione, è stato ritenuto contrario al *ne bis in idem* il successivo avvio nei confronti del sig. NIKÄNEN di un procedimento penale, al termine del quale il medesimo fu condannato alla pena della reclusione per dieci mesi.

dissuasive” consistenti nella “pena della reclusione per una durata massima non inferiore ad anni quattro”.

In verità, il Regolamento⁵⁹ e la Direttiva⁶⁰ si dichiarano conformi alla Carta dei diritti fondamentali, ivi compreso il combinato disposto del richiamato art. 50 sul *ne bis in idem* e del successivo art. 52, terzo comma, per il quale “laddove la Carta contenga diritti corrispondenti a quelli garantiti dalla CEDU, il significato e la portata degli stessi sono uguali a quelli conferiti dalla suddetta convenzione [...]”⁶¹. Sulla base di questa dichiarata conformità appare errata l’opzione del considerando n. 72 del Regolamento in base al quale “conformemente al diritto nazionale, gli Stati membri non sono tenuti a imporre sanzioni sia amministrative che penali per lo stesso reato, ma possono farlo se il loro diritto nazionale lo consente”: anche se il diritto di uno Stato membro consentisse un sistema di doppio binario, il cumulo delle sanzioni amministrative e penali per il medesimo fatto violerebbe il citato art. 50 che è norma direttamente applicabile. L’apparente inconciliabilità di una simile opzione è tuttavia superabile nella misura in cui le sanzioni amministrative, comminate unitamente a quelle penali, siano anche sostanzialmente amministrative ovvero non presentino un tale livello di afflittività da sconfinare nella materia penale, secondo i criteri sostanziali d’interpretazione impiegati dalle Corti europee⁶².

3.1. *L’abuso di informazioni privilegiate.*

Una volta individuato il bene giuridico tutelato e descritta l’evoluzione normativa, saranno di seguito affrontati gli aspetti salienti dell’illecito penale amministrativo di abuso di informazioni privilegiate previsto dagli artt. 184 e 187-*bis* del d.lgs. 58/1998.

Nonostante il primo comma degli artt. 184 e 187-*bis* individui il soggetto attivo con il pronome “chiunque”, l’abuso di informazione privilegiata è un illecito proprio o con base soggettiva ristretta perché il carattere privilegiato dell’informazione deriva dal “contatto qualificato” del soggetto attivo con l’informazione⁶³ ovvero dalla “qualità di membro di organi di amministrazione, direzione o controllo dell’emittente, dalla partecipazione al capitale dell’emittente, ovvero dall’esercizio di un’attività lavorativa, di una professione o di una funzione, anche pubblica, o di un ufficio”. Tra i soggetti attivi della fattispecie penalmente rilevante la riforma del 2005 incluse anche il c.d. *criminal insider* (chi è “in possesso di informazioni privilegiate a motivo della preparazione o esecuzione di attività delittuose”) escludendo però

⁵⁹ Ai sensi del considerando n. 77 “il Regolamento rispetta i diritti fondamentali e osserva i principi riconosciuti dalla Carta dei diritti fondamentali dell’Unione europea. Il presente regolamento dovrebbe quindi essere interpretato e applicato conformemente a tali diritti e principi”.

⁶⁰ Ai sensi del considerando n. 27 la “direttiva rispetta i diritti fondamentali e osserva i principi sanciti nella Carta dei diritti fondamentali dell’Unione europea (la Carta), quali riconosciuti nel TUE. In particolare, dovrebbe essere applicata con il dovuto rispetto del [...] diritto di non essere giudicato o punito due volte in procedimenti penali e per lo stesso reato (articolo 50)”.

⁶¹ Al riguardo va ricordato che, secondo la giurisprudenza costante della Corte di giustizia “i diritti fondamentali fanno parte integrante dei principi generali del diritto dei quali la Corte garantisce l’osservanza” e che “il rispetto dei diritti dell’uomo rappresenta una condizione di legittimità degli atti comunitari e che nella Comunità non possono essere consentite misure incompatibili con il rispetto di questi ultimi”. Così il paragrafo 284 della sentenza 03.09.2008, cause riunite C-402/05 P e C-415/05 (*P. Kadi e Al Barakaat International Foundation c. Consiglio e Commissione*). L’esigenza di rispettare tale diritto fondamentale fu in realtà affermata già nel considerando n. 10 del Regolamento (CE, EURATOM) n. 2988/95 del Consiglio del 18 dicembre 1995 relativo alla tutela degli interessi finanziari delle Comunità: “alla luce del principio *ne bis in idem* occorre prevedere, nel rispetto dell’*acquis* comunitario e delle disposizioni previste dalle normative comunitarie specifiche esistenti [...] adeguate disposizioni per evitare il cumulo delle sanzioni pecuniarie comunitarie e delle sanzioni penali nazionali irrogate per gli stessi fatti alla stessa persona”. Per l’approfondimento si veda MAUGERI, *Il regolamento 2988/95: un modello di disciplina del potere punitivo comunitario*, pag. 149, in GRASSO (a cura di), *La lotta contro la frode agli interessi finanziari della Comunità europea tra prevenzione e repressione*. Atti del Seminario, Catania 18-19 giugno 1998, Milano, 2000.

⁶² In senso conforme si segnala l’ultimo periodo del considerando n. 31 della Proposta di Regolamento del Consiglio che istituisce la Procura europea, COM(2013) 534 final del 17.07.2013: “la chiusura di un caso mediante compromesso ai sensi del presente regolamento non dovrebbe pregiudicare l’applicazione di misure amministrative da parte delle autorità competenti, purché tali misure non comportino sanzioni assimilabili a sanzioni penali”. A norma dell’art. 29, primo comma, della proposta, “quando il caso non deve essere archiviato e la prosecuzione del procedimento è nell’interesse della buona amministrazione della giustizia, la Procura europea può, previo risarcimento del danno, proporre all’indagato una sanzione pecuniaria forfettaria il cui pagamento comporta l’archiviazione definitiva del caso (compromesso). Se acconsente, l’indagato versa l’importo forfettario all’Unione”.

⁶³ A tal proposito, ai sensi dell’art. 115-*bis* dispone che “gli emittenti quotati e i soggetti in rapporto di controllo con essi, o le persone che agiscono in loro nome o per loro conto, devono istituire, e mantenere regolarmente aggiornato, un registro delle persone che, in ragione dell’attività lavorativa o professionale ovvero in ragione delle funzioni svolte, hanno accesso alle informazioni indicate all’articolo 114, comma 1 [...]”.

l'*insider* secondario (chi apprende l'informazione privilegiata da un *insider* primario e può rendersi così autore soltanto dell'illecito amministrativo *ex art. 187-bis*).

Gli illeciti di abuso di informazioni privilegiate sono stati formulati in via autonoma, senza ricorrere alla tecnica del rinvio fatta eccezione per alcuni elementi normativi quali le nozioni di "strumenti finanziari" (art. 180) ed "informazione privilegiata" (art. 181). Le condotte sanzionate dagli artt. 184 e 187-*bis* sono tre.

La prima consiste nell'acquistare, vendere o compiere altre operazioni, direttamente o indirettamente, per conto proprio o per conto di terzi, su strumenti finanziari utilizzando le informazioni medesime: si tratta dell'*insider trading* in senso stretto e l'impiego del verbo "utilizzare" ribadisce il carattere privilegiato dell'informazione.

La seconda è integrata dal comunicare le informazioni privilegiate ad altri, al di fuori del normale esercizio del lavoro, della professione, della funzione o dell'ufficio: si tratta della condotta di *tipping* che integra la violazione di un obbligo di riservatezza⁶⁴. Ad integrare la fattispecie basta comunicare, "al di fuori del normale esercizio", l'informazione privilegiata a terzi, senza che rilevi il successivo utilizzo dell'informazione. Prima della riforma del 2005 la comunicazione penalmente rilevante era quella "senza giustificato motivo", ritenendosi così introdotta una surrettizia inversione dell'onere della prova, come se l'agente dovesse giustificare l'avvenuta comunicazione. La nuova locuzione porta chiaramente sull'accusa l'onere di dimostrare l'anomalia della comunicazione⁶⁵, configurandosi un'ipotesi di antigiuridicità speciale sintomatica della presenza del dolo.

La terza è costituita dal raccomandare o indurre altri, sulla base di informazioni privilegiate, a compiere taluna delle operazioni indicate nella lettera a): è la condotta di *tuyantage* che si distingue dalla precedente perché non prevede la comunicazione dell'informazione, ma un'attività di convincimento a compiere operazioni di *trading*. Rispetto alla corrispondente condotta di consigliare, vigente nella precedente formulazione della fattispecie, le attività di raccomandazione e di induzione sono connotate da persuasione maggiore e, quindi, significativa ai fini dell'accertamento dell'elemento soggettivo.

Nella descrizione del fatto tipico occorre infine richiamare la nozione di informazione privilegiata e la clausola "salve le sanzioni penali quando il fatto costituisce reato", di apertura della fattispecie a rilevanza amministrativa, che in estrema sintesi determina la violazione del *ne bis in idem*.

Quale presupposto dell'obbligo di comunicazione al pubblico e fulcro della disciplina sanzionatoria, la nozione di informazione privilegiata è dettagliatamente descritta all'art. 181 a norma del quale "si intende un'informazione di carattere preciso, che non è stata resa pubblica, concernente, direttamente o indirettamente, uno o più emittenti strumenti finanziari o uno o più strumenti finanziari, che, se resa pubblica, potrebbe influire in modo sensibile sui prezzi di tali strumenti finanziari" (primo comma). Rispetto alla precedente formulazione⁶⁶, per esi-

⁶⁴ Il citato art. 114, terzo comma, prevede che gli emittenti "possono, sotto la propria responsabilità, ritardare la comunicazione al pubblico delle informazioni privilegiate, nelle ipotesi e alle condizioni stabilite dalla Consob con regolamento, sempre che ciò non possa indurre in errore il pubblico su fatti e circostanze essenziali e che gli stessi soggetti siano in grado di garantirne la riservatezza". A garanzia della "parità di informazioni" sul mercato, il comma successivo dispone che qualora "i soggetti indicati al comma 1, o una persona che agisca in loro nome o per loro conto, comunichino nel normale esercizio del lavoro, della professione, della funzione o dell'ufficio le informazioni indicate al comma 1 ad un terzo che non sia soggetto ad un obbligo di riservatezza legale, regolamentare, statutario o contrattuale, gli stessi soggetti indicati al comma 1 ne danno integrale comunicazione al pubblico, simultaneamente nel caso di divulgazione intenzionale e senza indugio in caso di divulgazione non intenzionale".

⁶⁵ Sul punto si veda ZANNOTTI, *Il nuovo diritto penale dell'economica*, cit., pag. 411.

⁶⁶ Con riferimento alla *price sensitive*, i Tribunali di Siracusa (ordinanza 10.06.2003) e di Roma (ordinanza 06.10.2003) sollevarono la questione di legittimità costituzionale, in riferimento agli artt. 3 e 25, secondo comma, Cost., dell'art. 180 del d.lgs. 24.02.1998, n. 58, nella parte in cui, nel definire l'informazione privilegiata come "un'informazione specifica di contenuto determinato, di cui il pubblico non dispone, concernente strumenti finanziari o emittenti di strumenti finanziari, che, se resa pubblica, sarebbe idonea ad influenzarne sensibilmente il prezzo", "non contiene parametri sufficientemente determinati per stabilire quando l'influenza sul prezzo dei titoli determinata dalla condotta incriminata debba considerarsi sensibile". Con la sentenza 01.12.2004, n. 382, in www.cortecostituzionale.it, la Corte dichiarò inammissibile la questione perché "nel denunciare un difetto di determinatezza della figura criminosa di cui all'art. 180, [...] i giudici rimettenti non chiedono, tuttavia, né che la Corte rimuova, dalla descrizione della fattispecie penale, il solo avverbio "sensibilmente" (intervento che, peraltro, determinerebbe un effetto *in malam partem*, dilatando il perimetro di operatività dell'incriminazione); né, in senso opposto, che la Corte cancelli nella sua interezza la norma incriminatrice censurata. Come emerge non soltanto dal dispositivo delle ordinanze di rimessione, ma anche dalla motivazione in punto di rilevanza, i giudici *a quibus* invocano piuttosto l'addizione, alla formula definitoria dell'"informazione privilegiata", di parametri atti a rendere più puntuale e sicura l'identificazione dell'elemento di fattispecie in discorso". Per l'approfondimento si rinvia a ZANNOTTI, *L'insider trading finisce al vaglio della Corte costituzionale. Fattispecie indefinita, pene irrazionali, eccesso di delega*, in *Dir. e giust.*, 28/2003, pag. 74 ss.

genze di determinatezza fu specificato che l'informazione "si ritiene di carattere preciso se: a) si riferisce ad un complesso di circostanze esistente o che si possa ragionevolmente prevedere che verrà ad esistenza o ad un evento verificatosi o che si possa ragionevolmente prevedere che si verificherà; b) è sufficientemente specifica da consentire di trarre conclusioni sul possibile effetto del complesso di circostanze o dell'evento di cui alla lettera a) sui prezzi degli strumenti finanziari" (terzo comma) e che "per informazione che, se resa pubblica, potrebbe influire in modo sensibile sui prezzi di strumenti finanziari si intende un'informazione che presumibilmente un investitore ragionevole utilizzerebbe come uno degli elementi su cui fondare le proprie decisioni di investimento" (quarto comma). La maggiore determinatezza garantita dai commi terzo e quarto dell'art. 184 è in verità solo apparente perché il parametro della *price sensitive*, che conforma la fattispecie al modello del pericolo concreto, resta comunque indefinito come non è facilmente misurabile la ragionevolezza di un investitore modello.

È invece la clausola di riserva a destare maggiore interesse perché paralizza il principio di specialità, cumulando in questo modo la sanzione amministrativa a quella penale. In realtà, la locuzione "salve le sanzioni penali quando il fatto costituisce reato" pone l'interrogativo sulla possibilità che l'abuso di informazioni privilegiate non costituisca reato, residuando soltanto una responsabilità amministrativa. Attesa l'identità testuale del fatto tipico, il principio di specialità potrebbe infatti essere recuperato interpretando la clausola iniziale dell'art. 187-*bis* in modo da applicare la sanzione amministrativa soltanto se il fatto è commesso a titolo di colpa.

Tale posizione non può tuttavia accogliersi per ragioni strutturali e di sistema.

Sotto il primo profilo, occorre chiedersi quando l'abuso di informazione privilegiata è commesso colposamente perché l'utilizzo di un'informazione privilegiata per acquistare o vendere strumenti finanziari, la sua comunicazione "al di fuori del normale esercizio" ovvero la raccomandazione o induzione ad acquistare o vendere strumenti finanziari appaiono difficilmente conciliabili con la nozione di colpa quale criterio di imputazione soggettiva. L'inconciliabilità è poi assoluta tenuto conto che l'art. 187-*bis* equipara il tentativo alla consumazione dell'illecito amministrativo: in presenza di "atti idonei e diretti in modo non equivoco" a commettere un abuso di informazioni privilegiate non è ipotizzabile una condotta colposa.

Sul piano dell'interpretazione di sistema, depone per il cumulo delle sanzioni il successivo art. 187-*terdecies* a norma del quale "quando per lo stesso fatto è stata applicata a carico del reo o dell'ente una sanzione amministrativa pecuniaria, l'esazione della pena pecuniaria dipendente da reato è limitata alla parte eccedente quella riscossa dall'autorità amministrativa": un simile meccanismo di compensazione sarebbe privo di senso se per lo stesso fatto il legislatore avesse voluto applicare tanto la sanzione penale quanto quella amministrativa.

Secondo le regole ordinarie di imputazione del fatto di cui all'art. 42 c.p., il delitto di abuso di informazioni privilegiate è integrato dalla presenza del dolo generico mentre per il corrispondente illecito amministrativo risulta, in teoria, indifferente il dolo o la colpa.

3.2. *La manipolazione del mercato.*

Con la riforma del diritto penale societario la manipolazione del mercato rimase disciplinata nel codice civile fino all'entrata in vigore della legge 62/2005 a seguito della quale il nostro ordinamento conobbe tre ipotesi di manipolazione: i delitti di cui agli articoli 2637 c.c. e 185 del d.lgs. 58/1998 (strutturalmente identici fatta eccezione per l'oggetto materiale, costituito da strumenti finanziari che soltanto nell'art. 185 sono "quotati o per i quali è stata presentata una richiesta di ammissione alla negoziazioni") e l'illecito amministrativo previsto al successivo art. 187-*ter*.

La manipolazione del mercato è un reato comune, ferma restando una specifica disciplina qualora i soggetti attivi dell'illecito amministrativo siano giornalisti⁶⁷.

Quanto alla condotta, il confronto strutturale degli illeciti penale ed amministrativo non presenta la medesima sovrapposizione riscontrata nell'abuso di informazioni privilegiate perché la fattispecie a rilevanza amministrativa ha una più ampia applicazione rispetto alla corri-

⁶⁷ Ai sensi dell'art. 187-*ter*, secondo comma, la condotta deve in questo caso valutarsi "tenendo conto delle norme di autoregolamentazione proprie di detta professione, salvo che tali soggetti traggano, direttamente o indirettamente, un vantaggio o un profitto dalla diffusione delle informazioni".

spondente incriminazione e risulta maggiormente descrittiva al punto da (poter) costituire un canone ermeneutico per il giudice.

La manipolazione del mercato è integrata da due condotte.

La prima consiste nella diffusione di notizie false di cui agli artt. 185 e 187-*ter*, primo comma: si tratta della manipolazione informativa, un'ipotesi di falsità ideologica che distingue la fattispecie dall'abuso di informazioni privilegiate ove la notizia risponde invece al vero. Inoltre, diversamente dalle false comunicazioni sociali di cui agli artt. 2621 e 2622 c.c., la manipolazione informativa ha una portata maggiore perché non è limitata a veicoli legali predeterminati⁶⁸, non è connotata dal dolo specifico di "conseguire per sé o altri un ingiusto profitto", né richiede il superamento di una soglia di punibilità, fermo restando il parametro indefinito dell'alterazione sensibile del prezzo degli strumenti finanziari.

L'illecito amministrativo replica la condotta di diffusione, precisando (ma senza distinguere rispetto alla corrispondente incriminazione) che può avere luogo mediante qualsiasi mezzo d'informazione, ivi compresa la rete internet. Poiché la diffusione consiste nella comunicazione della notizia ad un numero indeterminato di persone⁶⁹, più che nella modalità una prima distinzione tra i due illeciti si individua nel contenuto della diffusione: alle notizie di cui all'art. 185, il primo comma dell'art. 187-*ter* affianca anche le informazioni e le voci, apparendo solo quest'ultima categoria realmente idonea a differenziare l'illecito amministrativo.

Oggetto della diffusione penalmente rilevante sono soltanto le notizie e sono tali le informazioni su avvenimenti, circostanze di fatto o situazioni connotati dalla medesima precisione caratterizzante la nozione di informazione privilegiata. Non costituiscono notizie, pertanto, le voci, le dicerie, gli apprezzamenti e le previsioni rilevanti solo per l'illecito amministrativo. Un secondo (ma non ultimo) elemento specializzante si ravvisa nella natura delle notizie, delle informazioni e delle voci le quali oltre che false, soltanto nell'illecito amministrativo sono altresì fuorvianti⁷⁰.

La diffusione di notizie false, infine, presuppone una condotta attiva esulando dal fatto tipico l'omissione. Analoga conclusione non è invece pacifica per l'illecito amministrativo ove la notizia potrà anche essere fuorviante: l'omettere informazioni dovute appare infatti condotta idonea a fuorviare le decisioni di investimento⁷¹.

La seconda condotta consiste nella realizzazione di operazioni simulate o di altri artifici: si tratta della manipolazione operativa disciplinata agli artt. 185 e 187-*ter*, comma terzo. Sono simulate "le operazioni che le parti non hanno voluto in modo assoluto" nonché "le operazioni in apparenza diverse da quelle che le parti hanno voluto"⁷². Il fatto che la manipolazione operativa è altresì integrata dalla realizzazione di "altri artifici" segnala che anche la simulazione è un artificio che rientra in una più ampia categoria con funzione di chiusura dell'incriminazione. La locuzione "altri artifici" è pertanto idonea ad accogliere atti e comportamenti dotati di capacità fraudolenta ed ingannatoria, desumibili dalle modalità di realizzazione e finanche

⁶⁸ Configurano diffusioni penalmente rilevanti le interviste, le conferenze e, soprattutto, i comunicati stampa: proprio la diffusione del comunicato stampa del 24.08.2005, contenente notizie false sulla mancata adozione di iniziative in ordine alla prossima scadenza del prestito convertendo, rappresentò la prima applicazione della normativa sugli abusi di mercato e la vicenda che ha portato alla sentenza "GRANDE STEVENS".

⁶⁹ Il reato di manipolazione informativa si consuma nel momento e nel luogo di diffusione della notizia falsa ad una quantità indeterminata di persone. Poiché l'art. 66 del regolamento CONSOB stabilisce che è la società di gestione del mercato a mettere a disposizione del pubblico il comunicato ricevuto dall'emittente, la diffusione al pubblico non avviene nel momento della comunicazione a soggetti determinati, ma nel momento in cui la Borsa diffonde il comunicato ad una sfera indeterminata di persone. Così Trib. Milano, 25.06.2005, in *Foro ambr.*, 2/2005.

⁷⁰ Termine idoneo a ricomprendere anche le informazioni esagerate e tendenziose. Così ZANNOTTI, *Il nuovo diritto penale*, cit., pag. 441.

⁷¹ Il riferimento è all'art. 2423, secondo comma, c.c. a norma del quale "il bilancio deve essere redatto con chiarezza e deve rappresentare in modo veritiero e corretto la situazione patrimoniale e finanziaria della società e il risultato economico dell'esercizio". Nella medesima disciplina dei mercati, la CONSOB ha poi precisato che la manipolazione informativa "comprende anche i casi in cui la creazione dell'indicazione fuorviante deriva da un mancato rispetto della disciplina sulla comunicazione di informazioni rilevanti soggette a obblighi di comunicazione da parte dell'emittente o di altri soggetti obbligati. Per esempio, quando un emittente omette di diffondere adeguatamente un'informazione privilegiata, come definita dall'articolo 114, comma 1, e il risultato è che il pubblico venga plausibilmente fuorviato". Così CONSOB, *Esempi di manipolazione del mercato e di operazioni sospette. Comunicazione n. DME/5078692 del 29.11.2005*.

⁷² In questi termini MUCCIARELLI, *Aggiotaggio*, in ALESSANDRI (a cura di), *Il nuovo diritto penale delle società*, Assago, 2002, pag. 427. Come esempio di simulazione assoluta, ai sensi dell'art. 43, primo comma, lett. c) del Regolamento di attuazione del d.lgs. 58/1998, adottato dalla CONSOB con delibera n. 16191 del 29 ottobre 2007, tra gli elementi e circostanze da valutare per l'identificazione di manipolazioni del mercato occorre verificare "se le operazioni eseguite non determinano alcuna variazione nella proprietà ovvero non comportano alcun trasferimento effettivo della proprietà di uno strumento finanziario ammesso alla negoziazione in un mercato regolamentato".

a prescindere dalla illiceità dei mezzi utilizzati⁷³.

A fattore comune per entrambe le forme di manipolazione, l'ultimo elemento differenziale tra l'illecito penale e quello amministrativo consiste nella concreta idoneità della condotta penalmente rilevante a provocare una sensibile alterazione del prezzo degli strumenti finanziari. Sulla base di tale criterio, mentre l'art. 185 è un reato di pericolo concreto, l'omologa fattispecie amministrativa risponde al modello del pericolo astratto perché prescinde dall'idoneità *price sensitive* della condotta⁷⁴.

Tenuto inoltre conto dell'ampia formula "altri artifici" a chiusura del reato di manipolazione operativa, meritano un accenno i commi sesto e settimo dell'art. 187-ter in base ai quali il Ministero dell'economia e delle finanze può individuare con proprio regolamento fattispecie ulteriori di manipolazione, così come la CONSOB rende noti gli elementi e le circostanze da prendere in considerazione per la valutazione dei comportamenti idonei a costituire manipolazioni di mercato.

Quando le condotte *price sensitive* sono "truffaldine o artificiose" non sussistono dubbi sulla loro rilevanza penale. Qualche perplessità sorge allorché, secondo un indirizzo giurisprudenziale, l'inganno si realizza "attraverso condotte lecite, ma che combinate tra loro, ovvero realizzate in determinate circostanze di tempo e di luogo, intenzionalmente realizzino una distorsione del gioco della domanda e della offerta"⁷⁵.

Infine, nonostante la normativa regolamentare sia limitata all'individuazione di ulteriori fattispecie rilevanti soltanto per l'illecito amministrativo, a ragione della maggiore determinatezza di quest'ultimo appare difficile che nell'applicare la norma penale il giudice non presti attenzione all'art. 187-ter ed alla connessa normativa regolamentare⁷⁶.

Sul piano dell'elemento soggettivo, anche in questo caso l'illecito penale è integrato dal dolo generico⁷⁷ mentre per il corrispondente illecito amministrativo risulta indifferente il dolo o la colpa.

4.

Possibili soluzioni a legislazione vigente in un passaggio tra Scilla e Cariddi.

A far data dalla entrata in vigore della direttiva 2014/57/UE del 16 aprile 2014 il nostro ordinamento sarà obbligato a mantenere la sanzione penale per le ipotesi gravi di abusi di mercato perché quella amministrativa è stata ritenuta inadeguata a tutelare l'integrità del mercato e la fiducia degli investitori.

Si potrebbe affermare che non cambierà nulla rispetto alla legge 62/2005 e sarebbe corretto se la sentenza "Grande Stevens" non avesse ricordato allo Stato italiano il necessario

⁷³ È stato evidenziato che i primi interventi giurisprudenziali hanno qualificato come artificiose condotte *ex se* lecite, ma illecite se combinate tra loro ovvero realizzate in presenza di determinate circostanze di tempo e di luogo, intenzionalmente realizzino una distorsione del meccanismo di formazione dei prezzi, in modo tale che il pubblico degli investitori sia indotto in errore circa l'andamento reale del mercato. Così Musco, *I nuovi reati societari*, cit., pag. 278. In particolare è stato ritenuto penalmente rilevante l'artificio denominato *marking the close* consistente nel concludere contratti nella fase di chiusura della seduta al fine di far segnare un *last price* particolarmente elevato, tale da fuorviare gli altri investitori. Così Trib. Milano, 11.11.2002, in *Riv. it. dir. pen. ec.*, 3/2003, pag. 747, con nota di FONDAROLI, *Aggiotaggio mediante "altri artifici": "disvalore del fatto" e "disvalore del contesto"*. Secondo la Comunicazione della CONSOB n. DME/5078692 del 29.11.2005, cit., il "*marking the close*" (segnare il prezzo in chiusura) consiste nell'acquistare o nel vendere intenzionalmente strumenti finanziari o contratti derivati verso la fine delle negoziazioni in modo da alterare il prezzo finale dello strumento finanziario o del contratto derivato. Questo comportamento può essere posto in essere in qualsiasi giorno di negoziazione, ma è spesso associato ai giorni in cui scadono contratti derivati o ai giorni in cui vengono calcolate, annualmente o trimestralmente, le commissioni su portafogli gestiti o su fondi comuni o ai giorni in cui vengono valutati o indicizzati contratti o obbligazioni".

⁷⁴ Nel caso in cui siano diffuse notizie false soltanto se la condotta è idonea a provocare una sensibile alterazione dei prezzi troverà applicazione il cumulo sanzionatorio per la clausola "salve le sanzioni penali quando il fatto costituisce reato", fatta eccezione per le ipotesi in cui la diffusione di notizie false, nonostante sia *price sensitive*, avvenga a causa di un errore determinato da colpa. In quest'ultima ipotesi il fatto avrà esclusivo rilievo sul piano amministrativo.

⁷⁵ Così App. Milano, 31.03.2004, in *Foro ambr.*, 2004, pag. 509, per cui l'inganno può essere realizzato attraverso condotte lecite, ma che combinate tra loro, ovvero realizzate in determinate circostanze di tempo e di luogo, intenzionalmente realizzino una distorsione del gioco della domanda e della offerta in modo tale che il pubblico degli investitori sia indotto in errore circa lo spontaneo e corretto processo di formazione dei prezzi. In tema di "operazioni che fissano i prezzi a livelli anormali o artificiali".

⁷⁶ A tal proposito si segnala il citato art. 43 del Regolamento di attuazione del d.lgs. 58/1998, nonché la citata Comunicazione n. DME/5078692 del 29.11.2005 della CONSOB.

⁷⁷ Si segnala, tuttavia, che conformemente al considerando n. 21 della Direttiva 57/2014 "gli Stati membri possono, ad esempio, stabilire che la manipolazione del mercato commessa con grave colpa o negligenza costituisca reato".

rispetto del *ne bis in idem* che impone l'applicazione di un'unica sanzione per il medesimo fatto⁷⁸. In assenza di modifiche legislative all'attuale disciplina del doppio binario, l'approccio sostanzialistico adottato nelle sentenze "Grande Stevens" ed "Åklagaren c. Hans Åkelberg Fransson" e la necessaria osservanza delle disposizioni internazionali ed europee sulla tutela dei diritti fondamentali, in un "network multilivello"⁷⁹, fanno gravare sul giudice nazionale la responsabilità di prevenire ulteriori violazioni ed evitare che, in materia di abusi di mercato, la Corte europea diventi sistematicamente il giudice di "quarto grado"⁸⁰.

Tralasciata la vicenda "Grande Stevens", che ha sollevato un problema di doppio giudizio e non di una seconda condanna sullo stesso fatto soltanto per l'intervenuta estinzione del reato per prescrizione, una soluzione potrebbe essere individuata dal giudice nazionale e dalla stessa autorità di vigilanza anch'essa chiamata a dare applicazione al diritto europeo direttamente applicabile⁸¹.

Nell'assumere per ragioni "strutturali" che la sanzione amministrativa diventi per prima definitiva, attraverso l'interpretazione conforme ed il rispetto dell'art. 187-*decies*, che impronta i rapporti tra la magistratura e la CONSOB a collaborazione e reciproca comunicazione⁸², saranno di seguito verificate le ipotesi eventualmente idonee a superare il cumulo sanzionatorio⁸³ e quali "effetti collaterali" esse comportano.

Si consideri lo scenario della litispendenza di entrambi i procedimenti che non consente ancora di adire la Corte europea dei diritti dell'uomo né l'applicazione dell'art. 649 c.p.p. il quale presuppone il giudicato di uno dei due procedimenti.

La prima soluzione, in questo caso, è interpretare l'iniziale clausola di riserva "salve le sanzioni penali quando il fatto costituisce reato" in maniera convenzionalmente conforme al principio del *ne bis in idem*, nella sua duplice previsione internazionale ed europea. In caso di

⁷⁸ Il medesimo principio è previsto anche dall'art. 50 della Convenzione europea per la salvaguardia dei diritti dell'uomo e delle libertà fondamentali, la sua diretta applicabilità avrebbe evitato il lamentato cumulo sanzionatorio.

⁷⁹ In merito si veda SORRENTINO, *La tutela multilivello dei diritti*, in *Riv. it. dir. pub. com.*, 1/2005, pag. 79, nonché MANES, *I principi penalistici nel network multilivello: trapianto, palinogenesi, cross fertilisation*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, pag. 839.

⁸⁰ Parte della dottrina ritiene che il ricorso alla Corte europea rappresenti "un mezzo di impugnazione ordinaria" costituendo così un quarto grado di giudizio. Così CAIANELLO, *Profili critici e ipotesi di sviluppo nell'adeguamento del sistema interno alle sentenze della Corte europea dei diritti dell'uomo*, in MANES-ZAGREBELSKY (a cura di), *La Convenzione europea dei diritti dell'uomo nell'ordinamento penale italiano*, 2011, pag. 567. In senso conforme si veda GIUNCHEDI, *La tutela dei diritti fondamentali previsti dalla CEDU: la Corte europea dei diritti dell'uomo come giudice di quarta istanza?*, in *Arch. pen.*, 1/2013, pag. 113; IACOVIELLO, *Il quarto grado di giurisdizione: la Corte europea dei diritti dell'uomo*, (nota a Corte cost., sent. 04.06.2010, n. 196), in *Cass. pen.*, 2/2011, pag. 795. In senso contrario CALLARI, *La revisione la giustizia penale tra forma e sostanza*, Torino, 2012, pag. 303, secondo il quale tale giudizio "non viene a rappresentare l'ultimo gradino delle impugnazioni nazionali, né si può in alcun modo configurare come un'ulteriore fase o istanza del precedente processo penale. Esso costituisce, semmai, un ricorso diretto individuale ad una giurisdizione internazionale, volto a far valere un diritto fondamentale, leso da una sentenza".

⁸¹ L'obbligo di disapplicare le disposizioni contrastanti della legge interna, sia anteriore sia successiva alla norma comunitaria, oltre che nei confronti dell'autorità giudiziaria grava anche nei confronti degli altri organi dello Stato, in particolare quelli amministrativi. Nella sentenza 22.06.1989, causa 103/88 (*Fratelli Costanzo*), la Corte di giustizia rilevò che "sarebbe contraddittorio statuire che i singoli possono invocare dinanzi ai giudici nazionali le disposizioni di una direttiva [...] e al contempo ritenere che l'amministrazione non sia tenuta ad applicare le disposizioni della direttiva disapplicando le norme nazionali ad esse non conformi". In senso conforme, nella sentenza 22.10.1999, n. 389, in *Giur. costit.*, 1999, pag. 3011, la Corte costituzionale affermò che "tutti i soggetti competenti nel nostro ordinamento a dare esecuzione alle leggi (e agli atti aventi forza di legge) - tanto se dotati di poteri di dichiarazione del diritto, come gli organi giurisdizionali, quanto se privi di tali poteri, come gli organi amministrativi - sono giuridicamente tenuti a disapplicare le norme interne incompatibili con le norme [...] del Trattato CEE nell'interpretazione datane dalla Corte di giustizia europea". In seguito la Corte di giustizia ribadì la propria posizione nelle sentenze 13.01.2004, causa 453/00 (*Kühne & Heitz NV*) sostenendo che "l'interpretazione di una norma di diritto comunitario data dalla Corte di giustizia nell'esercizio della competenza attribuitale dall'art. 234 TCE chiarisce e precisa, quando ve ne sia bisogno, il significato e la portata di detta norma, quale deve o avrebbe dovuto essere intesa e applicata dal momento della sua entrata in vigore [con la conseguenza] che una norma di diritto comunitario così interpretata dev'essere applicata da un organo amministrativo nell'ambito delle sue competenze anche a rapporti giuridici sorti e costituiti prima del momento in cui è sopravvenuta la sentenza in cui la Corte si pronuncia sulla richiesta di interpretazione".

⁸² Art. 187-*decies*, *Rapporti con la magistratura. In vigore dal 12 maggio 2005* 1. Quando ha notizia di uno dei reati previsti dal capo II il pubblico ministero ne informa senza ritardo il Presidente della CONSOB. 2. Il Presidente della CONSOB trasmette al pubblico ministero, con una relazione motivata, la documentazione raccolta nello svolgimento dell'attività di accertamento nel caso in cui emergano elementi che facciano presumere la esistenza di un reato. La trasmissione degli atti al pubblico ministero avviene al più tardi al termine dell'attività di accertamento delle violazioni delle disposizioni di cui al presente titolo, capo III. 3. La CONSOB e l'autorità giudiziaria collaborano tra loro, anche mediante scambio di informazioni, al fine di agevolare l'accertamento delle violazioni di cui al presente titolo anche quando queste non costituiscono reato. A tale fine la CONSOB può utilizzare i documenti, i dati e le notizie acquisiti dalla Guardia di finanza nei modi e con le forme previsti dall'articolo 63, primo comma, del D.P.R. 26 ottobre 1972, n. 633, e dall'articolo 33, terzo comma, del D.P.R. 29 settembre 1973, n. 600.

⁸³ Sul punto si veda TRIPODI, *Uno più uno (a Strasburgo) fa due. L'Italia condannata per violazione del ne bis in idem in tema di manipolazione del mercato*, cit., e DE AMICIS, *Ne bis in idem e "doppio binario" sanzionatorio: prime riflessioni sugli effetti della sentenza "Grande Stevens" nell'ordinamento italiano*, in *Dir. pen. cont.*, 30 giugno 2014; FLICK-NAPOLEONI, *Cumulo tra sanzioni penali e amministrative: doppio binario o binario morto? "Materia penale", giusto processo e ne bis in idem nella sentenza della Corte edu, 4 marzo 2014, sul market abuse*, in *Rivista AIC*, 3/2014.

dubbi sulla portata di quest'ultimo principio, analogamente alla disciplina prevista all'art. 267 del TFUE sul rinvio pregiudiziale alla Corte di giustizia, con l'entrata in vigore del Protocollo XVI alla CEDU, "le più alte giurisdizioni di un'alta Parte contraente [potranno] presentare alla Corte [EDU] delle richieste di pareri consultivi su questioni di principio relative all'interpretazione o all'applicazione dei diritti e delle libertà definiti dalla Convenzione o dai suoi Protocolli"⁸⁴.

La seconda soluzione, in forza della diretta applicabilità dell'art. 50 della Carta dei diritti fondamentali dell'Unione europea, sarebbe disapplicare la medesima clausola ad effetto cumulativo, ferma restando la facoltà per il giudice del rinvio pregiudiziale alla Corte di giustizia previsto all'art. 267 del TFUE che è invece obbligatorio per il giudice di ultima istanza⁸⁵.

Entrambe queste due ipotesi consentono il recupero del principio di specialità di cui all'art. 9 della legge 689/1981. Tuttavia, mentre nell'abuso di informazioni privilegiate la piena sovrapposizione del fatto tipico e la natura essenzialmente dolosa delle condotte sanzionate non consentono l'individuazione della norma speciale, ciò è invece possibile nella manipolazione del mercato potendo distinguere in base alla idoneità *price sensitive* della condotta. Occorre allora intervenire sullo stesso principio di specialità, abbandonare il formalismo predominante nella giurisprudenza della Cassazione ed accogliere criteri sostanziali di soluzione del concorso apparente quali il principio di "consunzione, ispirato al *ne bis in idem* sostanziale secondo il quale (anche fuori dei casi di vera e propria specialità) nessuno può essere punito più volte per lo stesso fatto, [che] comporta sempre la prevalenza della norma che prevede il reato più grave, ovvero, più precisamente, quella che prevede il trattamento penale più severo"⁸⁶. Una simile interpretazione eviterebbe il cumulo sanzionatorio, ma precluderebbe l'applicazione dell'illecito amministrativo di abuso di informazioni privilegiate, ipotesi meno grave quanto a carico sanzionatorio.

La terza opzione, a patto che non sia praticabile una interpretazione della norma interna in senso convenzionalmente conforme⁸⁷, è la questione di legittimità costituzionale dell'iniziale clausola di riserva, "salve le sanzioni penali quando il fatto costituisce reato", per la violazione dell'art. 117, primo comma, essendo l'art. 4 del Protocollo n. 7 della CEDU una norma interposta⁸⁸.

Una quarta possibilità è intervenire sull'art. 187-*duodecies* in base al quale "il procedimento amministrativo di accertamento e il procedimento di opposizione di cui all'*articolo 187-septies*

⁸⁴ Tale Protocollo, siglato a Strasburgo in data 2 ottobre 2013 con entrata in vigore prevista al deposito del decimo strumento di ratifica, "nasce all'interno di una ben precisa linea di indirizzo: l'effettività dei diritti e delle libertà sanciti dalla Convenzione sussiste nella misura in cui vi sia un concreto dialogo fra la Corte di Strasburgo e i giudici nazionali; nella stessa ottica, la più proficua tutela si attua attraverso lo strumento della sussidiarietà, secondo la logica per cui il giudice domestico è il primario garante dei diritti in commento. Al contempo, la deflazione del contenzioso avanti alla Corte europea ha cagionato la necessità "pratica" di affiancare ad una giurisdizione contenziosa *tout court* una di carattere consultivo". Così AGOSTINI-CENTAMORE, *Protocollo XVI alla Convenzione europea dei diritti umani: osservazioni generali*, in *Dir. pen. contemp.*, 14 maggio 2014.

⁸⁵ Nella sentenza 13.07.2007, n. 284, ricordando che le "statuizioni della Corte di Giustizia hanno, al pari delle norme comunitarie direttamente applicabili cui ineriscono, operatività immediata negli ordinamenti interni [la Corte costituzionale precisò che in caso di dubbi sulla compatibilità delle norme interne] va utilizzato il rinvio pregiudiziale prefigurato dall'art. 234 del Trattato CE [in quanto] la questione di compatibilità comunitaria costituisce un *pruis* logico e giuridico rispetto alla questione di costituzionalità", in *Corr. giur.*, 12/2007, pag. 1664, con nota di CONTI, *Test di costituzionalità e direttive non self executing: un dialogo ancora aperto con la Granital*.

⁸⁶ Così Cass. pen., Sez. I, 24.01.2006, n. 7629, in *Riv. pen.*, 12/2006, pag. 1343.

⁸⁷ In merito si rinvia alle sentenze della Corte cost., 24.10.2007, nn. 348 e 349, in *Giur. cost.*, 5/2007, pag. 3564, con nota di CARTABIA, *Le sentenze gemelle: diritti fondamentali, fonti, giudici, nonché di TEGA, Le sentenze della Corte costituzionale nn. 348 e 349 del 2007: la CEDU da fonte ordinaria a fonte sub-costituzionale*, in *Quad. cost.*, 1/2008, pag. 133. In merito alla questione di legittimità costituzionale deve ricordarsi che qualora la medesima disposizione sia interpretabile in modi diversi, deve scegliersi l'interpretazione "conforme a Costituzione", ossia ricavare la norma compatibile con la Costituzione medesima. In buona sostanza, come è stato evidenziato, le leggi non si dichiarano costituzionalmente illegittime perché è possibile darne interpretazioni incostituzionali, ma perché è impossibile darne interpretazioni costituzionali. Per l'approfondimento si veda RUOROLO, *Interpretazione conforme a Costituzione e tecniche decisorie della Corte costituzionale*, in AA.Vv., *Scritti in onore di Alessandro PACE*, Napoli, 2012, III, pag. 2469 ss..

⁸⁸ Sul punto si segnala che la Suprema corte ha sollevato tale questione, in via principale, se l'art. 187-*bis*, primo comma, del d.lgs. 58/1998, violi l'art. 117, primo comma, della Costituzione, in relazione all'art. 4 del Protocollo n. 7 della CEDU, nella parte in cui prevede "salve le sanzioni penali quando il fatto costituisce reato" anziché "salvo che il fatto costituisca reato"; in via subordinata, se l'art. 649 c.p.p. violi il medesimo parametro "nella parte in cui non prevede l'applicabilità della disciplina del divieto di un secondo giudizio al caso in cui l'imputato sia stato giudicato con provvedimento irrevocabile, per il medesimo fatto nell'ambito di un procedimento amministrativo per l'applicazione di una sanzione alla quale debba riconoscersi natura penale ai sensi della CEDU". Così Cass. pen., Sez. V, ord. 10.11.2014, n. 3333, in *Dir. pen. cont.*, con nota di SCOLETTA, *Il doppio binario sanzionatorio del market abuse al cospetto della Corte costituzionale per violazione del diritto fondamentale al ne bis in idem*, 17 novembre 2014. Si segnala, inoltre, che con la decisione n° 2014-453/454 del 18 marzo 2015, il *Conseil constitutionnel* francese ha dichiarato illegittimo il doppio binario sanzionatorio in materia di *insider trading* per violazione del principio di necessità della pena e del *ne bis in idem*, in *Dir. pen. econ. internaz. ed eur.*, 1/2015, pag. 17.

non possono essere sospesi per la pendenza del procedimento penale avente ad oggetto i medesimi fatti o fatti dal cui accertamento dipende la relativa definizione". Una volta concluso l'accertamento amministrativo, sempre sulla base dell'art. 50 della Carta dei diritti fondamentali, la CONSOB potrebbe disapplicare l'art. 187-*duodecies*, sospendere il procedimento sanzionatorio e trasmettere comunque l'esito all'Autorità giudiziaria. Tale opzione non è tuttavia utile nella misura in cui anche l'eventuale assoluzione impedirebbe poi all'Autorità di vigilanza di riprendere il procedimento perché l'interessato è già stato giudicato e gli elevati limiti edit-tali delle sanzioni amministrative afferiscono "alla materia penale"⁸⁹. Essa consentirebbe però alle Procure della Repubblica di avvalersi di specifiche professionalità indispensabili ai fini dell'accertamento dei fatti.

A fronte di uno scenario analogo alla vicenda "Grande Stevens", in cui il procedimento sanzionatorio amministrativo sia stato definito e quello penale risulti ancora pendente, non si presentano molte opzioni praticabili.

In primo luogo, anche in questo caso, il giudice penale potrebbe ricorrere ad un'interpretazione convenzionalmente conforme o disapplicare l'iniziale clausola di riserva, ma questa opzione sarebbe utile solo nella manipolazione del mercato non *price sensitive* in cui la norma speciale è illecito amministrativo di cui all'art. 187-*ter*. Al di fuori di questa ipotesi non è più irrogabile una seconda sanzione sullo stesso fatto⁹⁰, questa volta (anche) formalmente di natura penale. Secondo la prospettiva contenutistica fatta propria dalle Corti europee, il giudice dovrà interpretare in maniera convenzionalmente conforme l'art. 649, primo comma, c.p.p. e considerare il provvedimento sanzionatorio amministrativo alla stregua di una sentenza di condanna⁹¹. Pertanto, il destinatario della sanzione irrogata dalla CONSOB "non può essere di nuovo sottoposto a procedimento penale" e "se ciò nonostante viene di nuovo iniziato procedimento penale, il giudice in ogni stato e grado del processo pronuncia sentenza di proscioglimento o di non luogo a procedere, enunciandone la causa nel dispositivo".

Il terzo scenario ipotizzabile è l'avvenuto passaggio in giudicato di entrambi i procedimenti.

Esso richiama la questione della (in)tangibilità del giudicato e la norma di riferimento è l'art. 630 c.p.p. che disciplina i casi di revisione delle sentenze di condanna e sulla quale si è pronunciata la Corte costituzionale. Secondo il giudice delle leggi, infatti, l'art. 630 c.p.p. "è costituzionalmente illegittimo, per la violazione dell'art. 117, primo comma, e dell'art. 46 della CEDU, nella parte in cui non prevede un diverso caso di revisione della sentenza o del decreto penale di condanna al fine di conseguire la riapertura del processo, quando ciò sia necessario, ai sensi dell'art. 46, paragrafo 1, della CEDU, per conformarsi ad una sentenza definitiva della Corte europea"⁹²: alla luce di tale posizione, l'interpretazione convenzionalmente conforme dell'art. 630 c.p.p. impone l'ammissibilità della domanda di revisione di una sentenza di condanna per violazione del *ne bis in idem*.

⁸⁹ A ragione di tale natura "sostanzialmente" penale, con la recente ordinanza del 02.10.2014 la VI Sezione del Consiglio di Stato ha accolto l'istanza cautelare presentata in primo grado, imponendo alla CONSOB di adeguare il proprio regolamento sanzionatorio alla sentenza "Grande Stevens" al fine di garantire pienamente l'integrità del contraddittorio e la pubblicità del procedimento.

⁹⁰ Per l'approfondimento si rinvia a RIVELLO, *La nozione di "fatto" ai sensi dell'art. 649 c.p.p. e le perduranti incertezze interpretative ricollegabili al principio del ne bis in idem*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 3/2014, pag. 1410.

⁹¹ Nell'ordinanza 10.11.2014, n. 3333/14, *cit.*, la Suprema corte ha invece scelto di rimettere alla Corte costituzionale la questione se l'art. 649 c.p.p. violi l'art. 117, primo comma, Cost., in relazione all'art. 4 del Protocollo n. 7 della CEDU, "nella parte in cui non prevede l'applicabilità della disciplina del divieto di un secondo giudizio al caso in cui l'imputato sia stato giudicato con provvedimento irrevocabile, per il medesimo fatto nell'ambito di un procedimento amministrativo per l'applicazione di una sanzione alla quale debba riconoscersi natura penale ai sensi della CEDU".

⁹² Secondo la Corte costituzionale, "l'obbligo di conformarsi alle sentenze definitive della CEDU comporta infatti anche l'impegno degli Stati contraenti a permettere la riapertura dei processi, su richiesta dell'interessato, quante volte essa appaia necessaria ai fini della *restitutio in integrum* in favore del medesimo, nel caso di violazione delle garanzie riconosciute dalla Convenzione, particolarmente in tema di equo processo. Pur nella indubbia rilevanza dei valori della certezza e della stabilità della cosa giudicata, non può ritenersi contraria a Costituzione la previsione del venir meno dei relativi effetti preclusivi in presenza di compromissioni di particolare pregnanza, accertate dalla Corte di Strasburgo, delle garanzie attinenti a diritti fondamentali della persona: garanzie che, con particolare riguardo alle previsioni dell'art. 6 della Convenzione, trovano del resto ampio riscontro nel vigente testo dell'art. 111 della Costituzione". Così Corte cost., 07.04.2011, n. 113, in *Giur. it.*, 12/2011, pag. 2646, con nota di PUSTORINO, *Un nuovo intervento della Corte costituzione in tema di riapertura di procedimenti penali per contrarietà alla CEDU*.

Sebbene giuridicamente possibile⁹³, a ragione della priorità temporale della sanzione amministrativa non appare utile né procedimentalmente economico che sia quest'ultima a dover cedere rispetto al sopraggiunto giudicato penale, se non altro perché sarebbero in questo modo portati a termine due procedimenti quando invece il secondo non doveva essere intrapreso o, comunque, doveva cessare alla sopraggiunta definitività della sanzione (formalmente) amministrativa (ma sostanzialmente penale).

In ultima battuta, la disciplina italiana in materia di abusi di mercato è ormai costretta a passare tra Scilla e Cariddi: da una parte, in seguito alla sentenza "Grande Stevens" ed all'affermarsi di criteri sostanziali nella valutazione del *bis in idem*, non è ulteriormente possibile duplicare sanzioni per il medesimo fatto; dall'altra, l'entrata in vigore della Direttiva 2014/57/UE del 16 aprile 2014 che richiede "l'introduzione da parte di tutti gli Stati membri di sanzioni penali almeno per i reati più gravi di abusi di mercato", costringe a rinunciare al più efficiente sistema sanzionatorio amministrativo⁹⁴ ed al principio di sussidiarietà tenuto conto che il diritto europeo ha ormai superato il monopolio nazionale della politica criminale⁹⁵.

Nella misura in cui sia realizzabile, una possibilità che si presenta all'orizzonte è quella di individuare soglie di punibilità ancorate, a titolo esemplificativo e non esaustivo, ai parametri del prodotto o profitto conseguito nell'abuso di informazioni privilegiate e nella manipolazione del mercato⁹⁶ oltre che, sempre per quest'ultima fattispecie, all'alterazione dei prezzi degli strumenti finanziari: in assenza di ulteriori elementi strutturali differenziali, il mancato superamento di simili soglie di punibilità garantirebbe una residua area di pertinenza della sanzione amministrativa.

⁹³ Nella sentenza 19.09.2006, cause riunite 392/04 (1-2 I *Germany Gmbh*) e 422/04 (*Arcor AG & Co. KG*) la Corte di giustizia precisò che "il diritto comunitario non esige che un organo amministrativo sia, in linea di massima, obbligato a riesaminare una decisione amministrativa che ha acquisito carattere definitivo alla scadenza di termini ragionevoli di ricorso o in seguito all'esaurimento dei mezzi di tutela giurisdizionale. Il rispetto di tale principio permette di evitare che atti amministrativi produttivi di effetti giuridici vengano rimessi in discussione all'infinito". La Corte riconobbe tuttavia delle eccezioni allorché "l'organo amministrativo responsabile dell'adozione di una decisione amministrativa è tenuto, in applicazione del principio di cooperazione derivante dall'art. 10 CE, a riesaminare tale decisione, ed eventualmente a ritornare su di essa, ove siano soddisfatte le seguenti quattro condizioni: 1) che disponga, secondo il diritto nazionale, del potere di ritornare su tale decisione; 2) che la decisione in questione sia divenuta definitiva in seguito ad una sentenza di un giudice nazionale che statuisce in ultima istanza; 3) che tale sentenza, alla luce di una giurisprudenza della Corte successiva alla medesima, risulti fondata su un'interpretazione errata del diritto comunitario adottata senza che la Corte fosse adita in via pregiudiziale alle condizioni previste all'art. 234, n. 3, CE, e 4) che l'interessato si sia rivolto all'organo amministrativo immediatamente dopo essere stato informato della detta giurisprudenza".

⁹⁴ Nemmeno la natura sostanzialmente penale delle sanzioni amministrative consentirebbe di poter scegliere queste ultime in luogo delle sanzioni formalmente penali attualmente previste perché l'art. 7 della direttiva 2014/57/UE non richiede soltanto l'adozione di "sanzioni penali effettive, proporzionate e dissuasive" (tali potrebbero considerarsi le sanzioni amministrative in materia di *market abuse*), ma si spinge finanche a stabilire il minimo del massimo degli anni di reclusione, così imponendo sanzioni penali detentive.

⁹⁵ Sul punto è stato evidenziato che tale obbligo di criminalizzazione non soltanto limita "la discrezionalità del legislatore nella selezione delle condotte punibili e nella determinazione delle relative sanzioni" ma esproprierebbe altresì il legislatore "anche delle sue prerogative di non esercitare il potere punitivo" o di rivedere la scelta della pena. Così VIGANO, *L'arbitrio del non punire. Sugli obblighi di tutela penale dei diritti fondamentali*, in AA.VV., *Studi in onore di Mario ROMANO*, Napoli, 2011, pag. 2650. In senso contrario si veda SOTIS, *Le competenze penali dell'Unione previste nel Trattato di Lisbona*, in PALIERO-VIGANÒ (a cura di), *Europa e diritto penale*, Milano, 2013, pag. 51, per il quale "negare al Parlamento nazionale la possibilità di depenalizzare viola una componente essenziale del principio costituzionale di riserva di legge che, ponendosi a garanzia del valore relativo della pena, deve garantire la possibilità di rimettere in discussione le opzioni di penalizzazione. Insomma, l'opzione di depenalizzazione sarebbe al tempo stesso costituzionalmente garantita e frontalmente in contrasto con il diritto dell'Unione" ed un eventuale contrasto in concreto sarebbe superabile applicando la c.d. teoria dei controllimiti.

⁹⁶ Sul punto si veda MONGILLO, *Sul profitto del reato di manipolazione di mercato* (nota a Cass. pen., Sez. V, 23.12.2008, n. 47983), in *Cass. pen.*, 1/2010, pag. 306 ss. Si segnala anche MUCCIARELLI, *La nuova disciplina eurocomunitaria sul market abuse, cit.*, per il quale il sistema emergente dal complesso integrato, costituito dal Regolamento 596/2014 e Direttiva 57/2014, "improntato a un gradualismo sanzionatorio collegato alla gravità del fatto/fattispecie sembra, almeno a prima vista e sul versante della sua astratta configurazione, efficiente rispetto alla doverosa osservanza del superiore principio del *ne bis in idem*".