



Corso di dottorato di ricerca in:

SCIENZE GIURIDICHE

in convenzione con l'Università degli Studi di Trieste

Ciclo XXXII

Titolo della tesi

***Ne bis in idem*, doppio binario sanzionatorio e armonizzazione
eurounitaria del diritto penale: il caso degli abusi di mercato**

Dottorando

Luca Baron

Supervisore

Prof. Enrico Amati

Co-supervisore

Chiar.ma Prof.ssa

Laura Montanari

Anno 2020



INDICE SOMMARIO

INTRODUZIONE	1
CAPITOLO I – LA MATRICE EUROUNITARIA DEGLI ABUSI DI MERCATO	8
SEZIONE I - LA DISCIPLINA DEL MERCATO FINANZIARIO NEL CONTESTO DELLA GLOBALIZZAZIONE ECONOMICA	
1. Mercato, diritto, globalizzazione	8
1.2. Trattati generali del diritto globale	13
1.3. Il diritto globale dell'economia	15
1.4. Il ruolo del diritto penale nell'economia globale	22
2. La «finanziarizzazione» della ricchezza	25
2.2. Unione europea e mercato: la <i>Market Abuse Directive (MAD)</i>	28
SEZIONE II - LA LUNGA MARCIA DELLA “NUOVA” DISCIPLINA ITALIANA SUL <i>MARKET ABUSE</i>	
1. La nuova via eurounitaria della criminalizzazione armonizzata	34
2. Il Regolamento n. 596/2014: la nuova disciplina sostanziale tra innovazione e continuità	37
3. La Direttiva 2014/57/UE	42
3.1. (segue): il problema del <i>ne bis in idem</i>	45
4. Il tortuoso iter di adeguamento interno al <i>MAR</i> e alla <i>MAD II</i>	52
5. Il “pasticciaccio brutto” del d.lgs. n. 107/2018: dalla tecnica normativa...	58
5.1. (segue):...ai contenuti...	59
5.2. (segue):...ai dubbi di compatibilità costituzionale	67
CAPITOLO II - INSIDER TRADING E MARKET MANIPULATION ALLA LUCE DEL D.LGS. N. 107/2018	71
SEZIONE I - L'ABUSO DI INFORMAZIONI PRIVILEGIATE	
1. Introduzione	71
2. L'evoluzione normativa e...una precisazione metodologica	73
3. L'interesse protetto	82
4. I soggetti attivi del reato. Il c.d. <i>insider</i> “di sé stesso”	90
4.1. (segue): l'intervento della Corte d'Appello di Milano nel caso Cremonini	101
4.2. Le categorie soggettive. L' <i>insider</i> criminale	103
5. La nozione di «informazione privilegiata»: premessa	111
5.1. (segue): il carattere «preciso» dell'informazione	115
5.2. (segue): la natura «non pubblica» dell'informazione	119
5.3. (segue): l'oggetto dell'informazione privilegiata	122
5.4. (segue): la c.d. <i>price sensitivity</i>	126
6. Le condotte tipiche. Considerazioni generali	133
6.1. Il divieto di <i>trading</i>	136
6.2. Il divieto di <i>tipping</i>	139
6.3. Il divieto di <i>tuyautage</i>	144
7. L'illecito contravvenzionale	147

8. Le c.d. esenzioni	149
9. L'elemento soggettivo	150
10. L'individuazione del momento consumativo e il tentativo	152
11. Cenni sull'illecito amministrativo	153
12. La responsabilità amministrativa degli enti: cenni	156

SEZIONE II - LA MANIPOLAZIONE DEL MERCATO

1. Il quadro normativo. Dalla frammentazione delle ipotesi di aggio alla l. 62/2005	158
1.1. (segue) Le modifiche all'art. 185 t.u.f.: dalla l. 262/2005 al d.lgs. 107/2018.	162
2. L'interesse protetto	165
3. I soggetti attivi	168
4. Le condotte tipiche: continuità e discontinuità tra disciplina interna e indicazioni eurounitarie	169
4.1. (segue): la manipolazione 'informativa'	176
4.2. (segue): la manipolazione c.d. operativa	184
5. Il requisito della <i>price sensitivity</i>	190
6. La fattispecie contravvenzionale. Rinvio	195
7. Le c.d. esenzioni. Rinvio	196
8. Le prassi di mercato ammesse: quadro normativo	197
8.1. (segue). L'iter di formazione delle prassi. Cenni	203
8.1.1. Fase antecedente all'istituzione della prassi	203
8.1.2. Fase istitutiva della prassi	205
8.1.3. Fase di esecuzione della prassi	205
8.2. (segue): i c.d. motivi legittimi	206
8.3. (segue). L'ambito di operatività delle prassi di mercato ammesse	207
8.4. (segue). La natura giuridica delle prassi di mercato	210
9. Il nuovo comma 2-ter	212
10. L'elemento soggettivo	214
11. La problematica individuazione del momento consumativo	214
12. Il tentativo	221
13. Il trattamento sanzionatorio. La circostanza aggravante, le pene accessorie	221
14. Il rapporto con le sanzioni amministrative e il c.d. doppio binario	223
15. La responsabilità degli enti. Rinvio	225

CAPITOLO III - ABUSI DI MERCATO E *NE BIS IN IDEM*: TRA TEORICA EUROCONVENZIONALE E PRATICA NAZIONALE 227

SEZIONE I - INTRODUZIONE

1. Premessa introduttiva	227
2. Il <i>ne bis in idem</i> come canone sostanziale e processuale nell'ordinamento italiano: cenni	232
3. Il <i>ne bis in idem</i> nella Convenzione Europea dei Diritti dell'Uomo e nel <i>framework</i> normativo dell'Unione europea	240
4. Sanzioni amministrative, sanzioni penali, sanzioni punitive: la nozione di «materia penale»	245

SEZIONE II - *NE BIS IN IDEM* 'FORTE' VS. *NE BIS IN IDEM* 'DEBOLE': VARIAZIONI EUROCONVENZIONALI IN TEMA DI DOPPIO BINARIO SANZIONATORIO

1. Dove tutto ha avuto inizio: il ‘doppio binario sanzionatorio’ del <i>market abuse</i>	253
2. Le due varianti del <i>ne bis in idem</i> convenzionale. La sentenza <i>Grande Stevens</i>	256
2.1. Prove di adattamento interno: i riflessi domestici della sentenza <i>Grande Stevens</i> e le soluzioni prospettate dalla dottrina	259
2.2. Prove di adattamento interno: le reazioni della giurisprudenza di legittimità e la sentenza n. 102/2016 della Corte costituzionale	266
2.3. La sentenza <i>A e B c. Norvegia</i> e l’emersione di una versione “debole” del <i>ne bis in idem</i> .	268
3. <i>Ne bis in idem</i> e doppio binario sanzionatorio nella giurisprudenza della Corte di Giustizia.	273
4. <i>Ne bis in idem</i> e principio di proporzione: profili di indagine.	280
5. Le incognite dell’equazione sanzionatoria: il ruolo del “vecchio” art. 187- <i>terdecies</i> t.u.f.282	
5.1. Il riformato art. 187- <i>terdecies</i> t.u.f. nel giudizio di proporzione: luci...	287
5.2. ...e ombre	290
6. Le incognite dell’equazione sanzionatoria: la riduzione per il rito incide sulla proporzionalità complessiva?	294
7. L’equazione sbilanciata e il correttivo dell’art. 50 CDFUE	296
OSSERVAZIONI CONCLUSIVE	302
BIBLIOGRAFIA	313

Giunto a conclusione del triennio di dottorato, vorrei dedicare alcune righe di ringraziamento verso tutti coloro che hanno contribuito a rendere il percorso compiuto un'esperienza non solo scientificamente stimolante, ma anche personalmente appagante: un'esperienza formativa, in breve, nel senso più pieno del termine.

Un sentito ringraziamento, in primis, al Prof. Enrico Amati. Sostenitore prima che supervisore, amico oltre che guida, se l'interesse per l'approfondimento scientifico è in me sorto e se qualche risultato quest'ultimo ha prodotto, senza dubbio è a lui che lo devo.

Al Prof. Marco Zanotti, per i preziosissimi consigli e i brillanti suggerimenti che in questi anni mi ha regalato, va la mia più profonda stima, mentre alla Prof.ssa Laura Montanari e al Prof. Giuseppe Mazzanti esprimo la mia sincera gratitudine per avermi costantemente supportato – in modo diverso, ma non diversamente efficace – lungo il percorso di dottorato.

Un pensiero lo dedico anche all'Avv. Antonio Franchini e allo Studio tutto, per avermi mostrato alcuni degli scorci più affascinanti dell'orizzonte penalistico: grazie a loro, lo ius terribile si è fatto davvero "vivente".

Curioso caso, ma forse neppure così insolito: proprio alla fine la penna non riesce a trovare le parole, lì dove invece di parole da dedicare ve ne sarebbero eccome. Alla mia famiglia – ma proprio tutta tutta – semplicemente grazie.

Da ultimo, un pensiero a chi di certo ultima non è nei pensieri miei. A te, che hai vissuto questo percorso di dottorato, a un tempo, con sconfinata pazienza e con sentita partecipazione, facendo sembrare scontato ciò che invece scontato non è affatto, questa tesi è dedicata.

INTRODUZIONE

La presente tesi costituisce l'esito di un percorso di ricerca concernente la disciplina del *market abuse*, materia che rappresenta – oggi – un banco di prova estremamente significativo per saggiare alcune delle pulsioni moderne del diritto penale, o meglio alcune delle pulsioni del diritto penale moderno.

Per quanto si tratti infatti di un comparto normativo quantitativamente circoscritto, racchiuso all'interno del perimetro tracciato da poche disposizioni del Testo unico in materia finanziaria ed essenzialmente orbitante attorno a due fattispecie criminose – *insider trading* e *market manipulation* –, tale materia s'interseca con una pluralità di tematiche penalistiche di più ampio respiro e, proprio per questo suo singolare *status* di “luogo di convergenza” di più direttrici evolutive, costituisce un osservatorio privilegiato per gettare uno sguardo sul più ampio panorama delle trasformazioni del diritto penale.

In particolare, il fenomeno normativo del *market abuse* costituisce innanzitutto un esempio paradigmatico della c.d. *armonizzazione europea* del diritto penale.

Non può infatti non evidenziarsi come la disciplina italiana, oggi vigente, rappresenti il precipitato normativo diretto di alcuni interventi regolativi di matrice eurounitaria: dapprima con la Direttiva 2003/6/Ce, quindi mediante il binomio costituito dal Regolamento (Ue) n. 596/2014 e dalla Direttiva 2014/57/Ue, il microcosmo del *market abuse* costituisce la punta più avanzata del fenomeno di integrazione europea dei sistemi punitivi nazionali¹.

Proprio in materia di abusi di mercato possono infatti nitidamente scorgersi i “passi da gigante” che l'Unione ha compiuto in tema di competenze penali. Se infatti la Direttiva 2003/6/Ce si limitava a imporre agli Stati membri l'obbligo di introdurre sanzioni *amministrative*, a presidio dei fenomeni distorsivi dei mercati finanziari, riconoscendo la mera *facoltà* di prevedere *anche* delle sanzioni penali, il *tandem* Regolamento/Direttiva del 2014 rappresenta una sorta di “rivoluzione copernicana”: il legislatore eurounitario non solo ha puntualmente esercitato la base giuridica fornita dal Trattato di Lisbona per esprimere un *giudizio di necessità di pena*, ma ha altresì condizionato ciò che invece rientra nella competenza esclusiva degli Stati membri, ossia l'*esercizio concreto della potestà punitiva*².

¹ Cfr. FOFFANI L., *Politica criminale europea e sistema finanziario: l'esempio degli abusi di mercato*, in *Riv. trim. dir. pen. cont.*, 2014, fasc. 3-4, p. 66, secondo il quale 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».

² Per un quadro assai efficace circa lo “stato” delle competenze penali dell'Unione, v. SOTIS C., *Le competenze penali dell'Unione previste nel Trattato di Lisbona: una lettura d'insieme*, in PALIERO C.E.-VIGANÒ F. (a cura di), *Europa e diritto penale*, Milano, 2013, p. 33 ss.

La *Market Abuse Directive (MAD II)* ha infatti impresso un'inversione a 360 gradi alla strategia sanzionatoria dell'Unione, sancendo l'*obbligo* di ricorrere alla sanzione penale per contrastare i fenomeni di *insider trading* e di *market manipulation* e lasciando carta bianca agli Stati circa l'innesto di sanzioni a carattere *amministrativo*. Non solo: il legislatore eurounitario ha altresì prescritto sia dei *criteri* (peraltro di difficile spendibilità concreta³), che dovrebbero orientare il legislatore interno nell'opera di selezione dei fatti *penalmente* rilevanti, sia la cornice edittale *minima* su cui dovrebbe attestarsi il *massimo* della sanzione irrogata.

In una diversa, ancorché connessa prospettiva, il comparto degli abusi di mercato è al centro della riflessione in ordine ai rapporti intercorrenti tra sanzione penale, sanzione amministrativa e tutela dei diritti fondamentali, al punto da essere divenuto – più in generale – l'abbrivio normativo di un vivacissimo confronto *intra* e *inter-ordinamentale* che trova nella 'nozione autonoma' di «materia penale» il proprio motore concettuale e nell'antitesi tra interpretazione *formalistica* e interpretazione *sostanzialistica* il proprio orizzonte ermeneutico di riferimento.

Sul c.d. 'doppio binario sanzionatorio' che connota la reazione statale al fenomeno del *market abuse*, in virtù del quale sul *medesimo fatto* – storicamente inteso⁴ – commesso dal *medesimo soggetto*, insistono sia la sanzione penale, sia la sanzione (formalmente) amministrativa, si è infatti focalizzata l'attenzione delle Corti europee, innescando un complesso, quanto affascinante, dialogo multilivello tra Corti di vertice, i cui effetti si sono riverberati – e tutt'ora si riverberano – sull'applicazione *concreta* delle disposizioni normative da parte dei giudici nazionali.

Muovendo dall'*acquis* ermeneutico/sostanzialistico di matrice euroconvenzionale, che nel concetto *fluido* di «materia penale» trova la più roboante epifania, la valutazione in ordine alla compatibilità del meccanismo sanzionatorio del *market abuse*, rispetto ai canoni fondamentali che dovrebbero presiedere al ricorso e all'utilizzo dello *ius terribile*, ha determinato una singolare trasfigurazione di uno dei principi generali del diritto penale di marca occidentale: quello del *ne bis in idem*.

Tradizionalmente declinato – sia a livello interno, sia soprattutto a livello convenzionale ed eurounitario – in una dimensione *processualistica*, il divieto del *bis in idem* è stato 'travolto' dal dialogo tra Corti, finendo per divenire oggetto di un'imponente opera interpretativa che ne ha rimodellato i connotati essenziali sino a conferirgli una fisionomia prettamente *sostanzialistica*: il brocardo pare oggi non esprimere più e non tanto un divieto di apertura di due procedimenti *in idem*, allorché uno sia già stato definito con provvedimento definitivo, quanto piuttosto un presidio contro il rischio di risposte sanzionatorie complessivamente *sproporzionate*. In buona sostanza – come si chiarirà *infra*⁵ – la coesistenza di due procedimenti paralleli, scaturiti dal medesimo fatto, non è di per sé incompatibile con il canone del *ne bis in*

³ Cfr. *infra*, Cap. I, Sez. II.

⁴ Sulla nozione di *medesimo fatto*, nell'alternativa tra *idem factum* e *idem legale*, v. ampiamente *infra*, Cap. III, Sez. I e Sez. II.

⁵ Cap. III, Sez. II.

idem, a condizione che il cumulo di sanzioni irrogate risponda a un criterio di *proporzionalità*.

La rilevanza centrale che la Corte di giustizia e la Corte Edu assegnano al principio di proporzionalità⁶ non costituisce certamente un elemento inedito, attesa la fisiologica coesistenzialità del principio medesimo rispetto alla struttura del ragionamento giuridico, in generale, e del ragionamento penologico, in particolare. Su questo più limitato terreno, il «grande principio costituzionale di carattere generale»⁷ della proporzione incide non solo al momento della «astratta fase edittale riservata al legislatore», ma anche «nelle successive fasi di concreta inflizione giudiziale e di esecuzione della sanzione penale»⁸.

Pur declinato nei termini di un *divieto di sproporzione* tra gravità del fatto ed entità della pena, il binomio proporzionalità-colpevolezza traspare, in controtelaio, dall'intelaiatura dell'ordinamento eurounitario⁹. L'art. 49, co. 3, della Carta di Nizza richiama un criterio di razionalità *formale* che viene impiegato come strumento «riequilibrativo» dell'eventuale *sproporzione* caratterizzante un dato arsenale sanzionatorio, predisposto in settori d'intervento normativo eurounitario (art. 51, par. 1, CDFUE)¹⁰.

Il principio di proporzione – *rectius*: del divieto di pene *sproporzionate* – non è estraneo neppure alla prammatica interpretativa della Corte di Strasburgo: per quanto privo di referenti normativi diretti, tale canone ha tuttavia trovato riscontro nella giurisprudenza della Corte, allorché quest'ultima ha avuto modo di precisare che «[...]

⁶ Peralto, recentemente “riscoperto” dalla stessa Corte costituzionale, che proprio in tema di *market abuse* (segnatamente, in relazione all'istituto della confisca c.d. amministrativa dell'art. 187-*sexies*, t.u.f.), ha avuto modo di ribadire la centralità del principio nell'architettura complessiva del sistema penale: cfr. Corte cost., 10 maggio 2019, n. 112, con nota di AMATIE., *Confisca “amministrativa” negli abusi di mercato limitata al solo profitto e persistenti criticità della confisca penale*, in corso di pubblicazione.

⁷ V. VASSALLI G., *Diritto penale e giurisprudenza costituzionale*, Napoli, 2006, p. XII.

⁸ Cfr. CATERINI M., *La proporzione nella dosimetria della pena da criterio di legiferazione a canone ermeneutico*, in *Giust. pen.*, 2012, 2, p. 94.

⁹ Occorre infatti evidenziare che il principio di colpevolezza – come osservato da MAUGERI A.M., *Il principio di proporzione nelle scelte punitive del legislatore europeo: l'alternativa delle sanzioni amministrative comunitarie*, in GRASSO G.-PICOTTI L.-SICURELLA R. (a cura di), *L'evoluzione del diritto penale nei settori d'interesse europeo alla luce del Trattato di Lisbona*, Milano, 2011, p. 120-124 – «non assurge alla dignità di diritto fondamentale nell'ordinamento comunitario».

¹⁰ Accanto a tale declinazione del principio, il diritto dell'Unione europea ne conosce e contempla una seconda, ben più nota alla grammatica interpretativa della Corte di Giustizia: una declinazione del principio dai marcati tratti *materiali* e tipicamente accolta in sede di *bilanciamento* tra limitazione dei diritti fondamentali e tutela di altri interessi, (art. 52 CDFUE) ove il principio stesso assolve a un essenziale ruolo strumentale rispetto alla verifica dell'adeguatezza dei *mezzi usati* rispetto agli *scopi perseguiti*. Per un'accurata e acuta analisi dei principi di proporzionalità (*materiale* e *formale*) e di necessità nel diritto dell'Unione europea, nonché per una lucida esposizione dei limiti insiti nel giudizio eurounitario di proporzionalità formale, v. SOTIS C., *I principi di necessità e proporzionalità della pena nel diritto dell'Unione europea dopo Lisbona*, in *Riv. trim. dir. pen. cont.*, 2012, 1, p. 111 ss.

qualsiasi pena nettamente sproporzionata è contraria all'articolo 3 della Convenzione»¹¹.

Sulla scorta di tale approccio ermeneutico, la già sfuggente distinzione tra sanzioni penali e sanzioni amministrative tende a sfumare all'interno di un più generale e indefinito "diritto punitivo", rendendo ancor più pressante comprendere *quando* si sia in presenza di istituti *autenticamente* rientranti nel perimetro dello *ius puniendi*. Trattasi di un interrogativo fondamentale, che attiene all'individuazione delle stesse radici della *penalità*: un interrogativo che l'elaborazione giurisprudenziale in tema di *market abuse* e cumuli sanzionatori ha intensamente contribuito a ravvivare.

Muovendo dalle considerazioni poc'anzi cursoriamente esposte, il presente elaborato si compone di tre Capitoli – seguiti da alcune linee di sintesi conclusive –, ciascuno articolato internamente in due Sezioni.

Nell'ambito del Capitolo I viene tracciato il contesto *generale* all'interno del quale s'iscrive la materia degli abusi di mercato, ossia quello della globalizzazione dei mercati – *in primis*, dei mercati finanziari – e della correlata apertura di una voragine incolmabile tra l'*espansione a-territoriale* dell'economia e la *capacità statale* di regolare il fenomeno economico.

Nei limiti in cui risulta funzionale allo sviluppo del percorso di ricerca qui proposto, la prima Sezione della tesi è dunque dedicata alla disamina di come il fenomeno della globalizzazione economica abbia recato con sé dei riverberi "epocali" sul versante giuridico, imprimendo un moto di radicale riallocazione dei centri del potere normativo: dalla dimensione statale, alla dimensione internazionale, passando per il *medium* delle organizzazioni regionali sovranazionali, la regolamentazione dei rapporti economici si è spostata sempre *più in là*.

Di qui la necessità di comprendere *se* e *come* le diverse branche del diritto possano adattarsi al fenomeno di "de-statalizzazione" crescente dell'economia, specialmente laddove si tratti di strumenti d'intervento regolativo – su tutti, lo *ius puniendi* – fisiologicamente vincolati al principio democratico e al *background* storico-filosofico che esso evoca. Dall'angolo visuale dell'aspirante studioso del diritto penale dei mercati finanziari e, quindi, della reazione legalitaria alle condotte perturbative del regolare funzionamento degli stessi, l'attenzione non può che essere attratta dalle ricadute che la finanziarizzazione (e globalizzazione) della ricchezza ha prodotto sul piano dei rapporti tra ordinamento nazionale e ordinamento sovranazionale.

All'interno dello scenario tracciato, l'Unione europea sembra costituire infatti una efficiente "cinghia di trasmissione" tra piani diversi, nella misura in cui il *deficit* di democraticità delle decisioni in campo macro-economico è temperato dalla cessione di sovranità a cui ciascuno Stato membro acconsente, nelle materie – per l'appunto – cedute alla competenza delle Istituzioni dell'Unione. Competenza che, come intuibile, proprio nella regolamentazione della "materia economica" non solo si esprime nel

¹¹ Cfr. Corte Edu, 17.1.2012, *Vinter e a. c. Regno Unito*, § 88, e Corte Edu, Grande Camera, 9.7.2013, *Vinter e a. c. Regno Unito*, § 102, sulla quale si tornerà *infra*, Cap. III, Sez. II, par. 2.3, nt. 980.

modo più evidente, ma altresì in tale settore manifesta le più intense pressioni *espansive*.

Non stupisce, pertanto, che la disciplina sugli abusi di mercato abbia rappresentato un comparto regolativo dove il processo di progressiva *armonizzazione* eurounitaria ha segnato i ritmi più rapidi: dapprima raggiungendo velocemente l'approdo di una normazione civilistica comune tra gli Stati membri – requisito imprescindibile per la creazione di un mercato interno *efficiente e integrato* – l'Unione europea, fissato l'obiettivo di apprestare una reazione sanzionatoria *uniforme* avverso i fenomeni distorsivi dei mercati, ha iniziato quindi a scalare con determinazione la “cittadella” del diritto penale. Del resto, tenuto conto della sempre più stretta interdipendenza delle economie nazionali, nonché della connessione tra mercato finanziario e mercato reale, i fenomeni di *insider trading* e di manipolazione del mercato – lungi dal limitare la propria incidenza a livello locale – sono astrattamente in grado di minare l'integrità del mercato interno europeo. Di qui, la fisiologica composizione multilivello del regime repressivo degli abusi di mercato, impostato a livello sovranazionale e recepito quindi nella normazione statale.

Nella seconda Sezione del Capitolo I vengono esaminate – in una prospettiva ‘grandangolare’ – sia la ‘nuova’ disciplina eurounitaria di contrasto agli abusi di mercato, così come plasmata dal binomio normativo composto dal Regolamento (Ue) n. 596/2014 e dalla Direttiva 2014/57/Ue, sia il plesso regolativo nazionale – che della prima costituisce l'attuazione interna –, racchiuso nel Testo Unico della Finanza. In particolare, il legislatore italiano – dopo non pochi “tentennamenti” – ha infine ritenuto opportuno riformare il vigente comparto del *market abuse* e ha affidato al d.lgs. n. 107/2018 il compito di adattare la disciplina domestica alla nuova strategia contrastiva elaborata dall'Unione europea.

Ancor prima di addentrarsi nelle maglie del Titolo I-bis del T.u.f. e nelle specificità che caratterizzano gli illeciti di *insider trading* e di *market manipulation*, già da un primo, ampio, sguardo sull'orizzonte del *market abuse* possono cogliersi plurimi profili di criticità. Di per sé poco agevole in ragione della *diversa* natura degli strumenti normativi che la configurano – Regolamento, l'uno; Direttiva, l'altra –, l'attuazione interna della disciplina eurounitaria sugli abusi di mercato risulta l'esito di un approccio metodologicamente *opinabile* (in quanto fondato su un forte ricorso alla tecnica del rinvio), contenutisticamente *minimale* (assenti, infatti, deleghe legislative concernenti *lo specifico* versante penalistico del *market abuse*) e costituzionalmente *fragile* (atteso il rischio, invero consistente, che il legislatore delegato sia incorso in un eccesso di delega).

Alle perplessità ‘di sistema’ fanno da contraltare le criticità che ancora emergono sul piano della disciplina specifica dell'abuso di informazioni privilegiate e della manipolazione del mercato: profili di distonia “cronici” e che il d.lgs. n. 107/2018, lungi dall'emendarli, li ha per certi versi acuiti.

Il Capitolo II è dunque interamente dedicato all'analisi dei due delitti che compongono il *kern* degli abusi di mercato, ossia l'*insider trading* – disciplinato

dall'art. 184 t.u.f. (e dall'art. 187-*bis* t.u.f. per la variante tipologica amministrativa) – e la *market manipulation* – tipizzata invece dall'art. 185 t.u.f. (e dall'art. 187-*ter* t.u.f.).

Ciascuna delle due Sezioni che compongono il Capitolo presenta un andamento espositivo ‘classico’, nella misura in cui i due delitti vengono analizzati seguendo l'impostazione tassonomica tipicamente utilizzata nella manualistica di settore. Prendendo dunque le mosse dall'analisi – tutt'altro che agevole – del bene giuridico tutelato, passando attraverso la disamina dell'elemento oggettivo, del coefficiente psicologico e delle eventuali cause di giustificazione o di non punibilità che connotano la materia, l'esposizione è cadenzata da un andamento bifasico.

In prima battuta, una volta ripercorsi (più o meno brevemente) tanto gli approdi ermeneutici sicuri quanto i dubbi interpretativi che, in relazione a ciascun profilo d'indagine, erano maturati alla luce della disciplina normativa *ante* d.lgs. n. 107/2018, nell'ambito delle due Sezioni si è tentato di cogliere se, e in che modo, l'intervento “riformatore” del 2018 abbia modificato il sostrato regolativo di riferimento e se, quindi, quegli approdi e quei dubbi possano dirsi confermati o superati.

Inoltre, la comparazione tra “vecchio” e “nuovo” è stata condotta tenendo fermo, sullo sfondo d'indagine, la matrice normativa racchiusa nel Regolamento e nella Direttiva eurounitaria, allo scopo di evidenziare eventuali profili di persistente divergenza tra la disciplina domestica e quella sovranazionale.

Il terzo Capitolo è infine dedicato alla *vexata quaestio* del *ne bis in idem*.

Se la prima Sezione svolge un compito essenzialmente “introduttivo” alla tematica, nella misura in cui viene ad essa affidata la funzione di tracciare le coordinate, concettuali e teoriche, necessarie per orientarsi nella giungla “multiordinamentale” dei ‘doppi binari sanzionatori’ e del *ne bis in idem*, alla seconda Sezione spetta invece di condurre il lettore attraverso il turbinio giurisprudenziale che il cumulo sanzionatorio previsto dalla disciplina italiana del *market abuse* ha finito per innescare.

La posta in gioco era infatti più grande di quanto potesse *prima facie* ipotizzarsi, atteso che il dialogo tra Corti di vertice fiorito sul tema era destinato a produrre degli effetti non limitati al ristretto campo d'intervento del *market abuse*. Sulla scorta dell'approccio sostanzialistico che connota il *modus interpretandi* sia della Corte di Strasburgo, sia di quella del Lussemburgo, il doppio binario penale-amministrativo contemplato dal t.u.f. ha costituito il *casus belli* per la trasfigurazione del divieto del *bis in idem*, facendolo assurgere al ruolo di protagonista assoluto nella gestione “europea” di quei sistemi normativi nazionali che, al verificarsi di un determinato fatto, prevedono l'attivazione di un sistema sanzionatorio ‘doppio’ e cumulativo, in cui le sanzioni penali e quelle amministrative insistono *in idem*.

Una gestione complessa, esercitata da attori differenti, caratterizzata da slanci in chiave garantistica, seguiti poi da contropinte di segno opposto, che rende quello dei cumuli punitivi un terreno magmatico che – nonostante alcuni punti (più o meno) fermi siano stati raggiunti – è ancora in attesa di cristallizzarsi.

CAPITOLO I

LA MATRICE EUROUNITARIA DEGLI ABUSI DI MERCATO

SEZIONE I

LA DISCIPLINA DEL MERCATO FINANZIARIO NEL CONTESTO DELLA GLOBALIZZAZIONE ECONOMICA

SOMMARIO: 1. Mercato, diritto, globalizzazione. - 1.2. Tratti generali del diritto globale. - 1.3. Il diritto globale dell'economia. - 1.4. Il ruolo del diritto penale nell'economia globale. - 2. La «finanziarizzazione» della ricchezza. - 2.1. Unione europea e mercato: la *Market Abuse Directive (MAD)*.

1. Mercato, diritto, globalizzazione

L'ambizione di avviare una riflessione in materia di tutela penale del mercato finanziario non può che prendere le mosse da un tema dal respiro assai più ampio, oltre che notevolmente più impervio, e ciò nondimeno essenziale per delineare lo scenario complessivo all'interno del quale l'oggetto di studio trova collocazione: quello della *globalizzazione*, ossia il fenomeno forse più emblematico della *modernità*¹² o della *post-modernità*.

In effetti, laddove ci si avventurasse oltre ai confini "sicuri" di una definizione minimale di "globalizzazione" – intesa come la «crescente tendenza delle varie parti del mondo a comunicare e connettersi reciprocamente»¹³ –, si dischiuderebbe un panorama d'indagine a tal punto vasto che, di regola, proprio allo scopo di contenere i molteplici scenari e le labirintiche diramazioni in cui la ricerca potrebbe smarrirsi, il termine stesso viene affiancato dalle più disparate aggettivazioni: *globalizzazione economica*, *globalizzazione giuridica*, *globalizzazione culturale* e via discorrendo¹⁴.

¹² Come osserva GIDDENS A., *Le conseguenze della modernità. Fiducia e rischio, sicurezza e pericolo*, Bologna, 1994, p. 70, «la modernità è di per sé globalizzante». Nello stesso senso STIGLITZ J., *La globalizzazione e i suoi oppositori. Antiglobalizzazione nell'era di Trump*, Torino, 2018, p. 130, il quale evidenzia che «la globalizzazione è diventata l'argomento più pressante del nostro tempo».

¹³ In tal senso FERRARESE M.R., *Prima lezione di diritto globale*, Roma-Bari, 2012, p. 5, con una definizione che rievoca l'immagine – assurda oramai a vera e propria metafora della globalizzazione – della "rete" e quella, strettamente connessa, della «*network society*», esplorata da ROSSI G., *Il gioco delle regole*, Milano, 2006, p. 62.

¹⁴ Nella sconfinata letteratura in tema di globalizzazione e sue declinazioni, cfr. HENRY B. (a cura di), *Mondi globali. Identità, sovranità, confini*, Pisa, 2000; BAUMAN Z., *Dentro la globalizzazione. Le conseguenze sulle persone.*, Roma-Bari, 1999; BENVENISTI E., *The Law of Global Governance*, The Hague, Hague Academy of International Law, 2014.

La globalizzazione, generalmente e genericamente intesa, è dunque un «processo»¹⁵ che, veicolato dal *milieu* della velocità – di trasporto, di trasmissione e di azione telematica¹⁶ – supera «tutte quelle cose impensabili che hanno portato all'introduzione delle frontiere ritenute stabili e insuperabili»¹⁷, spezzando il rapporto tra confine *territoriale* e confini *economici, giuridici, politici*: uno dei principali effetti della globalizzazione è proprio quello della «endemica porosità e fragilità di tutti i confini e l'intrinseca futilità, o quanto meno la natura irreparabilmente provvisoria e l'insanabile revocabilità, di qualsiasi definizione di confine. Tutti i confini sono labili, fragili e porosi, I confini presentano una nuova proprietà di dissolvimento: scompaiono subito dopo essere stati tracciati, lasciandosi dietro [...] solo il (parimenti volatile) ricordo della loro traccia»¹⁸.

Con ben poca fantasia, può affermarsi che la globalizzazione, ha ridisegnato e sta ridisegnando il mondo. Ivi compreso il mondo del *diritto* e delle *istituzioni statali*.

Nella prospettiva giuridica, gli effetti della globalizzazione risultano in particolare legati a filo doppio con il tema dell'estensione globale delle attività *economiche e finanziarie*.

Ovviamente fuoriesce dagli intenti della presente ricerca l'ambizione di indagare *funditus* la storia e l'evoluzione che ha caratterizzato l'impetuoso processo di globalizzazione economica. Ciò che tuttavia preme evidenziare è che le teorie neo-liberiste degli anni '70 e '80 del secolo scorso, con il loro fondamentale corollario – utopico, come avevano dimostrato (e dimostreranno successivamente) le cicliche crisi economico-finanziarie – del «libero mercato», inteso quale entità capace di

¹⁵ Cfr. FERRARESE, *Prima lezione di diritto globale*, cit., p. 12. Secondo BARCELLONA P., *Globalizzazione, Libertà e legami*, in PIRRONE M.A.-VACCARO S. (a cura di), *I crimini della globalizzazione*, Trieste, 2002, p. 27, la globalizzazione «è, al di là della fenomenologia economica, sociale, culturale, un “evento filosofico”», in quanto realizzerebbe «l'occidentalizzazione del mondo sotto l'egida della razionalità moderna del Diritto Universale e della Tecnica dispiegata».

¹⁶ Come afferma Paul Virilio: «Viviamo in un mondo fondato non più sull'estensione geografica, ma su una distanza temporale che viene costantemente ridotta dalle nostre capacità di trasporto, trasmissione e azione telematica [...] il nuovo spazio-velocità, non è più uno spazio-tempo. [...] la velocità non più un mezzo, ma un *milieu*; si potrebbe dire che la velocità è una sorta di sostanza eterea che satura il mondo e nel quale viene trasferita sempre più azione, acquisendo in questo processo nuove qualità che solo tale sostanza rende possibili – e ineluttabili». Cfr. ARMITAGE J. (a cura di), *Virilio Live: Selected Interviews*, Londra, 2001, p. 84 e p. 71.

¹⁷ Così, pur ragionando sullo “specifico” processo regionale dell'esternalizzazione delle frontiere europee, DACHEUX J.P., *Balkaniser l'Europe?*, in *Lignes*, 2001, p. 78.

¹⁸ V. BAUMAN Z., *La società sotto assedio*, Bari-Roma, 2002, pp. XX-XXI. Sul rapporto tra globalizzazione e spazio, v. altresì GALLI C., *Spazi politici – L'età moderna e l'età globale*, Bologna, 2001, p. 148 e ss. Quest'ultimo Autore parla di una «nuova epocalità spaziale»: la trasformazione dello spazio implicato nell'idea della globalizzazione sarebbe infatti distruttiva di tutte le forme tradizionali di spazio, che consentivano di distinguere tra *interno* ed *esterno*, tra *prossimo* e *lontano*.

autoregolamentarsi, hanno avuto un impulso fondamentale per l'evoluzione del modello economico e politico post-moderno¹⁹.

Per un verso infatti, la spinta verso la *deregolamentazione*, con l'obiettivo di liberare il mercato dai legacci della sovrastruttura statale e politica²⁰, ha impresso un percorso di progressivo smantellamento del *Welfare State* a favore dell'impresa capitalistica, modellando e invertendo gli stessi rapporti tra società e mercato: se il mercato è in grado di regolamentarsi da sé, la società è un *quid* di accessorio, funzionale alla realizzazione del progetto liberale²¹. Funzionale, come osservato da taluni, alla creazione di un nuovo *Competition State*²².

Per altro verso, il libero scambio trova nella frenetica ricerca di nuovi mercati e di nuovi rapporti commerciali, a sua volta catalizzata dai risultati della crescente *deregolamentazione*, un tratto caratterizzante della propria ideologia. Il processo di globalizzazione rappresenta allora la naturale proiezione di un mercato fisiologicamente tentacolare e pervasivo, proteso alla colonizzazione di nuove aree e

¹⁹ Sulle ricadute politico-economiche delle teorie liberiste, v. HARVEY D., *Breve storia del neoliberismo*, Milano, 2007, p. 14 ss. Occorre fin da subito precisare che, come evidenziato in diversi studi, per lo più di carattere economico e sociologico, il percorso della globalizzazione economico-finanziaria non è stato propiziato solo da una «spontanea trasformazione dell'economia», né tantomeno è stato «passivamente» subito dalle istituzioni statali ma, per contro, ha trovato proprio in queste ultime un fondamentale sostegno e impulso. Come ricorda infatti FERRARESE, *Prima lezione*, cit., p. 15 «la poderosa trasformazione dell'economia [...] non avrebbe potuto compiersi senza una qualche copertura istituzionale, ossia senza che fossero varate almeno alcune misure giuridiche atte a fornirle gli strumenti adeguati, oltre a misure di protezione e legittimità giuridica». L'assunto trova peraltro conferma nel dato storico, secondo il quale il processo di globalizzazione – le cui radici più profonde non possono che rintracciarsi nel periodo 1850-1914 – dopo la battuta d'arresto impressa dalla competizione nazionale e dalle politiche protezionistiche degli anni '20 e '30 del secolo scorso, ha trovato nuova linfa nel «nuovo corso» economico impresso dagli USA: «globalisation was restored by military force and national policy; it was not a 'natural' state of affairs». Così HIRST P.-THOMPSON G., *The future of globalisation*, in MICHIE J. (a cura di), *The Handbook of Globalisation*, II ed., Cheltenham, 2011, p. 20. Cfr. altresì, anche per ulteriori riferimenti bibliografici, HELLEINER E., *Explaining the globalization of financial markets: bringing states back in*, in *Review of International Political Economy*, 1995, 2, pp. 315-341, oggi in HIGGOT R.-ANTHONY P. (a cura di), *The New Political Economy og Globalisation*, Cheltenham, 2001, pp. 54-80, in particolare p. 55, il quale in particolare individua una serie di fattori, funzionali a spiegare «the growing enthusiasm of states for the financial globalization process: a competitive deregulation dynamic, political difficulties associated with the implementation of more effective capital controls, the 'hegemonic' interests of the US and Britain, the growing domestic prominence of neoliberal advocates and interationally-oriented corporate interests, and the unusually cooperative nature of central bank interaction».

²⁰ Per un efficace panorama di quello che è stato definito come «a flurry of liberalization moves», con particolare riguardo alle misure intraprese dai governi Regan e Thatcher, v. HELLEINER, *op. ult. cit.*, 67.

²¹ Osserva POLANY K. *La Grande Trasformazione. Le origini economiche e politiche della nostra epoca*, Milano, 2010, p. 74, che «un'economia di mercato può funzionare soltanto in una società di mercato».

²² In questi termini, in particolare CERNY P., *The changing architecture of politics: structure, agency, and the future of state*, Londra, 1989, p. 205 ss., secondo il quale la transizione da *Welfare State* a *Competition State* è l'esito di politiche economiche con cui i governi «attempt to respond to, and shape and control, growing international economic interpretation».

di nuovi mercati: la dimensione *planetaria*²³ è misura e limite del capitalismo neo-liberista. «Non c'è contenitore, l'economia è mondo»²⁴.

Il mercato diviene globale, omnicomprensivo²⁵, plasmando un'economia «metanazionale, in antitesi con il carattere nazionale dei sistemi legislativi»²⁶. Intuibili appaiono le ricadute di tale nuovo assetto *globale* delle relazioni economiche e finanziarie sulla centralità dello Stato nazionale e delle sue istituzioni: imponendosi, per tale via, una fondamentale, ineludibile, riflessione sul concetto di *sovranità*²⁷.

Se la «legge statale è [...] la legge del territorio»²⁸, e se l'economia contemporanea si muove invece sul piano mondiale, pare allora evidente lo scarto che intercorre tra la capacità regolativa dello Stato – tradizionalmente vincolata a un *territorio* definito – e lo scenario nel quale i grandi “moti” economici si svolgono – “ontologicamente” *indifferenti* ai confini territoriali –: se, in altri termini, «i confini geografico-politici degli Stati [...] non coincidono quasi più con i *confini* dell'attività economica»²⁹, l'esito è quello per cui, agendo su un singolo frammento del mercato globale, l'intervento normativo statale appare come il «ruggito del topo»³⁰.

D'altra parte, anche se il capitale sembra oramai sfuggire alla gabbia eretta dalla «trinità profana»³¹, costituita da Stato, nazione e territorio – dove il territorio, con la sua ben “visibile” materialità e limitatezza spaziale, era «il *supporto* dell'economia e, ad un tempo, la *fondazione* dello Stato e dell'ordinamento giuridico, sicché il suo controllo significava il controllo della ricchezza»³²; e se pure lo Stato-nazione territorialmente definito – paradigma della “sovranità” di ottocentesca memoria – non pare più in grado di imbrigliare, mediante i tradizionali strumenti giuridici, il dispiegarsi del fenomeno economico ma, anzi, l'impressione è che oggi siano «gli Stati a essere inseriti nei mercati piuttosto che le economie nazionali a essere inserite nelle

²³ Sulla non persuasività dell'affermazione per cui la globalizzazione economica sia un fenomeno sostanzialmente equiparabile, in termini di “rilevanza quantitativa e qualitativa”, rispetto a quello della internazionalizzazione degli scambi e della finanza di inizio '900, v. ACOCELLA, *Introduzione*, in ID. (a cura di), *Globalizzazione e Stato sociale*, Bologna, 1991, p. 8 ss.

²⁴ BARCELLONA, *Globalizzazione*, cit., p. 28.

²⁵ Così LO MONTE E., *Politiche neo-liberiste e questione criminale nella post-modernità (dall'atrofia dello Stato sociale di diritto all'ipertrofia dello Stato penale)*, in *Riv. trim. dir. pen. econ.*, 2010, fasc. 4, p. 751.

²⁶ Cfr. GALGANO F., voce *Lex mercatoria*, in *Enc. giur.*, Agg. V, Milano, 2001, p. 721 ss.

²⁷ Sul rapporto tra globalizzazione e sovranità, da ultimo, v. CARRINO A., *Il problema della sovranità nell'età della globalizzazione. Da Kelsen allo Stato-mercato*, Soveria Mannelli, 2014.

²⁸ IRTI N., *Norma e luoghi. Problemi di geo-diritto*, Roma-Bari, 2001, p. 3-4.

²⁹ CARMONA A., *Premesse a un corso di diritto penale dell'economia. Mercato, regole e controllo penale nella postmodernità*, Padova, 2002, p. 27, il quale peraltro sottolinea come il *gap* tra confine geografico-territoriale e confine economico è l'esito di una pluralità di fattori, non necessariamente legati alla sola globalizzazione.

³⁰ Così GALGANO, *op. ult. cit.*,

³¹ BAUMAN Z., *Modernità e globalizzazione*, Roma, 2009, p. 23.

³² In tal senso CARMONA, *op. ult. cit.*, p. 26.

frontiere di Stato»³³; ciò non toglie che il mercato, pur globalizzato, costituisca pur sempre un “luogo” di relazioni intersoggettive e, in quanto tale, necessitante di *regole giuridiche*.

Sulla «intrinseca normatività del mercato», quale *locus artificialis* plasmato da una «tecnica del diritto» che, «in dipendenza di decisioni politiche, conferisce forma all'economia»³⁴, non pare potersi dubitare³⁵. Per quanto il diritto del mercato sia un «diritto degli strumenti [...] e non degli scopi»³⁶ – posto che non orienta finalisticamente l'agire dei soggetti che entro di esso si muovono, ma si limita a regolare le forme e le modalità di competizione per assicurare non solo la predicibilità dei comportamenti, ma anche la «libertà di scelta» delle imprese e dei consumatori³⁷ – pur sempre di un *diritto* si tratta. Con buona pace delle più esuberanti e radicali posizioni liberiste «il mercato stesso ha bisogno, per funzionare, di presupposti giuridici, sociali, culturali, politici e istituzionali»³⁸. La necessità di un *ordine giuridico* non muta dunque nell'epoca della globalizzazione; il legame tra diritto ed economia, semplicemente, si manifesta in modo differente.

³³ Sul punto HABERMAS J., *La costellazione postnazionale. Mercato globale, nazioni e democrazia*, trad. it. Ceppa L., Milano, 1999, p. 105 s.

³⁴ Così IRTI N., *L'ordine giuridico del mercato*, Roma-Bari, 2003, p. V ss.

³⁵ In tal senso si muovono le c.d. teorie *funzionaliste*, secondo le quali il rapporto tra economia e diritto orbita attorno all'idea che la norma giuridica assume una rilevanza condizionante il fatto economico: la norma giuridica è strumento di conformazione della realtà economica. Sul tema, senza pretesa di esaustività alcuna, v. AA.VV., *Il dibattito sull'ordine giuridico del mercato*, Roma-Bari, 1999, *passim*; IRTI N. (a cura di), *Diritto ed economia, problemi ed orientamenti teorici*, Padova, 1999, p. 229 ss.; MERLO B., *Sulla subordinazione del mondo economico al diritto*, in *Dir. economia*, 1956, p. 131 ss. Osserva MENGONI L., *Forma giuridica e materia economica*, in AA.VV., *Studi in onore di Asquini*, Padova, 1965, Vol. III, p. 1077 ss., che la norma giuridica è essenziale per garantire «una disciplina intelligente delle scelte economiche, in virtù della quale il principio economico, cioè la ricerca delle soddisfazioni dei bisogni dell'uomo, viene coordinato con un sistema di valori autonomi rispetto all'economia». *Contra* la tesi del mercato come un *locus artificialis*, in quanto «il mercato è un organismo molto più complesso delle operazioni giuridiche che in esso si svolgono, o della disciplina che lo regola», v. ROSSI, *Il gioco delle regole*, cit., p. 35. Lo stesso Autore, in altro scritto, ritiene che «l'intervento del diritto ha una sola funzione, anche se fondamentale: quella correttiva [...] il diritto serve solo ed esclusivamente a impedire che prevalga la pura dinamica dello scambio, con la conseguente trasformazione dei mercati in contromercati, in quella sorta cioè di regni barbarici dove dominano, incontrastati e selvaggi, i conflitti di interesse»: ROSSI G., *Il conflitto epidemico*, Milano, 2003, p. 34.

³⁶ *Ibidem*, pp. 101-102, ove si evidenzia che «[...] le infinite relazioni di scambio, in che il mercato si risolve, non sono sottoposte ad alcun controllo di merito, volto a indagare la congruità del prezzo o l'uso della cosa venduta. Il prezzo non è, nei singoli casi, né giusto né ingiusto: esso semplicemente è, quale si determina nel libero gioco delle forze economiche e nell'incontro tra la domanda e l'offerta. *La giustizia del prezzo è nella legalità della sua formazione*: in ciò, che venditori e compratori abbiano osservato le regole della gara».

³⁷ In tal senso v. CARMONA, *op. ult. cit.*, p. 40.

³⁸ Così PADOA-SCHIOPPA T., *Il mondo non è al punto zero*, in *Il Mulino*, 2002, fasc. 2, p. 353. Nella medesima direzione, sebbene con toni più “critici”, CARRINO, *Il problema della sovranità*, cit., p. 165, secondo il quale «l'economia è cosa troppo seria per lasciarla nella mani degli economisti, almeno di quelli liberisti».

1.2. Tratti generali del diritto globale

Se il fenomeno della globalizzazione – genericamente inteso – rappresenta un tema di studio estremamente articolato e complesso, altrettanto può dirsi con riguardo ad uno dei molteplici filoni di riflessione che dal *main theme* della *globalità* si sono sviluppati: quello della globalizzazione *giuridica*. Esula dalle limitate pretese del presente elaborato il tentativo di fornire un quadro anche solo lontanamente definito (e men che meno esaustivo) di quali siano le dinamiche caratterizzanti il fenomeno. Più sommessamente, e con una buona dose di approssimazione, ci si limiterà a tratteggiarne i profili essenziali, allo scopo di delineare il panorama entro cui si colloca la regolazione giuridica del mercato globalizzato.

L'avvento della globalizzazione ha, per certi versi, segnato il tramonto della modernità giuridica³⁹ e inaugurato una nuova “alba”, quella del diritto *post-moderno*.

Il primo, fondamentale elemento di novità si coglie in quello che è stato definito come un processo di «ri-naturalizzazione del paesaggio giuridico» e di parallelo arretramento dei tratti di «artificialità» che il pensiero post-illuminista aveva impresso al diritto⁴⁰. Il recupero di un tratto di “naturalità” non implica – ovviamente – un riferimento al diritto di provenienza divina, bensì all'emersione, dopo i fasti dell'epoca positivista, tracciata dalla lunga parabola che da Hobbes ha condotto all'idea kelseniana per cui Stato e diritto verrebbero a coincidere, di una matrice creativa sospinta “dal basso”, ossia dal «paesaggio umano e sociale»⁴¹.

La globalizzazione, in altri termini, nella misura in cui ha determinato una perdita di centralità dello Stato e del diritto positivo di origine statale⁴², ha altresì favorito una riscoperta della dimensione “naturale” del diritto, inteso non come un giure proveniente da “altrove”, bensì quale «espressione di opzioni e scelte convalidate dalla stessa società e dai suoi soggetti»⁴³.

L'arretramento dello Stato nazionale, a sua volta determinato dal processo di «disaggregazione», attuato nel tentativo di adeguarsi all'impeto della globalizzazione⁴⁴, comporta la liberazione di nuovi spazi, prima occupati dal diritto

³⁹ Cfr. VOGLIOTTI M. (a cura di), *Il tramonto della modernità giuridica. Un percorso interdisciplinare*, Torino, 2009.

⁴⁰ V. FERRARESE M.R., voce *Globalizzazione giuridica*, in *Enc. dir.*, p. 549 ss.; Id, *Prima lezione*, cit., p. 102 ss. In tal senso, la globalizzazione, con la sua tendenza ad aprire spazi nuovi per sentieri giuridici “naturali”, ha accentuato il collegamento del diritto con l'economia, oltre che con la società: sul punto v. GALGANO F., *La globalizzazione nello specchio del diritto*, Bologna, 2005, p. 46 ss. Sulla contrapposizione tra naturale e artificiale, nel mondo giuridico, v. CATANIA A.-MANCUSO F. (a cura di), *Natura e artificio. Norme, corpi e soggetti tra politica e diritto*, Napoli, 2011.

⁴¹ FERRARESE, *Globalizzazione*, cit., p. 554

⁴² Come osservato da SACCO R., *Antropologia giuridica*, Bologna, 2007, p. 80, «l'idea della necessaria statualità e legalità del diritto ha perso e perde terreno in modo crescente dall'inizio del XX secolo».

⁴³ *Ibidem*.

⁴⁴ GIDDENS D., *Il mondo che cambia. Come la globalizzazione ridisegna la nostra vita*, Bologna, 2000. V. altresì CASSESE S., *Lo spazio giuridico globale*, Roma-Bari, 2006.

statale: spazi che vengono colonizzati da altri attori e sottoposti ad altri «registri giuridici»⁴⁵ e che, componendosi e ricomponendosi tra loro, danno vita a un diritto mutevole, dinamico, informale.

Il nuovo paradigma giuridico *destrutturato* ha dunque nella *molteplicità* la propria cifra caratterizzante (molteplicità delle fonti, molteplicità degli attori, molteplicità degli scopi) e nella *rete* la più icastica delle proprie rappresentazioni⁴⁶: la metafora della rete evoca infatti la dimensione *orizzontale* del rapporto tra le fonti normative, in contrapposizione con la metafora della *piramide*, funzionale a descrivere le relazioni *verticali* che tipicamente connotano il diritto «artificiale»⁴⁷.

La figura della rete è particolarmente funzionale a evidenziare due tratti essenziali del diritto “senza confini”: la moltiplicazione delle fonti e degli attori che producono diritto, quale effetto diretto della dispersione del potere pubblico; la mancanza di una gerarchizzazione dei poteri e dei ruoli dei diversi protagonisti.

Quanto al primo profilo, l’affollamento che caratterizza il nuovo contesto giuridico può essere efficacemente rappresentato con l’immagine di un passaggio da un «giardino all’italiana» – caratterizzato cioè da una suddivisione geometrica, *ordinata*, degli spazi “giuridici” e, in particolare, da una netta distinzione tra diritto pubblico e diritto privato – verso le forme di un «giardino all’inglese» – ove le norme proliferano in modo “naturale”, senza essere ristrette nelle rigide partizioni impresse dal potere pubblico⁴⁸. Il paesaggio giuridico contemporaneo è abitato da plurimi e diversi soggetti che possono creare – o contribuire a creare – diritto: non più e non soltanto i corpi legislativi statali e le corti, ma anche le organizzazioni internazionali, le entità regionali, sino alle multinazionali e persino ai singoli gruppi di individui

⁴⁵ FERRARESE, *Prima lezione di diritto*, cit., p. 70.

⁴⁶ Nella vasta letteratura che si è occupata della “rete”, cfr. OST F., *Dalla piramide alla rete: un nuovo paradigma per la scienza giuridica*, in VOGLIOTTI (a cura di), *Il tramonto della modernità giuridica*, cit., p. 25.; CASSESE S., *La rete come figura organizzativa della collaborazione*, in ID (a cura di), *Lo spazio giuridico globale*, cit., p. 21; IELO D., *Amministrazioni a rete e reti di amministrazione: nuovi paradigmi della "global governance"*, in *Amministrare*, 2003, fasc. 3, 9. 373-406. Cfr. altresì ANCONA E., *Figure dell’ordinamento. Dalla piramide alla rete, e oltre...*, in www.lircocervo.it, 2007, fasc. 1, p. 1-6.

⁴⁷ La piramide, come noto, nella prospettiva kelseniana trova il proprio culmine nella *Grundnorm*, nella norma fondamentale da cui dipende la validità di tutto il sistema di norme – di gradini – sottostanti: v. KELSEN H., *General Theory of Law and State*, Cambridge, 1945, trad. it. Cotta S.-Traves G., *Teoria generale del diritto e dello Stato*, Milano, 2000, p. 116 s. Nella misura in cui la norma fondamentale è ipotetica e presupposta, e tenuto conto che – pertanto – la validità di una norma non dipende dal suo contenuto di giustizia “sostanziale”, ma dall’essere coerente con una norma gerarchicamente sovraordinata, ciò comporta che «l’ordinamento giuridico non è reale, ma puramente virtuale. Non corrisponde a qualcosa di sostanziale, ma è una costruzione artificiale», come osservato da GENTILE F., *L’ordinamento giuridico tra virtualità e realtà*, Padova, 2005, p. 9.

⁴⁸ La metafora “botanica” è chiaramente descritta da FERRARESE, *Prima lezione*, cit., p. 98.

comuni. La stessa distinzione tra soggetti pubblici e soggetti privati – sprovvisti di legittimazione pubblica⁴⁹ – tende a sfumare entro categorie dai confini assai umbratili.

In questo «giardino all’inglese» (per non dire in questa “giungla”) di attori e fonti che affollano il panorama giuridico moderno, non è dato rinvenire delle linee chiare di confine tra aree o materie, tra compiti e posizioni, che possano regolare l’avvicendamento normativo tra diversi soggetti pubblici: vi è una interdipendenza strutturale e funzionale tra i poteri che incidono sulla sfera normativa, in assenza di una puntuale *gerarchia* che definisca i ruoli reciproci⁵⁰. Nello scenario giuridico attuale manca, in buona sostanza, una «*primadonna* assoluta, quale nel passato era la legislazione negli Stati»⁵¹.

Nel *mare magnum* di fonti, dotate di forza normativa differente, collocate su piani diversi – talora intersecanti, talora del tutto paralleli – e in assenza di un chiaro rapporto di gerarchia tra le stesse, il rischio di conflittualità regolativa è assai elevato. In tale contesto, risplende la funzione di composizione dei conflitti affidato alle Corti, nazionali e internazionali, che – specialmente sul piano della tutela dei diritti fondamentali – costituiscono il fisiologico punto di contatto tra privato e pubblico⁵².

1.3. Il diritto globale dell’economia

Le dinamiche che caratterizzano l’esplosione del diritto all’interno del macro-movimento della globalizzazione – poc’anzi rapidamente abbozzate – possono essere apprezzate, con singolare chiarezza, allorché si indaghi il più specifico campo della *globalizzazione del diritto dei mercati*.

⁴⁹ Si pensi alle agenzie di *rating*, autoaffermatesi come “giudice” della stabilità finanziaria degli Stati e prive di qualsivoglia responsabilità: v. BUSSANI M., *Credit Rating Agencies’ Acconutability: Short Notes on a Global Issue*, in *Global Jurist*, 2010, fasc. 10.

⁵⁰ CASSESE S., *Gli Stati nella rete internazionale dei poteri pubblici*, in ID. (a cura di), *La crisi dello Stato*, Roma-Bari, 2002, p. 62 ss.

⁵¹ FERRARESE, *op. ult. cit.*, p. 145, secondo la quale «ci si trova [...] in presenza di un grande mosaico composto da tessere diverse. Il diritto globale ha un carattere fortemente composito: pochissime norme, moltissimi trattati e altrettante sentenze giudiziarie e decisioni di organismi similgiudiziari, non pochi usi commerciali e consuetudini, oltre che molte regole create per via contrattuale da attori privati o da attori pubblici e privati insieme. Infine, *last but not least*, molti diritti, principi generali e criteri procedurali, specie di diritto internazionale, che permettono, per così dirre, di stabilire delle regole per il traffico giuridico nelle infinite vie del mondo globale».

⁵² Le corti giocano un ruolo fondamentale «in quanto esse non hanno solo una funzione di composizione dei conflitti, ma contribuiscono in maniera significativa alla creazione di regole e standard giuridici globali»: FERRARESE, *op. ult. cit.*, p. 129. Vedasi altresì TATE C.N.-VALLINDER T. (a cura di), *The Global Expansion of Judicial Power*, New York, 1995, *passim*. Con specifico riguardo alle Corti internazionali, v. CASSESE S., *La funzione costituzionale dei giudici non statali. Dallo spazio giuridico globale all’ordine giuridico globale*, in *Riv. trim. dir. pubb.*, 2007, fasc. 3, p. 609 ss., il quale, esaminando i sistemi giuridici ultrastatali (regionali e globali) come ordini giuridici separati, che si auto-regolano attraverso le Corti, osserva che «le Corti divengono i regolatori dei rapporti tra i diversi livelli di governo (in senso verticale) e i produttori delle norme che riempiono gli “spazi vuoti” tra i diversi *regulatory regimes* ultrastatali (in senso orizzontale)».

Il “formante” economico costituisce infatti uno dei principali catalizzatori per l'emersione di quel diritto “naturale”, «ctonio»⁵³ e «fattuale»⁵⁴, al quale si è fatto cenno.

La tendenza a innescare dei processi di «distruzione creatrice»⁵⁵, tipica del capitalismo moderno, si riverbera con forza anche sul versante giuridico (oltre che su quello istituzionale, come in parte anticipato). All'impetuosa dilatazione dei mercati su scala mondiale fa da *pendant* una progressiva destrutturazione delle regole giuridiche tradizionali, di matrice statale: «un mercato che tende all'unità è, giocoforza, insofferente rispetto alla difformità dei sistemi giuridici, pena la distorsione della concorrenza»⁵⁶, di talché lo schema operativo tipico dell'intervento giuridico statale, fondato sulla legge generale, astratta e territorialmente circoscritta, viene percepito come un limite allo sviluppo di un mercato che – come ricordato *supra* – mira all'espansione globale e all'autoregolazione⁵⁷.

Nell'ambito del fenomeno della globalizzazione giuridica, la “molteplicità” – tratto distintivo del diritto globale – opera su due piani distinti, ancorché tra loro interconnessi: quello del diritto privato e quello del diritto pubblico.

Quanto al primo profilo, posto che la legge statale risulta troppo rigida per adattarsi rapidamente alle mutevoli esigenze di un mercato in continua evoluzione (oltre che in costante allargamento)⁵⁸, e preso atto che l'iniziativa interstatale – basata sullo strumento delle convenzioni internazionali – non ha consentito di realizzare l'obiettivo di una regolamentazione uniforme dei traffici globali⁵⁹, una nuova linfa

⁵³ L'espressione è di GLENN H.P., *Tradizioni giuridiche del mondo. La sostenibilità della differenza*, Bologna, 2011, p. 119 ss., ed allude a un *diritto* radicato in profondità, nella terra, il cui tratto principale è quello dell'oralità e dell'informalità: la tradizione ctonia affida la trasmissione dell'insegnamento, della regola, alle vie informali e orali, rifuggendo le formalità dell'enunciazione del diritto.

⁵⁴ Così GROSSI P., *Globalizzazione, diritto, scienza giuridica*, in *Foro it.*, 2002, V, p. 151 ss. Nella medesima direzione, v. ROSELLI O., voce *Commercio (profili amministrativi)*, in *Enc. dir.*, p. 173, il quale evidenzia che «il mutamento di orientamento della disciplina giuridica, nella direzione della funzionalità verso un mercato sempre più vasto e concorrenziale [...], è il prodotto di una lunga “gestazione” che s'impone in virtù di processi che in origine solo in parte sono giuridici in senso stretto, ma che tendono a presentarsi con una strutturale stabilità corrispondendo a trasformazioni profonde della dimensione economica nazionale ed internazionale».

⁵⁵ In tal senso SCHUMPETER J., *Democrazia, socialismo, capitalismo*, Milano, 1977. Analogamente, sul ruolo *decostruttivo*, più in generale, della globalizzazione, v. TEUBNER G., *Diritto policontestuale: prospettive giuridiche della pluralizzazione dei mondi sociali*, Napoli, 1998, p. 78 ss.

⁵⁶ CONSULICH F., *La giustizia e il mercato. Miti e realtà di una tutela penale dell'investimento*, Milano, 2010, p. 10.

⁵⁷ Come osservato efficacemente da CACCIARI M., *Geo-filosofia dell'Europa*, Milano, 1994, p. 108-109, «la libertà commerciale, finanziaria, economica che fa di ogni luogo e di ogni tempo una “globale Zeit”, sta in irrimediabile conflitto col positivismo del diritto collegato allo Stato».

⁵⁸ Pare particolarmente felice la metafora utilizzata da ROSSI, *Il gioco delle regole*, cit., p. 29, il quale paragona il rapporto tra mercato e diritto (inteso in senso lato) al paradosso di Achille con la tartaruga, dove il «secondo (il diritto) rassegnato a inseguire il primo (il mercato) sapendo che non lo raggiungerà mai».

⁵⁹ Per una disamina, in chiave storica, delle principali convenzioni internazionali in materia economica, v. GALGANO, *La globalizzazione*, cit., p. 53 ss.

“giuridica” è provenuta dal “basso”⁶⁰, ossia dai singoli attori privati – individuali e collettivi – che popolano il mercato.

Per un verso, l’inarrestabile e continua trasformazione della società transnazionale richiede strumenti rapidi, efficienti e “personalizzabili” di adeguamento e di regolazione di rapporti economici sempre diversi⁶¹ ed aventi estensione ultraterritoriale: il contratto - «che è la più universale figura che il diritto conosca»⁶² – tende a sostituire la legge in comparti sempre più ampi del diritto dell’economia⁶³. Se è vero che la «produzione e la distribuzione in serie su scala planetaria esigono una contrattazione altrettanto in serie»⁶⁴, la circolazione di modelli contrattuali uniformi – per lo più, relativi a contratti atipici, elaborati dalle *law firms*, veri e propri «mercanti del diritto»⁶⁵ – diviene un elemento di primissimo piano nel contesto giuridico-economico contemporaneo, in quanto consentono la formazione di un diritto «che supera la discontinuità giuridica determinata dalla pluralità politica degli Stati nazionali»⁶⁶.

La diffusione di *standard* contrattuali a livello globale, in uno con il consolidamento degli usi del commercio internazionale e la funzione “catalizzatrice” delle Camere Arbitrali Internazionali, ha condotto all’emersione di una nuova *lex mercatoria* che, pur riprendendo le caratteristiche strutturali dell’antica *lex mercatoria* di epoca intermedia – *id est*, una regolazione dei comportamenti economici prodotta dagli operatori *del* mercato e *per* il mercato –, da quest’ultima tuttavia si distingue sul versante teleologico: lo scopo non è certamente quello di introdurre delle deroghe al diritto romano, bensì quello – come accennato – di superare le discontinuità giuridiche intercorrenti tra i singoli sistemi normativi statali⁶⁷.

⁶⁰ «Artificiale o naturale che sia, il mercato nasce dal basso, e il diritto è destinato a rincorrerlo, e tutt’al più a tentare di condizionarlo»: ROSSI, *op. ult. cit.*, p. 37.

⁶¹ Sul “fastidio” ingenerato nelle imprese moderne dalle troppe leggi, v. EPSTEIN R.A., *Simple Rules for a Complex World*, Cambridge (Massachusetts)-Londra, 1995, *passim*.

⁶² GALGANO, *La globalizzazione*, cit., p. 84, il quale richiama FERRARESE M.R., *Il diritto al presente: globalizzazione e tempo delle istituzioni*, Milano, 2002, p. 68, che, a sua volta individuava nella «apoliticità» il tratto essenziale del contratto, quello che gli consente di «abitare lo spazio giuridico transnazionale». Più in generale, evidenzia ROSSI, *op. ult. cit.*, p. 21, che il «contrattualismo», inteso come un «tipo di rapporto bilaterale senza intermediazione che esisteva un tempo tra il soggetto del diritto e il bene», rappresenta uno dei fondamenti del capitalismo finanziario moderno: «[...] il contrattualismo è ormai fondamento ideologico del capitalismo più avanzato, i cui tratti di “rottura”, dalla deregolamentazione selvaggia all’ostinata esaltazione del mercato come suggeritore delle proprie stesse regole, ne discendono in via diretta» (p. 27).

⁶³ Basti pensare che la borsa è oggi sottoposta alla regolazione e al controllo di una società per azioni a capitale privato: i relativi regolamenti sono dei contratti, che sprigionano un effetto vincolante per gli operativi solo in quanto questi ultimi intendono volontariamente aderirvi.

⁶⁴ GALGANO, *op. ult. cit.*, p. 93.

⁶⁵ Sul ruolo delle *law firms* nella creazione e propagazione di modelli uniformi di contratti atipici, sempre attuale è la riflessione di DEZALAY Y., *I mercanti del diritto*, Milano, 1997.

⁶⁶ Così CARMONA, *Premesse*, cit., p. 8-9.

⁶⁷ Sulla *lex mercatoria*, per tutti, GALGANO, *op. ult. cit.*, nonché ID., *Lex mercatoria. Storia del diritto commerciale*, Bologna, 2001, p. 4 ss. Cfr. altresì TEUBNER G., *Breaking frames: la globalizzazione*

L'impulso armonizzatore impresso dalla nuova *lex mercatoria* sul versante privatistico consente agli attori operanti sul mercato non solo di creare e gestire le regole degli scambi⁶⁸ e, pertanto, di proteggere e valorizzare i propri interessi privati al di fuori dei circuiti normativi statali, ma altresì di *condizionare* l'apparato regolativo statale. Le imprese multinazionali sono in grado – oggi – di muovere capitali immensi da uno Stato all'altro, da un luogo del pianeta all'altro, seguendo la logica atavica del profitto: dall'angolo visuale della *law and economics*, la previsione di normazioni statali rigide e marcate da tratti di alterità rispetto agli *usi commerciali* costituisce un elemento di ostacolo, e quindi di costo, per le multinazionali. Lo Stato che si "oppone", è uno Stato destinato a fuoriuscire dal circolo dell'economia globale: con intuibili risvolti negativi.

Lungo una spirale di progressiva erosione della sovranità politica statale – particolarmente evidente laddove si consideri l'incidenza esercitata dalle organizzazioni internazionali, su cui *infra* – il diritto nazionale cede alle regole "giuridicizzate" del mercato: l'economia (*rectius*: il profitto) assume a valore condizionante delle opzioni normative⁶⁹.

Il processo di integrazione dei mercati non produce riverberi "giuridici" apprezzabili solamente sul piano del diritto privato, ma imprime delle fondamentali trasformazioni anche nella sfera del diritto pubblico⁷⁰. Come si è ricordato *supra*, la capacità di intervento statale in economia è certamente oggi più limitata che in passato, dovendo scontare l'inevitabile scollamento intercorrente tra l'ambito *territorialmente definito* di operatività della normativa nazionale e la portata *ultra-territoriale* degli scambi economici, ma ciò non significa affatto che l'intervento pubblico nel mercato sia *scomparso*.

Anzi, nello scenario contemporaneo di interdipendenza economica, «aumenta l'impatto extraterritoriale delle regole e delle decisioni assunte dai poteri pubblici

economica e l'emergere della lex mercatoria, in ID., *La cultura del diritto nell'epoca della globalizzazione. L'emergere delle costituzioni civili*, Roma, 2014, p. 13 ss.

⁶⁸ Osserva FERRARESE, *Prima lezione*, cit., p. 147 che il «*medium contrattuale*» può soddisfare anche finalità diverse da quelle di carattere prettamente economico, come quelle di tipo «sociale, facilitando l'instaurazione di relazioni giuridiche tra soggetti di diversa provenienza statale o culturale»: in tal senso «i moduli contrattuali, tipici del mercato, possono essere adottati per governar situazioni di complessità sociale», divenendo uno strumento di «*governance contrattuale*».

⁶⁹ Come osservato da ROSSI G., *Il mercato d'azzardo*, Milano, 2008, p. 12, il "braccio lungo" delle multinazionali raggiunge traguardi di influenza, sullo Stato-nazione, un tempo impensabili: ciò «cambia tutto, e in primo luogo i rapporti fra politica ed economia. La prima ormai non indirizza più la seconda, le obbedisce senza discutere».

⁷⁰ Nell'ampia letteratura sul tema dell'incidenza della globalizzazione economica nell'ambito pubblico, v. AUBY J.B., *La globalisation, le droit et l'Etat*, Parigi, 2003, nonché – nella dottrina italiana – CASSESE S., *Universalità del diritto*, Napoli, 2005 e, più recentemente, ID., *A proposito di 'The Law of Global Governance' di Eyal Benvenisti. Diritto globale o 'polity' globale?*, in *Riv. trim. dir. pubbl.*, 2014, fasc. 4, p. 911-915.

territoriali»⁷¹: sia sul piano *geografico*, in ragione della differente regolazione che – come più volte ripetuto – determina la formazione di orizzonti giuridici diversi da Stato a Stato, con conseguente ostacolo alla piena espansione dei mercati; sia sul piano *giuridico* in senso stretto, nella misura in cui la regolazione domestica di un determinato Stato può impattare su interessi localizzati all'estero, di cui sono titolari soggetti – o gruppi di soggetti – che nessun legame rappresentativo vantano con lo Stato in questione⁷². L'ultranazionalità del diritto nazionale⁷³, da una parte, e la libertà privata – ampiamente invocata dal liberismo capitalistico –, dall'altra, richiedono «l'intervento di un diritto capace di imporsi sul territorio di diversi Stati»⁷⁴.

A tal fine, lo strumento al quale gli Stati hanno fatto ricorso è innanzitutto quello della creazione di nuove organizzazioni di governo *mondiale* dell'economia (si pensi al Fondo monetario internazionale, all'Organizzazione mondiale del commercio etc.⁷⁵) che, per quanto prive di qualsivoglia legittimazione democratica, divengono il fulcro del sistema globale di regolazione dei mercati⁷⁶. Il diritto “prodotto” da tali organizzazioni, pur tendenzialmente riconducibile alla forma della *soft law*, assurge a parametro *globale* per la disciplina dei mercati *nazionali* e, per tale via, finisce per incidere anche sulla *hard law*⁷⁷. Raccomandazioni, linee guida, *standards*, principi, vengono *interiorizzati* nel tessuto normativo statale, all'esito di un processo di evidente pressione politico-economica che pone lo Stato dinanzi all'alternativa tra il conformarsi alle indicazioni “globali”, rendendo il proprio mercato appetibile per il capitale, o il discostarsene, rischiando l'isolamento economico⁷⁸.

⁷¹ Sul punto, v. BATTINI S., *La globalizzazione del diritto pubblico*, in *Riv. trim. dir. pubbl.*, 2016, fasc. 2, p. 325 ss.

⁷² Oltre a BATTINI, *op. ult. cit.*, p. 329, v. CONSULICH, *La giustizia e il mercato*, cit., p. 10.

⁷³ L'espressione è di GALGANO, *op. ult. cit.*, p. 77, con la quale l'Autore allude appunto al fenomeno per cui «gli Stati, di fronte a rapporti economici non più circoscritti all'ambito nazionale, e per la pretesa di governarli nella loro globalità, dettano leggi ad applicazione ultranazionale, destinate ad interferire con il diritto degli altri Stati nazionali».

⁷⁴ Così BATTINI, *op. ult. cit.*, p. 330.

⁷⁵ Per un elenco, v. GALGANO F.-MARRELLA F., *Diritto del commercio internazionale*, Padova, 2004, p. 28 ss.

⁷⁶ In generale, sul ruolo esercitato dalle organizzazioni internazionali nella formazione del diritto globale, vedasi FERRARESE M.R., *Le organizzazioni internazionali e gli Stati «contraenti»*, in *Rass. it. soc.*, 2003, fasc. 2, pp. 197-214, nonché ID., *Le istituzioni della globalizzazione. Diritto e diritti nella società transnazionale*, Milano, 2000.

⁷⁷ Sul punto, recentemente, ROZAS VALDÉS J.A.-COPPA D., *Il soft law internazionale nel Diritto finanziario*, in *Ars interpretandi*, 2017, fasc. 2, p. 67 ss.

⁷⁸ Sui meccanismi di condizionamento, che spingono all'adeguamento verso gli standard internazionali, v. il lavoro di CASSESE S., *Gamberetti, tartarughe e procedure. Standards globali per i diritti amministrativi nazionali*, in *Riv. trim. dir. pubbl.*, 2004, fasc. 3, p. 657 ss., ove l'Autore indaga fino «a qual punto l'ordinamento globale penetri negli ordinamenti nazionali, dettando principi e criteri ai quali debbono attenersi le amministrazioni domestiche e di cui possono avvalersi privati, di regola appartenenti ad ordinamenti diversi da quelli di cui fanno parte le amministrazioni pubbliche sottoposte agli *standards* globali». Osserva FERRARESE, *Prima lezione*, cit., p. 156, che «in ambito internazionale,

Come efficacemente evidenziato, l'armonizzazione globale *lato sensu* economica determina un mutamento del ruolo degli Stati nazionali, che cessano di essere sovrani *uti singuli*, ma conservano la sovranità *uti soci*⁷⁹.

Oltre che a livello *globale*, i rapporti tra diritto ed economia trovano un fondamentale momento di definizione anche sul piano *regionale* o *sovra-nazionale*⁸⁰.

Alla progressiva perdita della capacità di determinare in via unilaterale la propria politica macroeconomica – *id est*, di esercitare la propria «sovranità economica»⁸¹ –, “annichilita” sotto i colpi dell'economia globale, lo Stato “reagisce” *aggregandosi* con altri Stati, dando vita a organizzazioni di più ampia portata, segnatamente *sovra-statuale*. Mediante la cessione di porzioni della propria *sovranità* economica, lo Stato si apre alla collaborazione regionale: «il superamento del *luogo* (su cui radichiamo il diritto) da parte dell'economia globale informatizzata a favore di un *non-luogo* universale si supera giuridicamente attraverso l'artificialità normativa praticata con accordi tra Stati [...]»⁸², creando un diritto *sovrano* in quanto *condiviso* tra gli Stati aggregati.

E' all'interno di queste “comunità” regionali, detentrici di parte del potere politico statale, che lo Stato sopravvive alla globalizzazione, assumendo un ruolo funzionale alla realizzazione di un nuovo progetto politico-economico. Lo Stato diviene la fonte della legittimazione per l'esercizio dei poteri accordati – mediante la cessione di parte della propria sovranità – alle singole entità create dall'aggregazione tra gli Stati. Nella prospettiva più specificamente economica, lo Stato si trasforma in un «catalizzatore» dello «sviluppo economico attraverso l'economia globale per mezzo di accordi inter-statali e Entità internazionali»⁸³. Per contro, le entità regionali o sovranazionali divengono una sorta di cinghia di trasmissione tra la sfera economica globale e quella nazionale.

il ricorso alla *soft law* è molto praticato dagli Stati stessi, che così vengono indotti più facilmente ad entrare in una rete di impegni giuridici, senza vedere sminuito il proprio *status* di soggetti “sovrani”».

⁷⁹ L'espressione, che ha avuto notevole successo in letteratura, si deve a CASSESE, *Lo spazio giuridico*, cit., p. 10 ss. Sul tema v. altresì CIRIELLI P., *L'armonizzazione tecnica nello spazio giuridico globale*, in *Riv. trim. dir. pubbl.*, 2008, fasc. 2, p. 415 ss., il quale evidenzia che l'armonizzazione tecnica induce gli Stati «a cedere parte del loro *right to regulate* ad organismi esterni, allo scopo di favorire la penetrazione del diritto globale nel diritto nazionale».

⁸⁰ Oltre, ovviamente, al ricorso agli strumenti degli accordi internazionali e alla proliferazione di Entità internazionali: sul punto si rinvia a ZYSMAN J., *The Myth of a 'Global' Economy: Enduring National Foundations and Emerging Regional Realities*, in *New Political Economy*, 1996, vol. 1, n. 1, p. 159 ss. V. altresì i richiami bibliografici in CARMONA, *op. ult. cit.*, p. 42, nt. 87.

⁸¹ In tal senso, CARRINO, *op. ult. cit.*, p. 168.

⁸² V. CARMONA, *op. ult. cit.*, p. 42.

⁸³ V. CARMONA, *op. ult. cit.*, p. 32. Efficace l'immagine evocata da HIRST P.-THOMPSON G., *Globalization and the future of the nation State*, in *Economy and Society*, 1995, Vol. 24, N. 3, p. 408: «While the nation state's capacities for governance have changed and in many respects (especially as national macro-economic managers) have weakened considerably in recent years, it remains a pivotal institution. This is especially the case in providing the conditions for effective international governance».

Ciò pare particolarmente evidente con riguardo al “blocco”⁸⁴ europeo, dove le Comunità – prima – e l’Unione – poi – divengono il volano decisionale in materia economica, mentre lo Stato nazionale tende ad assumere il ruolo di un «terminale operativo dell’Unione»⁸⁵.

Muovendo dalla prospettiva della “gestione” globale dell’economia, potrebbe obiettarsi che l’assetto complessivo delle fonti – qui tratteggiato solo per sommi capi – sia attraversato da una incongruenza di fondo: se pure l’ambizione alla creazione di un mercato libero, autoregolamentato dagli operatori dello stesso, è perfettamente coerente con la diffusione di strumenti giuridici *privatistici* (su tutti, la “nuova” *lex mercatoria*), meno agevole è individuare una giustificazione capace di spiegare la parallela *esplosione* di fonti e regole di carattere *pubblicistico*. Queste ultime – per definizione – dovrebbero costituire degli *ostacoli* alla piena diffusione planetaria del mercato.

L’accostamento diritto-pubblico/limite è certamente suggestivo, ma ciò nondimeno errato, allorché si consideri che il mercato *necessita* della regolamentazione pubblica: quantomeno in due direzioni.

Per un verso – e il profilo è già stato esplorato *supra* – un mercato che ambisca a divenire globale postula un tasso di omogeneità giuridica, tra i diversi Paesi, che lo strumentario contrattuale non è in grado di assicurare.

Per altro verso, occorre precisare quali siano i termini della pulsione liberistica alla *de-regulation*, onde evitare un equivoco di fondo. Come correttamente evidenziato dalla dottrina amministrativistica, la liberalizzazione dei mercati «significa il venire meno od attenuarsi di limiti *interni* alla materia, non di quelli *esterni*, a tutela di interessi pubblici» (enfasi aggiunta)⁸⁶. Se – in altri termini – l’*atto commerciale* è refrattario alla rigidità impressa da una disciplina normativa pervicacemente arroccata sui canoni del *modus legiferandi* tradizionale – “Stato-centrico”, per così dire –, è proprio nella monolitica stabilità della protezione pubblicistica che l’insieme degli *interessi collettivi* correlati all’atto medesimo possono trovare tutela⁸⁷: il contratto e, più in generale, l’arsenale privatistico non sono a tal fine sufficienti⁸⁸.

⁸⁴ Uno sguardo rapido alla geografia economica evidenzia come il mondo della globalizzazione sia essenzialmente racchiuso in tre diverse macro-aree di scambio: Asia, America del Nord, Europa. Sul punto, efficacemente, v. ZYSMAN J., *The Myth of a ‘Global’ Economy: Enduring National Foundations and Emerging Regional Realities*, in *New Political Economy*, 1996, Vol. 1, N. 2, p. 110 ss.

⁸⁵ V. CASSESE S., *La nuova costituzione economica*, in ID. (a cura di), *La nuova costituzione economica*, Roma-Bari, 2012, p. 321.

⁸⁶ Così espressamente ROSELLI, *op. ult. cit.*, p. 176.

⁸⁷ *Ibidem*, p. 188, pur con riferimento specifico all’ambito del commercio, evidenzia un fenomeno per cui «ad una liberalizzazione con riferimento agli attori, alle tipologie, agli orari [...] corrisponde una ancora più impellente tutela diffusa di interessi pubblici».

⁸⁸ In questi termini ROSSI, *Il gioco delle regole*, cit., p. 23, nonché ID., *Il conflitto epidemico*, cit., p. 41, ove, ancor più chiaramente l’Autore sottolinea che «quando gli interessi in gioco da individuali passano a essere collettivi, e riguardano intere categorie e i loro diritti, l’autotutela contrattuale non è più sufficiente a evitare che l’opportunismo dei “forti” schiacci gli interessi dei “deboli”».

1.4. Il ruolo del diritto penale nell'economia globale

Il panorama giuridico-economico contemporaneo – dinamico, molteplice (per numero di attori e di fonti) e oggetto di autonormazione⁸⁹ – che il fenomeno della globalizzazione ha plasmato (e tutt'ora sta plasmando), ha inciso (e sta incidendo) profondamente anche sul ruolo del diritto penale.

Lo *ius terribile*, comparto di intervento normativo tradizionalmente riservato al monopolio della legge statale – al punto da costituire ancora, per certi versi, la più icastica rappresentazione della sovranità nazionale –, non è infatti sfuggito all'espansione travolgente della globalizzazione. Anzi. Muovendo dallo scenario rappresentato nel paragrafo precedente, può osservarsi come l'apparente “paradosso” concettuale, insito nell'accostamento tra mercato – teso alla rapidità, agilità e sorretto da una costante aspirazione liberistica – e regolazione normativa pubblicistica – per definizione, *rigida e limitante* –, proprio sul terreno specifico del diritto criminale trova la sua più emblematica epifania: l'arsenale penalistico risulta, a un tempo, sia *funzionale* sia *ostacolante* rispetto alle logiche economiche del mondo globalizzato.

Quanto alla dimensione *funzionale*, pare quasi scontato evidenziare che lo *ius puniendi* costituisce lo strumento normativo non solo dotato della più consistente caratura simbolica e stigmatizzante, ma altresì idoneo – almeno di regola – a predisporre le misure connotate dalla più intensa carica afflittiva: un fattore, in definitiva, imprescindibile nel progetto di sviluppo globale patrocinato dalla *governance* multilivello dei mercati, specialmente quelli finanziari. Nel momento in cui l'economia assurge a valore ordinamentale primario, l'onda lunga della pressione dei mercati – e delle *lobbies* economiche⁹⁰ – si infrange anche sul litorale penalistico, mutandone la morfologia e orientandone lo sviluppo: con il benessere delle istituzioni statali, oramai assuefatte dalla logica spietata dei mercati⁹¹, il potere economico diviene

⁸⁹ Sul punto, v. PIERGALLINI C., *Autonormazione e controllo penale*, in *Dir. pen. proc.*, 2015, fasc. 3, p. 261, il quale, interrogandosi sul fenomeno della c.d. ‘crisi della legalità’, sottolinea come gli ordinamenti giuridici – e il sistema penale in particolare – abbiano assunto una nuova dimensione ‘plurale’ «sotto l'incendio, autenticamente pervasivo, di norme internazionali e sovranazionali, prime su tutte quelle di derivazione europea».

⁹⁰ Evidenzia l'incidenza esercitata, sin dal secondo dopoguerra, dai gruppi di interesse economico sul versante (anche) della politica criminale, PALIERO C.E., *Diritto penale e consenso sociale*, in AA.VV., *Verso un nuovo codice penale. Itinerari – Problemi – Prospettive*, a cura del Centro Studi Giuridici e Sociali Cesare Terranova, Milano, 1993, p. 179. Nella medesima prospettiva, cfr. CONTI, *Responsabilità penale degli amministratori e politiche di gruppo*, in *Riv. trim. dir. pen. econ.*, 1995, p. 433. Più in generale, sull'influenza dei gruppi di potere nella definizione dei processi di criminalizzazione primaria e secondaria, cfr. BARATTA A., *Criminologia e dogmatica penale. Passato e futuro del modello integrato di scienza penalistica*, in *Quest. crim.*, 1979, p. 153 ss.

⁹¹ Sulla “fisiologica” alleanza tra politiche statali e capitalismo, cfr. BAUMAN Z., *Capitalismo parassitario*, Roma-Bari, 2009, p. 26, il quale evidenzia che «le politiche dello Stato capitalista “dittatoriale” o “democratico”, vengono costruite e condotte nell'interesse, non contro l'interesse dei mercati: il loro effetto principale [...] è di avallare/consentire/garantire la sicurezza e la longevità del dominio del mercato».

«partecipe del processo di penalizzazione»⁹², orientando la repressione verso quelle tipologie di comportamenti devianti che appaiono maggiormente in grado di minare, *in primis*, la sicurezza dei mercati e la libertà delle contrattazioni. Innescando, peraltro, delle risposte punitive estremamente muscolari, come accaduto – non a caso – in materia di *market abuse*⁹³.

D'altra parte, il diritto criminale costituisce senza dubbio un *elemento di ostacolo* per il mondo economico, *lato sensu* inteso: ciò quanto meno in *due* direzioni.

Innanzitutto, la mappatura delle condotte illecite comporta inevitabilmente una contrazione dei margini di manovra per gli operatori di talché, nella prospettiva neo-liberista, l'ambito di intervento penalistico dovrebbe essere quanto più possibile circoscritto⁹⁴: in ossequio, peraltro, al principio della *extrema ratio*, quale canone di politica criminale che dovrebbe orientare il legislatore nell'esercizio dell'opzione penalistica⁹⁵.

Inoltre, la tendenza all'omogeneizzazione del sostrato regolativo di riferimento, quale pre-condizione per lo sviluppo dei traffici a livello globale, sul versante della disciplina penalistica incontra l'ostacolo *par excellence*: alla dimensione internazionale, *a-territoriale*, del mercato, fa da contraltare infatti la tradizionale *statualità* dello *ius terribile*⁹⁶.

⁹² In tal senso LO MONTE, *Politiche neo-liberiste*, cit., p. 754.

⁹³ Cfr. ampiamente *infra*, Cap. II e Cap. III.

⁹⁴ Osserva peraltro LÜDERSEN K., *Law and economics nella politica criminale*, in ID., *Il declino del diritto penale*, trad. it. EUSEBI L. (a cura di), Milano, 2005, p. 124, che «un diritto penale incapace di autodelimitarsi è destinato a entrare prima o poi in conflitto col bisogno di libertà dei cittadini che valutano i rischi in gioco, cittadini le cui potenzialità di lavoro [...] non possono venire addirittura compromesse. [...] Che si possa avere una sorta di sovracriminalizzazione disfunzionale perché distruttrice del benessere non è affatto da escludersi».

⁹⁵ Nella sterminata letteratura sul c.d. principio di sussidiarietà, limitando i riferimenti ai contributi più recenti, cfr. PALIERO C.E., *Pragmatica e paradigmatica della clausola di 'extrema ratio'*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 2018, fasc. 3, p. 1447 ss.; GARGANI A., *Il diritto penale quale extrema ratio tra post-modernità ed utopia*, *ivi.*, p. 1488 ss.; DEMURO G.P., *Diritto penale come ultima ratio: deflazione del sistema penale nella recente normativa*, in COCCO G. (a cura di), *Per un manifesto del neoilluminismo penale*, Padova, 2016, p. 62 ss.; ID., *Ultima ratio: alla ricerca di limiti all'espansione del diritto penale*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 2013, fasc. 4, p. 1654 ss.; DONINI M., *Sussidiarietà penale e sussidiarietà comunitaria*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 2003, fasc. 1-2, p. 141 ss. Risalendo nel tempo, v. BRICOLA F., *Carattere "sussidiario" del diritto penale e oggetto della tutela*, in AA.VV., *Studi in memoria di G. Delitala*, I, Milano, 1984, p. 10 ss.; DOLCINI E., *Sanzione penale o sanzione amministrativa: problemi di scienza della legislazione*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 1984, p. 618 ss.; EUSEBI L., *Brevi note sul rapporto fra anticipazione della tutela in materia economica, extrema ratio ed opzioni sanzionatorie*, in *Riv. trim. dir. pen. econ.*, 1995, p. 743 ss.; DONINI M., *L'art. 129 del progetto di revisione costituzionale approvato il 4 novembre 1997. Un contributo alla progressione "legale", prima che "giurisprudenziale" dei principi di offensività e di sussidiarietà*, in *Crit. dir.*, 1998, p. 95 ss.; FORTI G., *L'immane concretezza*, Roma, 2000, p. 144 ss.

⁹⁶ In questi termini anche GAMBARDELLA M., *Condotte economiche e responsabilità penale*, Torino, 2018, p. 9.

Tale contrapposizione – tra la proiezione universale dell’economia e la radicata specificità territoriale del diritto penale – merita peraltro di essere esaminata *funditus*, dal momento che sollecita l’emersione di una dinamica peculiare, a sua volta foriera di importanti ricadute sul piano della politica criminale. Se infatti non vi sono dubbi che la frammentarietà del panorama penalistico contemporaneo costituisca un ostacolo allo sviluppo trasversale dei traffici economici, proprio la diversità normativa schiude – dal punto di vista dell’*homo oeconomicus* – scenari di opportunità inattese.

Il riferimento concerne il fenomeno del c.d. *forum shopping*. Nello scenario globale, gli operatori economici sono in grado di individuare quali siano, volta per volta, gli ordinamenti dotati della struttura normativa più favorevole all’innesto di una determinata iniziativa imprenditoriale, commerciale o finanziaria e, attesa la capacità di *evadere* dal contenitore territoriale⁹⁷ – grazie anche alle moderne tecnologie informatiche –, li possono localizzare la propria attività. In altri termini, il mercato è in grado di *scegliere* il diritto (e in particolare il diritto penale) più confacente alla realizzazione dei propri interessi.

Pare evidente come tale meccanismo sia in grado di innescare una perversa forma di competitività al ribasso, in cui i singoli ordinamenti nazionali, allo scopo di garantirsi un posto nei grandi circuiti economico-finanziari, tentano di attrarre i capitali e le multinazionali al proprio interno attraverso la garanzia di più ampi margini di manovra e più elevati livelli di tolleranza: un circolo vizioso e «penalisticamente inaccettabile»⁹⁸ in cui la tutela dei diritti e degli interessi fondamentali tende a essere sacrificata sull’altare dell’efficienza economica e la massimizzazione degli scambi.

La problematicità di tale fenomeno, in uno con la presa di coscienza degli effetti dirompenti che la devianza economica è in grado di sprigionare su *interesse* collettività e con il netto ridimensionamento del mito del mercato «autoregolantesi»⁹⁹, abbattuto sotto i colpi del continuo susseguirsi di scandali finanziari¹⁰⁰ e del crescente senso di insicurezza ingenerato nei risparmiatori¹⁰¹, hanno condotto, per un verso, ad un

⁹⁷ BALDASSARRE A., *Globalizzazione contro democrazia*, Roma-Bari, 2002, p. 125.

⁹⁸ CARMONA, *Premesse a un corso*, cit., p. 114.

⁹⁹ CERETTI-CORNELLI, *Oltre la paura*, cit., p. 146. Muovendo dalla tesi per cui lo strumento penalistico non sarebbe in grado – in generale – di fornire delle risposte alla richiesta di giustizia, riteneva STELLA F., *La giustizia e le ingiustizie*, Milano, 2006, p. 223 ss., che proprio in materia economica – per contro – l’arsenale dello *ius puniendi* potesse meritare uno spazio di operatività, in quanto in questo settore sarebbero in gioco essenzialmente delle logiche di mera compensazione di carattere pecuniario.

¹⁰⁰ Per una ampia ricognizione dei principali scandali finanziari, sia recenti che più risalenti, si veda ALESSANDRI A., *Diritto penale e attività economiche*, Bologna, 2010.

¹⁰¹ Per le riflessioni sull’interconnessione tra il fenomeno della globalizzazione e il crescente senso di insicurezza, proprio delle società contemporanee, v. per tutti BAUMAN Z., *Paura liquida*, Bari-Roma, 2006, in particolare p. 120 ss., nonché ID., *La società sotto assedio*, cit., in particolare p. 34-35, ove l’Autore osserva che «ciò che sembra scomparsa [...] è l’immagine della società in quanto “proprietà comune” dei suoi membri, che almeno in via di principio può essere curata, diretta e gestita in comune; la convinzione che ciò che ciascun membro fa o si astiene dal fare conta: per la società nel suo complesso e per ciascuno dei suoi altri membri [...]». In particolare, tale immagine e convinzione sembra poggiare «sulla “corrispondenza biunivoca” tra fini e mezzi, tra i problemi e le capacità necessarie per risolverli.

rafforzamento dell'intervento penalistico in materia economica e, per altro verso, alla progressiva elaborazione di *strategie comuni* – internazionali e soprattutto regionali – di contrasto alla criminalità economica.

Da quanto evidenziato, può cogliersi peraltro la dimensione eminentemente *pratica* del diritto penale della globalizzazione, nella misura in cui la tendenza all'armonizzazione dello *ius puniendi* è finalizzata a raggiungere un obiettivo assai concreto: evitare la «creazione di “*paradisi giuridico-penali*”»¹⁰².

Proprio la materia degli abusi di mercato rappresenta il settore di intervento penale dove, con maggiore evidenza, il fenomeno della globalizzazione e i moduli operativi del giure criminale si intersecano tra loro.

2. La «finanziarizzazione» della ricchezza

Accanto alla progressiva e incessante proiezione *global* dei mercati che – come visto *supra* – determina delle cruciali ricadute non solo sul piano dei rapporti tra diritto ed economia, tra Stato e impresa, tra attori operanti nello scenario mondiale e tra fonti normative, ma altresì nella stessa definizione delle politiche criminali – nazionali e sovranazionali (cfr. *infra*)¹⁰³ –, è necessario tenere in considerazione un secondo elemento, di “portata generale”, che ha esercitato un'influenza centrale sull'approccio penalistico al tema del *market abuse*: il riferimento concerne il fenomeno della c.d. “finanziarizzazione” della ricchezza¹⁰⁴.

Tale locuzione allude a quel percorso di progressivo spostamento del fulcro attorno al quale orbita l'economia, non più individuato nel settore produttivo-industriale, bensì nel settore finanziario: lo stato di salute di un sistema economico non

La “società” armata delle risorse dello stato nazionale poteva trovare un punto di equilibrio e garantire ai suoi membri il livello di sicurezza necessario per poter esercitare la loro libertà. Tutto ciò appare ormai scomparso nel nostro mondo sempre più globalizzato, dove il potere va separandosi dalla politica e dove i fattori cruciali che determinano le condizioni in cui gli individui conducono la loro vita non sono più controllati e neppure tenuti a freno dalla sole forze di azione collettiva scoperte o inventate nella storia della democrazia moderna.

¹⁰² In questi termini, espressamente, SILVA SANCHEZ J.M., *L'espansione del diritto penale. Aspetti della politica criminale nelle società postindustriali*, ed. it. a cura di MILITELLO V., Milano, 2004, p. 57-58, il quale evidenzia infatti come «l'esistenza di simili “*paradisi*” risulta particolarmente disfunzionale, quando si tratta di combattere una forma di delinquenza, in cui il luogo e il momento dell'intervento dei principali responsabili delle organizzazioni possono risultare perfettamente sovrapponibili».

¹⁰³ Cap. I, Sez. I.

¹⁰⁴ In tema, cfr. EPSTEIN G.A., *Introduction: Financialization and the World Economy*, in ID. (a cura di), *Financialization and the World Economy*, Cheltenham-Northampton, 2005, p. 5 ss., in cui viene chiaramente delineata l'intersezione tra neoliberismo, globalizzazione e finanziarizzazione. V. altresì DORE R., *Financialization of the global economy*, in *Industrial and Corporate Change*, 2008, 17, 6, pp. 1097–1112; nonché KRIPPNER G.R., *The Financialization of the American Economy*, in *Socio-Economic Review*, 2005, 3, pp. 173-208 che, pur focalizzando l'attenzione sull'economia americana, tuttavia evidenzia dei profili esportabili su più ampia scala.

dipende più solamente dall'equilibrio e dalla solidità della c.d. economia reale, ma altresì dalle dinamiche che attraversano il mondo finanziario¹⁰⁵.

Se il fenomeno in esame trova un primo, immediato, riscontro empirico sul piano dell'*attività d'impresa*, ove il ricorso al mercato finanziario¹⁰⁶ – inteso come *locus* di approvvigionamento di capitali – costituisce, a un tempo, la via privilegiata per l'eterofinanziamento e il punto di riferimento costante per l'investimento delle risorse a disposizione, la crescente intersezione tra economia reale e finanza si è sviluppata anche in una differente direzione, coinvolgente il *risparmio familiare* che – sempre più – confluisce nel mercato finanziario con forme d'investimento più o meno dirette¹⁰⁷. Il mercato finanziario è, in buona sostanza, al centro del sistema economico: al suo interno convergono i risparmi individuali, la cui sommatoria genera un flusso finanziario collettivo¹⁰⁸; risparmio che viene quindi raccolto dalle imprese le quali, a loro volta, reinvestono la propria liquidità nel mercato medesimo¹⁰⁹.

Attività produttive e risparmio collettivo, per il tramite del mercato finanziario, sono dunque intimamente connesse e la loro interazione contribuisce in modo determinante alla crescita economica¹¹⁰. La “filiera” della finanziarizzazione non è però foriera solamente di *output* positivi – di “benessere” –, ma si rende portatrice anche di una evoluzione *qualitativa* del rischio d'impresa.

Per comprendere l'affermazione, occorre preliminarmente evidenziare che l'intreccio tra finanza e risparmio reca con sé un mutamento “genetico” della gestione

¹⁰⁵ In questi termini, D'ALESSANDRO F., *Regolatori del mercato, enforcement e sistema penale*, Torino, 2014, p. 6

¹⁰⁶ Per una definizione di “mercato finanziario”, cfr. ZANNOTTI R., *La tutela penale del mercato finanziario*, Torino, 1997, p. 17, secondo il quale l'espressione si riferisce all'«insieme di libere contrattazioni aventi ad oggetto titoli a lungo termine. Per titoli si intendono sia i titoli di credito rappresentativi dei capitali investiti nelle imprese (azioni), sia i titoli di debito emessi dalle stesse imprese, dal settore pubblico e dagli altri soggetti (obbligazioni, titoli di stato)». Tale definizione “ampia” di «mercato finanziario» appare poco funzionale a una trattazione di stampo penalistico, di talché viene fornita una più limitata definizione, mediante la quale si allude «ad un fenomeno di massa, caratterizzato da operazioni aventi ad oggetto mezzi finanziari (titoli) che vengono trasferiti, attraverso l'opera di intermediari, da settori in avanzo (risparmiatori) a settori in disavanzo (imprese), consentendo così il finanziamento dell'intero sistema economico» (p. 23).

¹⁰⁷ Cfr. SGUBBI F., *Riflessioni introduttive*, in SGUBBI F.-FONDAROLI D.-TRIPODI A.F. (a cura di), *Diritto penale del mercato finanziario. Abuso di informazioni privilegiate, manipolazione del mercato, ostacolo alle funzioni di vigilanza della Consob, falso in prospetto*, Padova, 2013, II ed., p. 1

¹⁰⁸ Sul punto, SGUBBI F. *Il risparmio come oggetto di tutela penale*, in *Giur. comm.*, 2005, fasc. 3, p. 341.

¹⁰⁹ Come osservato da ROSSI, *Il conflitto epidemico*, cit., p. 51, «la distanza tra mercati (finanziari) e società [...] si è molto accorciata [...]. Negli Stati Uniti prima, e poco dopo in Europa, la borsa è insomma diventata la struttura portante del capitalismo».

¹¹⁰ Efficacemente, PEDRAZZI C., *Mercati finanziari (disciplina penale)*, in *Dig. disc. pen.*, 1993, Vol. VII, p. 654: «Alle risorse finanziarie compete [...] una funzione centrale nei processi economici: sono il frutto dell'accumulazione e la linfa sia dei consumi che delle attività produttive. Quello che affluisce ai mercati finanziari è un risparmio che si traduce in investimento».

del risparmio stesso¹¹¹, lungo un percorso di progressiva acquisizione e di accentuazione di una dimensione *dinamica* di quest'ultimo, e non più *statica* che, a ben vedere, altro non è che il portato "riflesso" della intrinseca dinamicità e velocità che caratterizza il *medium* – ossia il mercato finanziario – sul quale il risparmio circola. Dalla più risalente concezione di risparmio quale fondo non speso – che rimane nell'immediata, fisica, disponibilità del titolare –, passando attraverso la forma del deposito bancario – ove il rischio di mancata restituzione di quanto affidato è pressoché nullo, ricadendo sulla banca e non sul risparmiatore – si giunge all'assetto moderno, in cui il risparmiatore si fa investitore¹¹² e il risparmio viene direttamente collocato sui mercati finanziari per il tramite di contratti aventi ad oggetto prodotti finanziari: la restituzione non è però garantita; il rischio è a carico del risparmiatore¹¹³.

Pare allora evidente come il fenomeno della finanziarizzazione determini una trasfigurazione del rischio: quest'ultimo non ricade più solamente all'*interno* dell'impresa che abbia investito, ma si frammenta e si diffonde a raggiera sull'intera platea dei risparmiatori¹¹⁴. La tutela del risparmio *dinamico* «assume una valenza polifunzionale», nella misura in cui esso si manifesta «come bene collettivo di natura patrimoniale che si ramifica nelle economie individuali dei singoli risparmiatori: da un parte verso la conservazione del patrimonio degli investitori, dall'altra, quale investimento, a favore di una sua agevole, corretta ed efficiente allocazione, in vista della estrinsecazione della libertà di iniziativa economica»¹¹⁵.

In altri termini, il mercato finanziario diviene il luogo di concentrazione di interessi patrimoniali dalla caratura non meramente individuale, ma connotata da un "respiro collettivo"¹¹⁶: nel binomio risparmio-mercato finanziario s'intrecciano e interagiscono tra loro il piano micro-economico e quello macro-economico.

Pare allora evidente la necessità di apprestare un sistema normativo che sia in grado di regolare in modo adeguato il sistema finanziario, così delineato, nella consapevolezza che lo stesso non costituisce una monade "nazionalmente" isolata ma, al contrario si sviluppa nello scenario della globalità: il mercato finanziario – l'osservazione è quasi ingenua – rappresenta senza dubbio il più "internazionalizzato" di tutti i mercati.

¹¹¹ SGUBBI, *Il risparmio*, cit., p. 340-344.

¹¹² Come del resto intuito da Keynes già diversi decenni fa: cfr. KEYNES J.M., *The Generale Theory of Employment, Interest and Money*, London, 1936 (trad. it., *Teoria generale dell'occupazione, dell'interesse e della moneta*, Torino, 1971).

¹¹³ *Ibidem*.

¹¹⁴ Sul punto v. VINCENZI S., *Mercato finanziario e direttive europee*, Roma, 2004, p. 10; nello stesso senso, D'ALESSANDRO, *Regolatori dei mercati*, cit., p. 8.

¹¹⁵ Così MAGRO M.B., *Manipolazioni dei mercati finanziari e diritto penale*, Milano, 2012, p. 111.

¹¹⁶ Parafrasando CARMONA A., *Tutela del patrimonio individuale e collettivo*, Bologna, 1996, p. 255, il quale evidenziava come l'attuale assetto economico abbia condotto a un'evoluzione nella stessa concezione di patrimonio, non più statico-fisica, espressiva di una relazione solipsistica tra soggetto e *res*, bensì – appunto – «caratterizzata da un respiro collettivo», nella misura in cui sul patrimonio convergono anche interessi di portata collettiva.

La dimensione reticolare (*rectius*: tentacolare) e supernazionale della finanza sfugge alle maglie della regolazione statale: è proprio sul terreno del diritto dei mercati finanziari, non a caso, che si manifesta con maggiore forza non solo la tendenza a delegare al piano internazionale/sovrnazionale la regolamentazione dei comportamenti economici, ma altresì a condividere la stessa funzione di *enforcement* – affidata alle Autorità di controllo, nazionali, sovranazionali o internazionali – sui mercati finanziari¹¹⁷.

È sul versante comunitario che – per quanto qui interessa – la regolazione e la sorveglianza sui mercati finanziari ha trovato la sua più completa manifestazione¹¹⁸.

2.2. Unione europea e mercato: la Market Abuse Directive (MAD)

E' noto che il *kern* (quantomeno originario)¹¹⁹ dell'ambito d'azione delle Comunità – prima – e dell'Unione europea – poi – è rappresentato dal mercato: la tutela del mercato interno e degli interessi finanziari dell'Unione¹²⁰ costituisce, in effetti, non solo il volano delle strategie d'intervento sovranazionale in campo economico, ma altresì, più in generale, un catalizzatore essenziale per la crescita *politica* del progetto europeo¹²¹.

La materia dei mercati finanziari e lo *spin-off* sanzionatorio di quest'ultima, racchiusa nell'espressione “abusi di mercato”, rappresenta un luogo di sintesi particolarmente efficace della “doppia prospettiva” che ispira la c.d. l'europeizzazione del diritto nel terreno economico.

La creazione di un mercato dei servizi finanziari comune, concorrenziale, integrato e omogeneo costituisce uno *step* imprescindibile per lo sviluppo dell'Unione, in quanto funzionale alla crescita della ricchezza e dell'economia nell'intera regione¹²²,

¹¹⁷ CONSULICH, *La giustizia e il mercato*, cit., p. 24-25.

¹¹⁸ Il modello regolativo eurounitario risulta infatti plasmato sull'archetipo normativo statunitense racchiuso nel *Securities and Exchange Act*: per una disamina approfondita del sistema di contrasto nordamericano ai fenomeni distortivi in ambito finanziario, si rinvia ancora una volta a CONSULICH, *op. ult. cit.*, p. 91 ss.

¹¹⁹ MANACORDA S., *Union européenne et droit pénal: esquisse d'un système*, in *Revue de science criminelle et de droit pénal comparé*, 2000, p. 102.

¹²⁰ Per un'analisi approfondita, ancorché risalente, sull'evoluzione delle strategie d'intervento europeo in ambito economico, v. BACIGALUPO E., *La tutela degli interessi finanziari della Comunità: progressi e lacune*, in GRASSO G. (a cura di), *La lotta contro la frode degli interessi finanziari della Comunità europea tra prevenzione e repressione*, Milano, 2000, p. 13.

¹²¹ Come evidenziato da CONSULICH, *op. ult. cit.*, p. 161, la tutela del mercato finanziario è «doppiamente strumentale all'identità della Comunità stessa: a) in primo luogo [...] il mercato *comprova l'utilità sociale* della costruzione europea e ne *legittima fattualmente l'esistenza*; b) in secondo luogo, in quanto, in un'ottica funzionalista, la realizzazione di un risultato di integrazione economica è *indispensabile per il successivo passaggio di integrazione politica*. In definitiva, la realizzazione di un mercato comune diviene il presupposto dell'identità politico-culturale dell'Unione europea».

¹²² Sul punto, v. CIRAOLO F., *Il processo di integrazione del mercato unico dei servizi finanziari dal metodo Lamfalussy alla riforma della vigilanza europea*, in *Dir. econ.*, 2011, fasc. 2, p. 415 ss. V. anche

oltre che essenziale per assicurare la sopravvivenza dell'area europea – non più frammentata in tanti “piccoli mercati” di dimensione nazionale – nella competizione mondiale avviata dalla globalizzazione dei mercati finanziari¹²³. Di qui la necessità di individuare, innanzitutto, un sostrato regolativo condiviso tra i diversi Stati membri.

Nel *Financial Service Action Plan* del 1999¹²⁴ sono dunque state individuate le linee portanti del piano di creazione dello *European Securities Markets*¹²⁵. In particolare, sul versante metodologico, è stata suggerita l'opportunità di formare un *Comitato dei Saggi per la regolamentazione dei mercati europei*, chiamato a condurre un'indagine sullo stato di sviluppo e sul grado di integrazione dei mercati finanziari europei. Tale comitato ha elaborato, nel 2001, un rapporto conclusivo – il c.d. *Rapporto Lamfalussy*, in onore al nome del presidente del Comitato¹²⁶ – nel quale è stato proposto un approccio normativo a “formazione progressiva”: il Rapporto ha in particolare raccomandato la creazione di un quadro normativo articolato su quattro livelli¹²⁷, di

le considerazioni espresse dalla Commissione nel *Libro Bianco* sulla politica dei servizi finanziari per il periodo 2005-2006: «portare a compimento il mercato unico nei servizi finanziari è [...] un elemento cruciale nella strategia di Lisbona per le riforme economiche ed è essenziale per la competitività dell'UE nel mondo».

¹²³ Cfr. DONINI M., *L'armonizzazione del diritto penale nel contesto globale*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 2004, p. 478, secondo il quale «l'armonizzazione europea, che storicamente ha preso le mosse dalla logica di una *lex mercatoria* [...] ma che si è progressivamente estesa alla tutela di diritti dell'uomo, è una potenziale risposta alla globalizzazione e alle sfide del capitalismo globale che “in scala” appare potenzialmente più democratica delle risposte spontanee che alla fine sono sempre eteroguidate da situazioni contingenti o da singoli paesi forti».

¹²⁴ Comunicazione della Commissione, dell'11 maggio 1999, "Attuazione del quadro di azione per i servizi finanziari: Piano d'azione COM (1999), 232, reperibile in www.eur-lex.europa.it.

¹²⁵ Quattro erano in particolare gli obiettivi strategici individuati dal FSAP per lo sviluppo del settore finanziario europeo, ossia l'integrazione dei mercati finanziari all'ingrosso; l'apertura e la sicurezza dei mercati e dei servizi finanziari al dettaglio; l'armonizzazione e il rafforzamento delle regole di vigilanza.

¹²⁶ *Financial Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets*, 15 febbraio 2001, disponibile in www.eur-lex.europa.it. Il Comitato era presieduto da Alexandre Lamfalussy.

¹²⁷ In particolare, il *Livello 1* è dedicato alla fissazione dei principi quadro – quale riflesso delle opzioni politiche formulate dal Parlamento europeo e dal Consiglio dei ministri – la cui adozione doveva essere preceduta da una consultazione di tutti gli interessati da parte della Commissione. Il *Livello 2* riguarda invece il *processo decisionale* teso a dare attuazione ai principi quadro fissati al livello 1. In particolare, il Rapporto prevede l'avvio di un percorso di lavoro coordinato delle Autorità nazionali di regolamentazione, della Commissione, oltre che di un nuovo *Securities Committee* (il *Committee of European Securities Regulators*, c.d. CESR) col compito di accelerare le riforme legislative e di dare attuazione ai principi quadro. In questa fase 2, gli strumenti a disposizione degli organi coinvolti erano rappresentati sia dalla proposta di adozione di direttive, sia dall'emanazione di regolamenti mediante l'esercizio dei poteri delegati alla Commissione. Il *Livello 3* è dedicato alla cooperazione delle autorità di regolamentazione nazionali. Queste ultime dovrebbero in particolare collaborare per garantire un coerente recepimento dei risultati raggiunti nei livelli 1 e 2. In questo contesto, il CESR avrebbe dovuto definire le linee guida essenziali per l'adozione, da parte delle Autorità nazionali, di regolamenti e misure di carattere amministrativo. L'ultimo livello, il 4, è infine teso all'*enforcement* della regolamentazione elaborata – a livello europeo – e recepita – a livello nazionale. Sotto il controllo della Commissione, e con il sostegno degli Stati membri, delle Autorità di vigilanza nazionali e del settore privat, sarebbe stato

modo da assicurare la flessibilità, l'efficienza e la trasparenza del processo di regolamentazione a livello europeo nel settore dei valori mobiliari.

Sulla scorta di tale impostazione operativa – effettivamente seguita dagli organi dell'Unione¹²⁸ – è stata adottata la Direttiva 2003/6/Ce¹²⁹, relativa all'abuso di informazioni privilegiate e alla manipolazione del mercato (c.d. *MAD*).

Poche battute sulla Direttiva del 2003, atteso che la stessa è stata sostituita – come esaminato nella successiva Sezione del Capitolo – da un nuovo binomio normativo eurounitario che, muovendo dalle criticità emerse nel corso di decennio di applicazione della *MAD*, ha impresso una fondamentale svolta nella politica sanzionatoria dei fenomeni di *market abuse*.

Ebbene, nell'adozione della *MAD* convergono i due obiettivi eurounitari sopra indicati: in via immediata, la tutela dell'integrità e della concorrenza del mercato; in via mediata, l'accrescimento della fiducia nell'efficienza dei mercati e nella visione comunitaria dell'economia integrata. Inequivocabile risulta infatti il tenore dei primi due considerando della Direttiva, dai quali traspare in modo cristallino la funzionalità della tutela del mercato rispetto alla *legittimazione* politica dell'Unione: nella misura in cui un «autentico mercato unico dei servizi finanziari è cruciale per la crescita economica e la creazione di posti di lavoro»¹³⁰, pare allora evidente il carattere imprescindibile della tutela dell'integrità e dell'efficienza del mercato medesimo, atteso che il «regolare funzionamento dei mercati mobiliari e la fiducia del pubblico nei mercati costituiscono fattori essenziali di crescita e di benessere economico»¹³¹.

Non stupisce affatto che proprio all'interno di tale plesso regolativo abbia trovato cittadinanza la prima, compiuta, disciplina normativa comunitaria di contrasto al fenomeno degli abusi di mercato¹³²: con l'esito per cui il microcosmo del *market abuse* è divenuto «suo malgrado – o comunque molto al di là di quelle che erano verosimilmente state le aspettative del legislatore europeo – la punta più avanzata del

necessario procedere al monitoraggio circa l'applicazione dei testi normativi ed istituire un controllo interistituzionale. Nel 2004 veniva fissata l'inizio per la revisione del sistema, includendovi anche il Parlamento europeo.

¹²⁸ Accolte sia nella Risoluzione su una regolamentazione più efficace dei mercati dei valori mobiliari nell'Unione europea (in G.U. C 138-1/2), elaborata dal Consiglio Europeo di Stoccolma nel marzo 2001, sia dal Parlamento Europeo in data 5 febbraio 2002.

¹²⁹ Direttiva 2003/6/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 28 gennaio 2003, relativa all'abuso di informazioni privilegiate e alla manipolazione del mercato.

¹³⁰ Cfr. considerando n. 1.

¹³¹ Cfr. considerando n. 2.

¹³² Cfr. considerando n. 12: «[...] La normativa contro l'abuso di informazioni privilegiate persegue lo stesso obiettivo della normativa contro la manipolazione del mercato: assicurare l'integrità dei mercati finanziari comunitari e accrescere la fiducia degli investitori nei mercati stessi. È pertanto opportuno adottare norme combinate per combattere sia l'abuso di informazioni privilegiate che la manipolazione del mercato». Occorre rammentare che la precedente Direttiva 89/592/CEE era dedicata al contrasto solo di una sola delle due varianti fenomeniche del *market abuse*, ossia l'abuso di informazioni privilegiate.

processo di armonizzazione sanzionatorio (amministrativa e penale) in materia economica e finanziaria»¹³³.

In effetti, la Direttiva in esame, oltre ad aver plasmato un paradigma tipologico – più o meno definito, come si vedrà *infra*¹³⁴ – sia dell'*insider trading*, sia della manipolazione del mercato, ha seguito una linea di politica sanzionatoria ben definita¹³⁵, imponendo¹³⁶ agli Stati membri l'adozione di sanzioni amministrative – efficaci, proporzionate e dissuasive¹³⁷ – di contrasto al *market abuse* e lasciando loro la *facoltà* di introdurre, per i medesimi fatti, delle parallele sanzioni penali¹³⁸.

Un'armonizzazione singolare, quella impressa dalla Direttiva del 2003: innovativa, nella misura in cui non si limitava a porre l'obbligo formale, a carico degli Stati, di introdurre sanzioni efficaci, dissuasive e proporzionate, ma andava oltre, prescrivendo delle *specifiche modalità* di attuazione dell'obbligo stesso, *id est* mediante la sanzione amministrativa; minimale, in quanto all'indicazione della via amministrativa quale percorso privilegiato di presidio agli abusi di mercato non seguiva alcun parametro normativo che potesse orientare i legislatori nazionali su *standard* operativi omogenei.

Ad ogni modo, se pure l'effetto prodotto è stato quello di «una vera e propria ondata di nuova criminalizzazione in materia di abusi di mercato»¹³⁹, con risposte

¹³³ Così FOFFANI L., *Politica criminale europea e sistema finanziario: l'esempio degli abusi di mercato*, in PALIERO C.E.-VIGANÒ F. (a cura di), *Europa e diritto penale*, Milano, 2013, p. 306.

¹³⁴ Cfr. indicazioni contenute nel Capitolo III, sez. I e sez. II.

¹³⁵ Nonostante i risultati prodotti si siano attestati ben al di sotto delle aspettative, come chiarito nella Sezione successiva del presente Capitolo. In particolare, si è evidenziato che la MAD «ha [...] segnalato l'incapacità [...] nel garantire un adeguato livello di armonizzazione/omogeneizzazione delle normative nazionali in materia di *market abuse*» (MAZZACUVA N.-AMATI E., *Diritto penale dell'economia*, IV ed., Padova, 2018, p. 288).

¹³⁶ Come chiarito infatti da CONSULICH, *La giustizia e il mercato*, cit., p. 179: «La direttiva 2003/6/CE presuppone, come ogni altra iniziativa comunitaria, che al modello di disciplina predisposto dalla Comunità sia data, oltre che *concretizzazione normativa ed articolazione di dettaglio* da parte dei Paesi membri, anche un *presidio sanzionatorio*. Ciò costituisce [...] una sorta di 'mercato del potere punitivo', in cui la Comunità si pone dal lato della domanda e lo Stato membro da quello dell'offerta. Questa 'compravendita della punizione' non si verifica solo quando si discute di predisporre un presidio penale ad una disciplina comunitaria, ma, più in generale, quando si tratta di predisporre qualsiasi tutela sanzionatoria».

¹³⁷ Cfr. considerando n. 38: «Al fine di garantire l'adeguatezza del quadro comunitario di contrasto agli abusi di mercato, ogni violazione dei divieti o degli obblighi fissati dalla presente direttiva dovrà essere tempestivamente scoperta e sanzionata. A tal fine le sanzioni dovrebbero essere sufficientemente dissuasive, proporzionate alla gravità della violazione e agli utili realizzati e dovrebbero essere applicate coerentemente».

¹³⁸ In tal senso, inequivoco il tenore dell'art. 14: «Fatto salvo il diritto degli Stati membri di imporre sanzioni penali, gli Stati membri sono tenuti a garantire, conformemente al loro ordinamento nazionale, che possano essere adottate le opportune misure amministrative o irrogate le opportune sanzioni amministrative a carico delle persone responsabili del mancato rispetto delle disposizioni adottate in attuazione della presente direttiva. Gli Stati membri sono tenuti a garantire che tali misure siano efficaci, proporzionate e dissuasive».

¹³⁹ FOFFANI, *op. ult. cit.*, p. 307.

sanzionatorie assai differenti tra i diversi Paesi membri, ha tuttavia rappresentato l'archetipo della direttrice di intervento *armonizzatore* eurounitario, in materia di *market abuse*, che di lì a qualche anno sarebbe stata ulteriormente implementata – attraverso l'affiancamento di uno strumento normativo di carattere *regolamentare* – e rafforzata in ottica preventiva e repressiva – mediante l'inversione del paradigma: *obbligo* della sanzione *penale*; *facoltà* della sanzione *amministrativa*.

SEZIONE II

LA LUNGA MARCIA DELLA “NUOVA” DISCIPLINA ITALIANA SUL *MARKET ABUSE*

SOMMARIO: 1. La nuova via eurounitaria della criminalizzazione armonizzata. – 2. Il Regolamento (Ue) n. 596/2014. – 3. La Direttiva 2014/57/UE e il problema del *ne bis in idem*. – 4. Il tortuoso iter di adeguamento interno al *MAR* e alla *MAD*. – 5. Il “pasticciaccio brutto” del d.lgs. n. 107/2018: dalla tecnica normativa... – 5.1. (segue):...ai contenuti... – 5.2. (segue):...ai dubbi di compatibilità costituzionale.

1. La nuova via eurounitaria della criminalizzazione armonizzata.

La disciplina dettata dalla *MAD* non ha condotto ad esiti soddisfacenti, tant'è che a meno di un decennio dall'entrata in vigore della Direttiva 2003/6/Ce, la Commissione europea già aveva provveduto ad avviare delle consultazioni pubbliche tese a reperire dati, commenti e indicazioni in ordine all'effettiva attuazione nazionale della disciplina e all'efficienza regolativa della stessa¹⁴⁰, in vista dell'elaborazione di una proposta di complessiva riforma dell'assetto vigente.

In effetti, l'esperienza applicativa della *MAD* ha rivelato un quadro regolativo estremamente eterogeneo¹⁴¹: lungi dal favorire la creazione di uno scenario normativo uniforme a livello europeo, la direttiva del 2003 aveva condotto alla creazione, nei vari Stati membri, di regimi sanzionatori non solo tendenzialmente inefficaci sul piano preventivo – come del resto tristemente dimostrato dall'incessante susseguirsi di

¹⁴⁰ Cfr. EUROPEAN COMMISSION, *Call for evidence on Market Abuse Directive (Directive 2003/6/EC)*, aprile-giugno 2009; nonché ID., *Consultation on the review of the market abuse directive*, giugno-luglio 2010. Entrambi i documenti sono reperibili in www.ec.europa.eu

¹⁴¹ Per un'ampia esposizione delle singole discipline, adottate a livello nazionale in attuazione della *MAD*, v. CESR, *Report on Administrative Measures and Sanctions as well as the Criminal Sanctions available in Member States under the Market Abuse Directive (MAD)*, 17 ottobre 2007; ID., *Executive summary to the Report on Administrative Measures and Sanctions as well the Criminal Sanctions available in Member States under the Market Abuse Directive (MAD)*, (Ref. Cesr/07-693), 28 febbraio 2008. Entrambi i Reports sono consultabili sul sito www.esma.europa.eu. Vedasi altresì ESMA, *Report. Actual use of sanctioning powers under MAD*, 24 aprile 2012, *ivi*. In dottrina, per un'analisi comparativa dello “statuto” normativo e sanzionatorio, in materia di abusi di mercato, all'interno degli Stati Membri, v. FOFFANI, *Politica criminale europea e sistema finanziario*, cit., p. 68 ss. Per un approfondimento aggiornato circa l'enforcement della disciplina su *market abuse* in Europa, cfr. CUMMING D.J.-GROH A.P.-JOHAN S., *Same Rules, Different Enforcement: Market Abuse in Europe*, in *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, Forthcoming, 4 ottobre 2017.

episodi di *market abuse*¹⁴² – e limitati sul versante dell’operatività complessiva¹⁴³, ma soprattutto tra loro disomogenei, finendo con l’agevolare la diffusione di fenomeni di c.d. *forum shopping*.

L’insieme di tali evidenze empiriche – in uno con l’esigenza di coordinare la disciplina del *market abuse* rispetto al nuovo e più generale assetto eurounitario in materia di mercati finanziari¹⁴⁴ – ha dunque sollecitato una rivisitazione complessiva della strategia sovranazionale di contrasto agli abusi di mercato: è in tal scenario che il Regolamento (Ue) n. 586/2014¹⁴⁵ (c.d. *Market Abuse Regulation*; di seguito *MAR*) e la Direttiva 2014/57/Ue¹⁴⁶ (c.d. *Market Abuse Directive*; di seguito *MAD II*) hanno trovato origine¹⁴⁷.

Prima di entrare nel merito delle novità introdotte dal *MAR* e dalla *MAD II*, preme evidenziare come l’opzione di prevedere uno ‘sdoppiamento’ degli strumenti normativi appaia perfettamente coerente con gli obiettivi che il legislatore eurounitario ha inteso perseguire attraverso il citato binomio.

Per un verso, il ricorso allo strumento *regolamentare* costituisce la contro-mossa – pressoché obbligata, attesa la fisiologica proiezione *super-nazionale* dei mercati

¹⁴² Per tutti, basti ricordare la crisi finanziaria innescata nel 2007 dal collasso della c.d. *structured finance* (sul tema, *ex multis*, v. ONADO M., *La crisi finanziaria internazionale: le lezioni per i regolatori*, in *Banca, impresa, società*, 2009, p. 5 ss.). Per una rassegna sui principali scandali finanziari, susseguitisi negli Stati Uniti e in Europa nel secolo scorso, v. ALESSANDRI, *Diritto penale e attività economiche*, cit., p. 101 ss.

¹⁴³ Preme evidenziare che la *MAD* presentava un ambito di applicazione limitato alle sole condotte di *market abuse* concernenti strumenti finanziari negoziati su mercati regolamentati: esulava, così, dal perimetro operativo della Direttiva proprio il macro-settore – quello dei mercati non regolamentati – in cui statisticamente con maggiore frequenza si verificavano fenomeni abusivi. Cfr. AGGARWAL R.K-WU G., *Stock Market Manipulation – Theory and Evidence*, in *The Journal of Business*, 2006, vol. 79, issue 4, p. 1915-1954.

¹⁴⁴ Il riferimento concerne in particolare il Regolamento (UE) n. 600/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 15 maggio 2014, sui mercati degli strumenti finanziari e che modifica il regolamento (UE) n. 648/2012 (c.d. MiFIR), e la Direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 15 maggio 2014, relativa ai mercati degli strumenti finanziari e che modifica la direttiva 2002/92/CE e la direttiva 2011/61/UE (c.d. MiFID II).

¹⁴⁵ Regolamento (UE) n. 596/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 16 aprile 2014, relativo agli abusi di mercato (regolamento sugli abusi di mercato) e che abroga la direttiva 2003/6/CE del Parlamento europeo e del Consiglio e le direttive 2003/124/CE, 2003/125/CE e 2004/72/CE della Commissione.

¹⁴⁶ Direttiva 2014/57/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 16 aprile 2014, relativa alle sanzioni penali in caso di abusi di mercato.

¹⁴⁷ Per un primo commento al citato binomio normativo, VERVAELE J.A.E.-LUCHTMAN M.J.J.P., *Tutela degli abusi di mercato: verso un modello integrato di applicazione del diritto penale ed amministrativo nell’UE?*, in *Riv. trim. dir. pen. econ.*, 2014, fasc. 3-4, p. 677 ss. Per una sintesi delle principali tappe, lungo le quali si è sviluppato l’iter legislativo relativo alla revisione della disciplina del *market abuse*, v. D’ALESSANDRO F., *Regolatori del mercato*, cit., p. 76 ss.

finanziari¹⁴⁸ – rispetto al problema della frammentazione ordinamentale che aveva caratterizzato lo scenario intra-comunitario precedente: l’obiettivo infatti di creare un sostrato *amministrativo uniforme* tra i diversi Stati membri, non può che essere affidato ad un *regolamento*, unico atto normativo dell’Unione obbligatorio in tutti i suoi elementi e direttamente applicabile in ciascuno degli ordinamenti nazionali¹⁴⁹.

Per altro verso, l’esigenza di assicurare un incremento del tasso di *effettività* della risposta ordinamentale avverso le condotte (quantomeno quelle *gravi* e commesse con *dolo*, come chiarito *infra*) di *market abuse*¹⁵⁰, ha indotto il legislatore dell’Unione a invertire il paradigma sanzionatorio inaugurato con la Direttiva del 2003: non più *obbligatorietà* della sanzione *amministrativa* e mera *facoltatività* della sanzione penale, bensì l’esatto opposto, ossia *priorità* all’attivazione dell’arsenale sanzionatorio *penalistico*, ferma la possibilità di introdurre *anche* meccanismi *amministrativi*. Di qui l’introduzione della Direttiva 2014/57/UE¹⁵¹, alla quale viene affidato il compito di individuare lo *standard* di armonizzazione penale minima, in tema di abusi di mercato, tra gli Stati membri¹⁵².

¹⁴⁸ Come del resto ampiamente ricordato *supra*, Cap. I, Sez. I. Il profilo è evidenziato anche da MUCCIARELLI F., *La nuova disciplina eurounitaria sul market abuse: tra obblighi di criminalizzazione e ne bis in idem*, in *Riv. trim. dir. pen. cont.*, 2015, fasc. 4, p. 296.

¹⁴⁹ Inequivoco appare, del resto, il tenore complessivo dei primi considerando del *MAR*. In particolare, al considerando n. 4 viene sottolineato come sia «[...] necessario stabilire un quadro più uniforme e più rigoroso per tutelare l’integrità del mercato ed evitare il rischio di potenziale arbitraggio normativo, garantire l’assunzione di responsabilità in caso di tentata manipolazione e offrire maggiore certezza del diritto e ridurre la complessità normativa per i partecipanti al mercato. Il presente regolamento intende contribuire in modo determinante al corretto funzionamento del mercato interno e dovrebbe pertanto basarsi sull’articolo 114 del trattato sul funzionamento dell’Unione europea (TFUE), come interpretate in modo costante nella giurisprudenza della Corte di giustizia dell’Unione europea». Ancor più cristallino, nel successivo considerando n. 5, il riferimento al problema della disomogeneità regolativa che aveva caratterizzato l’attuazione della *MAD*: il legislatore eurounitario espressamente riconosce come, al fine di «[...] eliminare i residui ostacoli agli scambi e le notevoli distorsioni della concorrenza derivanti dalle divergenze tra le normative nazionali ed evitare l’insorgere di ulteriori ostacoli agli scambi e notevoli distorsioni della concorrenza, occorre [...] adottare un regolamento che stabilisca un’interpretazione più uniforme del quadro dell’Unione in materia di abusi di mercato, definendo in modo più chiaro le regole applicabili in tutti gli Stati membri».

¹⁵⁰ Sul punto, cfr. MAZZACUVA-AMATI, *Diritto penale dell’economia*, cit., p. 288-289.

¹⁵¹ L’adozione della quale rappresenta peraltro la prima iniziativa penale comunitaria realizzata sfruttando la base giuridica dell’articolo 83, par. 2 del TFUE, ossia il primo caso in cui l’Unione – esercitando la propria *competenza penale indiretta* – ha formulato uno specifico imperativo di *criminalizzazione* a carico dei legislatori nazionali: sull’argomento, in generale e senza pretesa di eshaustività, cfr. SOTIS C., *Il Trattato di Lisbona e le competenze penali dell’Unione europea*, in *Cass. pen.*, 2010, fasc. 1, p. 331 ss.; GRASSO G., *Il Trattato di Lisbona e le nuove competenze penali dell’Unione*, in *Studi in onore di Mario Romano*, Napoli, 2011, p. 2307 ss.; BERNARDI A., *La competenza penale accessoria dell’Unione europea: problemi e prospettive*, in *Riv. trim. dir. pen. cont.*, 2012, fasc. 1, p. 43 ss.; VOZZA D., *Le tecniche gradate di armonizzazione delle sanzioni penali nei recenti interventi dell’Unione europea*, in *Riv. trim. dir. pen. cont.*, 2015, fasc. 3, p. 16 ss.

¹⁵² Cfr. considerando n. 5, nel quale il legislatore eurounitario, dopo aver preso atto che «L’adozione di sanzioni amministrative da parte degli Stati membri si è finora rivelata insufficiente a garantire il rispetto

In buona sostanza, ai due plessi normativi – *MAR* e *MAD II* – sono affidati due distinti obiettivi: l’uniformazione del sostrato amministrativo di riferimento, al Regolamento; l’armonizzazione delle sanzioni penali minime, alla Direttiva. Ciò posto, lungi dal costituire due monadi distinte, i nuovi strumenti regolativi sovranazionali risultano reciprocamente *interagenti*¹⁵³. A ben vedere infatti, nell’ammagliatura eurounitaria la relazione che intercorre tra Regolamento e Direttiva è assimilabile a quella che intercorre tra normativa a carattere *generale* e normativa a carattere *speciale*¹⁵⁴: il primo delinea la disciplina generale degli abusi di mercato e rappresenta, per l’ampiezza dei contenuti, il grado di analiticità delle disposizioni contemplate e la forza immediatamente vincolante, il fulcro del micro-sistema eurounitario del *market abuse*; la seconda, per contro, costituisce una sorta di appendice attuativa del «sottosistema “penale”»¹⁵⁵ degli abusi di mercato, comparto “speciale” che s’innesta nel *corpus* (generale) regolamentare¹⁵⁶.

2. Il Regolamento n. 596/2014: la nuova disciplina sostanziale tra innovazione e continuità.

Le osservazioni poc’anzi svolte, in punto di rapporti intercorrenti tra *MAR* e *MAD II*, recano con sé un immediato risvolto di carattere metodologico: qualsivoglia trattazione che miri ad esaminare *quali* ricadute il nuovo sistema normativo eurounitario abbia determinato sul versante *penalistico* del *market abuse*, per quanto “fisiologicamente” attratta dalle disposizioni contenute nella Direttiva 2014/57, deve tuttavia preliminarmente confrontarsi con la nutritissima schiera di previsioni contenute nel Regolamento.

E’ *lì*, infatti, che si rinviene il nucleo normativo centrale della disciplina degli abusi di mercato: non solo in quanto è *lì* che il legislatore eurounitario ha collocato l’insieme delle disposizioni *basiche*, quelle che concorrono a delineare la struttura portante dell’intera costruzione sovranazionale in tema di abusi di mercato, offrendo il sostrato definitivo imprescindibile per la stessa operatività delle disposizioni contenute nella *MAD II*; ma anche in considerazione del fatto che è *lì* che si trova il

delle norme intese a prevenire e combattere gli abusi di mercato», ritiene «[...] essenziale rafforzare il rispetto delle norme sugli abusi di mercato istituendo sanzioni penali, che dimostrino una forma più forte di disapprovazione sociale rispetto alle sanzioni amministrative» (considerando n. 6). Ciò quantomeno nei casi di «reati gravi» (considerando n. 8).

¹⁵³ In questo senso anche BASILE E., *Verso la riforma della disciplina italiana del market abuse: la legge-delega per il recepimento della direttiva 57/2014/UE*, in *Leg. pen.*, 10 dicembre 2015, p. 8.

¹⁵⁴ Cfr. MUCCIARELLI F., *Riforma penalistica del market abuse: l’attesa continua*, in *Dir. pen. proc.*, 2018, p. 5.

¹⁵⁵ Così MUCCIARELLI, *La nuova disciplina eurounitaria*, cit., p. 314.

¹⁵⁶ Non a caso, lo stesso legislatore eurounitario si premura di precisare (considerando n. 17 *MAD II*) che «La presente direttiva dovrebbe essere applicata tenendo conto del quadro normativo stabilito dal regolamento (UE) n. 596/2014 e delle relative misure applicative».

compendio regolativo destinato a incidere sull'ordinamento interno sia in via *diretta* – attesa l'immediata cogenza delle sue previsioni – sia in via *indiretta* – costituendo il parametro interpretativo essenziale anche in sede di applicazione delle disposizioni penalistiche (una volta attuate a livello nazionale).

Ovviamente, tenuto conto della *vastità* contenutistica del Regolamento, al quale è infatti affidata l'opera di riformulazione organica della disciplina comunitaria in materia di abusi di mercato, non può – in questa sede – dedicarsi un approfondimento specifico a tutti i profili di novità che esso reca con sé: più sommessamente, preme richiamare quei (peraltro numerosi) elementi d'innovazione che presentano un *immediato* riverbero sulla definizione degli illeciti *penali*, così come abbozzati dalla *MAD II* e – quindi – rifiniti a livello ordinamentale nazionale. Con l'ulteriore avvertenza che tale disamina assume – in questo punto “iniziale” dell'elaborato – una funzione meramente “ricognitiva” e “preliminare”: ragioni di opportunità espositiva suggeriscono infatti di dislocare la puntuale individuazione delle concrete ricadute, determinate dalle novità regolamentari, sul comparto *penalistico* – sia di rilievo sovranazionale (*MAD II*), sia di rango interno (t.u.f.) – nei capitoli successivi, allorché verranno in rilievo le peculiarità strutturali dei delitti di *insider trading*¹⁵⁷ e di *market manipulation*¹⁵⁸.

Tanto precisato, possono indicarsi quantomeno tre “pilastri” regolamentari, degni di primissima attenzione in quanto destinati a incidere fortemente sul versante penalistico del *market abuse*: la rideterminazione del perimetro di applicazione oggettiva della disciplina eurounitaria; la tipizzazione delle condotte di *market abuse*; la ridefinizione della strategia sanzionatoria.

Quanto al primo “pilastro” citato, quest'ultimo ricomprende al suo interno un coacervo di disposizioni tra loro eterogenee, ma tutte destinate a incidere – in modo più o meno diretto – sull'ambito applicativo degli abusi di mercato.

Il riferimento concerne, in particolare, la delimitazione degli ambiti di non applicabilità della disciplina sanzionatoria, con riguardo ai programmi di riacquisto di azioni proprie o di stabilizzazione (art. 5), oppure in relazione alle operazioni compiute dalle autorità in materia di gestione monetaria e di debito pubblico (art. 6); la definizione di informazione privilegiata (art. 7), elemento normativo destinato a rivestire un ruolo cruciale in punto di delimitazione delle condotte abusive (penalmente rilevanti)¹⁵⁹; la perimetrazione delle c.d. condotte legittime (art. 9) e delle c.d. *accepted market practices* (art. 13). Una disciplina *ad hoc* è dettata quindi in tema di sondaggi (art. 11) e di elaborazione/diffusione di raccomandazioni di investimento e di statistiche (art. 20), nonché in materia di comunicazione di informazioni ai media (art. 21).

Di fondamentale rilievo è l'estensione *orizzontale* della disciplina del *market abuse*, non più circoscritta alle sole condotte manipolative o abusive concernenti titoli

¹⁵⁷ Cfr. *infra*, Cap. II, Sez. I.

¹⁵⁸ Cfr. *infra*, Cap. II, Sez. II.

¹⁵⁹ Per l'analisi della nozione, nonché delle novità apportate dal nuovo Regolamento in materia, cfr. *infra*, Cap. II, Sez. II. par. 5.

negoziati sui mercati regolamentati: dall'analisi dell'art. 2 *MAR*, in linea con l'ambizione di garantire un complessivo ed effettivo rafforzamento della tutela dell'integrità dei mercati – già del resto chiarito in termini inequivoci dal considerando n. 8¹⁶⁰ –, emerge come il legislatore eurounitario abbia inteso estendere la portata applicativa della disciplina sino a comprendervi anche le condotte di *market manipulation* e di *insider trading* compiute *al di fuori dei mercati regolamentati* e a prescindere dalla *tipologia di titolo* negoziato¹⁶¹. Per effetto di tale allargamento operativo, assumono pertanto carattere illecito – ai sensi del *MAR*, ma anche della *MAD II*¹⁶² – anche le operazioni di *insider trading*, o di manipolazione del mercato, concernenti non solo strumenti finanziari quotati su mercati regolamentati o su sistemi multilaterali di negoziazione (c.d. *MTF*, *Multilateral trading facilities*), ma altresì quelli scambiati in altri sistemi organizzati di negoziazione (c.d. *OTF*, *Other trading facilities*) e persino quelli negoziati fuori mercato (c.d. *OTC*, *over the counter*)¹⁶³, ma i

¹⁶⁰ A mente del quale «L'ambito di applicazione della direttiva 2003/6/CE si concentra sugli strumenti finanziari ammessi alla negoziazione su un mercato regolamentato o per i quali sia stata richiesta l'ammissione alla negoziazione su un mercato regolamentato. Tuttavia, negli ultimi anni gli strumenti finanziari sono stati negoziati con sempre maggior frequenza sui sistemi multilaterali di negoziazione (MTF). Esistono anche strumenti finanziari che vengono negoziati solo su altri tipi di sistemi organizzati di negoziazione (OTF) o che vengono negoziati soltanto fuori borsa (OTC). L'ambito di applicazione del presente regolamento dovrebbe pertanto includere tutti gli strumenti finanziari negoziati su un mercato regolamentato, un MTF o un OTF, e tutte le altre condotte o iniziative che possono avere un effetto sui suddetti strumenti finanziari, a prescindere dal fatto che abbiano o meno luogo in una sede di negoziazione. Nel caso di alcuni tipi di MTF i quali, come i mercati regolamentati, aiutano le società a raccogliere finanziamenti di capitale di rischio, il divieto di abuso di mercato si applica anche quando è stata presentata una richiesta di ammissione alla negoziazione su un tale mercato. Pertanto, l'ambito di applicazione del presente regolamento dovrebbe comprendere gli strumenti finanziari per i quali è stata presentata una richiesta di ammissione alla negoziazione in un MTF. Ciò dovrebbe migliorare la tutela degli investitori, mantenere l'integrità dei mercati e assicurare un chiaro divieto dell'abuso di mercato di tali strumenti».

¹⁶¹ Come evidenziato, del resto, dalla stessa Commissione europea, tra i diversi fattori che hanno reso progressivamente obsoleta la disciplina della *MAD*, senza dubbio rilevante è stata anche la «crescita di nuove piattaforme di negoziazione OTC», nonché la diffusione di «nuove tecnologie come le negoziazioni ad alta frequenza»: cfr. comunicato stampa del 20 ottobre 2011, dal titolo «*Più rigore contro l'abuso di informazioni privilegiate e la manipolazione del mercato*».

¹⁶² Cfr. *infra*, Cap. II, Sez. I, par. 7, p. 144 ss.

¹⁶³ V. art. 2, par. 1, *MAR*, nonché il considerando n. 10, secondo il quale «È possibile che determinati strumenti finanziari che non sono negoziati in una sede di negoziazione siano utilizzati per gli abusi di mercato. Tra questi, gli strumenti finanziari il cui prezzo o il cui valore dipende da strumenti finanziari negoziati in una sede di negoziazione o ha un effetto su tali strumenti, o la cui compravendita ha un effetto sul prezzo o sul valore di altri strumenti finanziari negoziati in una sede di negoziazione. Esempi di come tali strumenti possano essere utilizzati per abusi di mercato includono le informazioni privilegiate relative a un titolo azionario o obbligazionario che possono essere utilizzate per acquistare uno strumento derivato di tali titoli azionari o obbligazionari, o relative a un indice il cui valore dipende da tali azioni o obbligazioni. Qualora uno strumento finanziario sia utilizzato quale prezzo di riferimento, uno strumento derivato negoziato fuori borsa può essere utilizzato per beneficiare di prezzi manipolati o per manipolare il prezzo di uno strumento finanziario negoziato in una sede di negoziazione. Un ulteriore esempio è l'emissione pianificata di una nuova tranche di titoli che non rientrano nell'ambito

cui prezzi dipendano dal valore di strumenti quotati o influiscano su di essi. Espressamente rilevanti, inoltre, sono le condotte manipolative concernenti i *benchmark*, i c.d. certificati verdi e i derivati su merci¹⁶⁴. In altri termini, la nuova strategia eurounitaria si caratterizza per una tensione verso la predisposizione di una tutela «ubiquitaria»¹⁶⁵.

Gli artt. 8 e 10 *MAR* sono specificamente dedicati all'individuazione delle condotte costituenti, rispettivamente, abuso di informazioni privilegiate e comunicazione illecita di informazioni privilegiate, mentre all'articolo 12 viene delineata la figura della manipolazione di mercato: l'illiceità delle condotte è esplicitata dai successivi artt. 14 e 15, i quali pongono il «divieto di abuso di informazioni privilegiate e di comunicazione illecita di informazioni privilegiate» e il «divieto di manipolazione di mercato» (peraltro concernente tanto la commissione di manipolazioni che il semplice tentativo di manipolazione, in ossequio all'auspicio contenuto nel considerando n. 41 del Regolamento¹⁶⁶).

Ecco dunque che nel secondo «pilastro» di novità, s'intravedono alcune soluzioni innovative destinate ad avere un immediato riverbero sulla disciplina penalistica del *market abuse*.

Per quanto concerne infatti l'abuso di informazioni privilegiate, il legislatore eurounitario abbandona la via dell'uniformità descrittiva che – sotto la vigenza della *MAD* – aveva caratterizzato le condotte di *trading*, di *tipping* e di *tuyautage*, optando invece per una differenziazione tra le diverse modalità della condotta: da un lato, *trading* e *tuyautage* continuano ad essere regolate all'interno del medesimo *locus* normativo (art. 8 *MAR*) mentre, dall'altro lato, l'ipotesi del *tipping* viene dislocata all'interno di una fattispecie autonoma (art. 10 *MAR*).

di applicazione del presente regolamento, ma la cui negoziazione potrebbe influenzare il prezzo o il valore di titoli esistenti quotati che rientrano nell'ambito di applicazione del presente regolamento. Il presente regolamento copre anche il caso in cui il prezzo o il valore di uno strumento negoziato in una sede di negoziazione dipende dallo strumento derivato negoziato fuori borsa. Lo stesso principio dovrebbe applicarsi a un contratto su merci a pronti i cui prezzi sono basati su quelli di uno strumento derivato, nonché per l'acquisto di contratti su merci a pronti ai quali si riferiscono strumenti finanziari).

¹⁶⁴ V. art. 2, par. 2, *MAR*.

¹⁶⁵ Il termine è liberamente ripreso da CONSULICH F.-MUCCIARELLI F., *Manipolazione dei mercati e diritto eurounitario*, in *Soc.*, 2016, fasc. 2, p. 203 ss., i quali lo impiegavano per descrivere, più specificamente, la portata della tutela *penale* degli abusi di mercato. Nello stesso senso, D'ALESSANDRO, *Regolatori del mercato*, cit., p. 81.

¹⁶⁶ Il quale recita: «Per completare il divieto di manipolazione del mercato, il presente regolamento dovrebbe comprendere anche un divieto di tentare una manipolazione del mercato. Un tentativo di manipolazione del mercato dovrebbe essere distinto da una condotta suscettibile di risultare in una manipolazione del mercato, in quanto ambedue le attività sono vietate ai sensi del presente regolamento [...]». Il successivo considerando n. 43 ha cura di precisare che il tentativo di manipolazione del mercato dovrebbe essere sanzionato anche in caso di condotta concernente «uno strumento finanziario, può consistere nell'utilizzo di strumenti finanziari collegati, come strumenti derivati che vengono negoziati su un'altra sede di negoziazione o OTC».

Con riferimento invece alla manipolazione del mercato, il nuovo art. 12 *MAR* si caratterizza per l'estrema analiticità della tipizzazione delle condotte che integrano l'illecito (*amministrativo*) di *market manipulation*, senza tuttavia irrigidire all'interno di un *numerus clausus* le ipotesi astrattamente manipolative: come suggerisce l'*incipit* dell'art. 12, par. 2, *MAR* – «le seguenti condotte sono considerate, *tra le altre*, manipolazione del mercato» – la modalità comportamentali descritte non rappresentano un'elencazione *tassativa* delle tipologie che integrano manipolazione del mercato.

In una prospettiva grandangolare, tenuto conto delle novità cursoriamente tratteggiate, può cogliersi come il legislatore sovranazionale, nel perimetrare l'area di illiceità delle condotte in materia di *market abuse*, abbia avuto cura di escludere tutta una serie di operazioni che, pur astrattamente riconducibili a una delle condotte tipizzate, perseguono tuttavia delle finalità ritenute compatibili con lo scopo del Regolamento. A ben vedere, in effetti, lo schema teorico impresso al *MAR* segue le cadenze del rapporto *regola-eccezione*: all'art. 8 viene tratteggiata la figura generale dell'abuso di informazioni privilegiate, dalla quale si distinguono le ipotesi eccezionali di «condotta legittima» indicate all'art. 9; l'art. 10 delinea la condotta di comunicazione illecita di informazioni privilegiate e il successivo art. 11 ne precisa i confini applicativi, introducendo la figura dei «sondaggi di mercato»; infine, dalla condotta tipica di manipolazione di mercato, di cui all'art. 12, si escludono le cosiddette «prassi di mercato ammesse», la cui istituzione è rimessa dall'art. 13 alle competenti autorità nazionali, seguendo i criteri-guida elencati nella medesima norma.

Prima di esaminare il terzo «pilastro» di novità introdotte dal *MAR*, preme effettuare un rapido cenno al Capo IV del *MAR*. Dalla lettura di tale Capo, dedicato ad «*ESMA e autorità competenti*», emerge infatti l'importanza fondamentale del ruolo di vigilanza e controllo attribuito alle singole autorità amministrative, designate a livello nazionale, nonché la centralità accordata all'*ESMA* (*European Securities and Markets Authority*), al quale è affidato il coordinamento della tutela del mercato a livello comunitario. Non a caso, l'art. 24 e l'art. 25 della direttiva prevedono un vero e proprio obbligo di cooperazione delle *authorities* nazionali (tra loro e) con l'*ESMA*, che si manifesta sia sul piano dello scambio di informazioni rilevanti, sia sul piano della reciproca assistenza nel corso di indagini, controllo e applicazione delle norme.

Ciò rapidamente evidenziato, il terzo «pilastro» sul quale poggia la nuova strategia eurounitaria in tema di contrasto al *market abuse* è rappresentato dal già citato mutamento di approccio sanzionatorio: priorità alla sanzione penale, ferma la possibilità di introdurre *anche* sanzioni di carattere amministrativo.

Al di là di quanto precisato nel prossimo paragrafo, in punto di rapporti tra sanzioni penali e sanzioni amministrative, tale preferenza sovranazionale per il ricorso allo *ius terribile* trova espresso riferimento regolamentare nell'art. 30, co. 1, § 2, *MAR* che, nel disciplinare le sanzioni e le altre misure amministrative applicabili alle condotte di *market abuse* tipizzate nelle disposizioni precedenti, sottolinea come «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) e b) di tale comma sono già soggette a sanzioni penali, nel rispettivo diritto nazionale entro il 3 luglio del 2016».

Pertanto – e ribadendo quanto in parte già evidenziato – se alla Direttiva 2014/57/UE è demandata l'individuazione delle sanzioni penali minime da applicare nel caso si verifichino condotte di *market abuse*, con il Regolamento (UE) n. 596/2014 il legislatore comunitario ridefinisce lo strumentario sanzionatorio di tipo amministrativo, cui hanno accesso le diverse Autorità nazionali competenti in materia, ai Capi 4 e 5. Come osservato nel considerando n. 70, la creazione di un quadro normativo solido per il settore finanziario postula l'esistenza di regimi di vigilanza, di indagine e sanzionatori non solo forti, ma altresì uniformi ed effettivi tra gli Stati membri. A tal fine, si ritiene opportuno che i singoli Stati procedano alla predisposizione di una serie di sanzioni e misure amministrative adeguate, tra cui quelle elencate nel comma 2 dell'articolo 30, la cui applicazione sia demandata alle competenti Autorità nazionali «fatti salvi le sanzioni penali e i poteri di controllo delle autorità competenti», ossia quelle giudiziarie. Al comma 1 dell'articolo 30, come già precedentemente osservato, è chiaramente indicata la scelta di politica legislativa operata a livello comunitario: poiché gli Stati membri possono decidere di «non stabilire norme relative alle sanzioni amministrative» per condotte di *market abuse* già presidiate da sanzioni penali, rendendo le prime meramente facoltative rispetto alle seconde, emerge la valutazione di maggiore efficacia e dissuasività della repressione punitiva rispetto a quella di matrice amministrativa.

3. La Direttiva 2014/57/UE.

Sul sostrato precettivo plasmato dal Regolamento, s'innesta la disciplina contenuta nella Direttiva 2014/57/UE. Trattasi di un compendio normativo che, per quanto risulti certamente *ancillare* rispetto al *MAR* – non solo in ragione del rapporto di genere a specie che lega Regolamento e *MAD II*, ma anche in considerazione della differente “forza intrinseca” posseduta dai due strumenti (dotato di immediata applicazione, l'uno; subordinato alla necessaria opera di attuazione interna, l'altro) –, ciò nondimeno esercita un ruolo di primissimo piano all'interno della complessiva strategia eurounitaria di contrasto agli abusi di mercato.

Alla *MAD II* viene infatti affidata l'introduzione di quell'apparato di disposizioni che racchiudono il *clou* del “nuovo corso” sovranazionale in tema di *market abuse*: ossia quelle disposizioni che – come anticipato – concretizzano il giudizio eurounitario di *necessità di pena* per gli abusi di mercato, imponendo agli Stati membri di introdurre sanzioni penali «almeno per le forme gravi di abusi di mercato»¹⁶⁷.

¹⁶⁷ Cfr. considerando n. 6 *MAD II*, nonché l'art. 7, par. 1, a mente del quale «Gli Stati membri adottano le misure necessarie affinché i reati di cui agli articoli da 3 a 6 siano punibili con sanzioni penali effettive,

Sul piano della costruzione tipologica degli illeciti, la nuova Direttiva ribadisce innanzitutto le principali “scelte di fondo” già effettuate nel Regolamento, correlandovi delle precise variazioni sul versante delle conseguenze sanzionatorie.

Si allude alla circostanza che, per quanto concerne l'*insider trading*, alla bipartizione tra *trading* e *tuyautage* – da un lato – e *tipping* – dall'altro –, corrisponde una differenziazione in punto a trattamento sanzionatorio¹⁶⁸. Dal combinato disposto dell'art. 3 e dell'art. 7, par. 1 e par. 2, *MAD II*, emerge infatti che – secondo il legislatore eurounitario – per il caso del *trading* e del *tuyautage* potrebbe dirsi “effettiva, proporzionata e dissuasiva” una sanzione penale consistente nella «reclusione per una durata massima non inferiore ad anni quattro». Per contro, laddove venga in rilievo un caso di “mero” *tipping*, a mente dell'art. 4 e dell'art. 7, par. 3, *MAD II*, la sanzione penale sarebbe adeguata (*id est*: sarebbe effettiva, proporzionata e dissuasiva) a condizione che venga disposta a livello interno una pena della «reclusione per una durata massima non inferiore ad anni due»¹⁶⁹.

Un'innovazione di rilevante portata è, inoltre, l'intervenuta criminalizzazione del c.d. *insider* secondario¹⁷⁰ che, a ben vedere, s'iscrive armonicamente all'interno di quella più generale tendenza eurounitaria ad estendere la portata applicativa degli illeciti di *market abuse*, la quale ha dapprima determinato l'ampliamento operativo

proporzionate e dissuasive». In una diversa prospettiva, evidenzia come le «opzioni di penalizzazione espresse dalla Direttiva costituiscono [...] la più concreta espressione delle nuove competenze politico-criminali attribuite all'UE dal Trattato di Lisbona», SCOLETTA M., *Doppio binario sanzionatorio e ne bis in idem nella nuova disciplina eurounitaria degli abusi di mercato*, in *Soc.*, 2016, fasc. 2, p. 208 ss.
¹⁶⁸ Dall'analisi della struttura complessiva dell'articolato della *MAD II*, caratterizzato dalla differente collocazione topografica di *trading/tuyautage* (art. 3) e di *tipping* (art. 4), nonché dal tenore espositivo che connota i considerando della Direttiva, dai quali emerge una netta distinzione tra «abuso di informazioni privilegiate» e la «comunicazione illecita di informazioni privilegiate» (in particolare, cfr. considerando n. 14), emerge dunque l'impressione che il legislatore sovranazionale abbia inteso confezionare due tipologie illecite diverse tra loro, differentemente sanzionato in quanto connotate da un diverso grado di offensività verso l'integrità dei mercati.

¹⁶⁹ Il differente trattamento riservato, rispettivamente, all'abuso di informazioni privilegiate e alla comunicazione illecita di informazioni privilegiate, è peraltro evidenziato dalla previsione della punibilità del tentativo solo in relazione al caso dell'abuso di informazioni privilegiate: cfr. art. 6, par. 2, a mente del quale «Gli Stati membri adottano le misure necessarie affinché il tentativo di commettere uno dei reati di cui all'articolo 3, paragrafi da 2 a 5 e paragrafo 7, e all'articolo 5 sia punibile come reato». Nessun cenno viene fatto all'ipotesi descritta nell'art. 4, relativa alla comunicazione illecita di informazioni privilegiate.

¹⁷⁰ Su cui ampiamente, *infra*, Cap. II, Sez. I, par. 4. Cfr. art. 3, par. 3, *MAD II*, nella parte in cui, dopo aver elencato i soggetti attivi del reato di abuso di informazioni privilegiate che rivestono – rispettivamente – la qualifica di *insiders* primari (lett. a), b) e c)) e di *insiders* c.d. criminali (lett. d)), precisa che «Il presente articolo si applica anche a chiunque abbia ottenuto informazioni privilegiate anche in ragione di circostanze diverse da quelle indicate al primo comma e sia a conoscenza del carattere privilegiato di tali informazioni»: locuzione con la quale si allude a tutti coloro che, non rientrando tra gli *insiders* primari né tra i *criminal insiders*, concorrono a comporre quella variegata platea al cui interno vengono comunemente collocati (appunto) gli *insiders* secondari, ossia soggetti privi di «collegamento funzionale tra la posizione occupata, l'attività svolta e l'accesso all'informazione» (cfr. MAZZACUVA-AMATI, *Diritto penale dell'economia*, cit., p. 302).

dell'*insider trading* anche alle condotte concernenti strumenti finanziari scambiati al di fuori dei mercati regolamentati¹⁷¹; quindi ha ricompreso nel perimetro di illiceità anche le condotte abusive riguardanti le operazioni su aste o su piattaforme d'asta autorizzate, oltre che su certificati verdi¹⁷²; e, da ultimo, ha spinto il legislatore dell'Unione a sollecitare espressamente l'introduzione di sanzioni penali per l'induzione, il favoreggiamento, il concorso di abuso di informazioni privilegiate e di comunicazione illecita di informazioni privilegiate¹⁷³.

Sul versante invece della manipolazione del mercato, l'art. 5 della Direttiva 2014/57/UE ripropone la tecnica analitica già utilizzata dall'art. 12 *MAR* per la descrizione delle condotte rilevanti, sebbene debba evidenziarsi un non perfetto allineamento tra le due disposizioni. Una semplice lettura comparativa dell'art. 5 *MAD II* e dell'art. 12 *MAR* evidenzia infatti come *non tutte* le ipotesi di *market manipulation* elencate nel Regolamento integrano altresì illecito (penale) ai sensi della Direttiva: l'art. 5 *MAD II* richiama esclusivamente le condotte descritte nell'art. 12, par. 1, *MAR*, mentre nessun cenno è effettuato alla nutrita schiera tipologica contenuta nel par. 2 della disposizione regolamentare.

Tale disallineamento è reso ancor più marcato laddove si consideri che l'art. 12, par. 5, *MAR* espressamente attribuisce alla Commissione «il potere di adottare atti delegati conformemente all'articolo 35, che specifichino gli indicatori stabiliti nell'allegato I [...]» il quale, a sua volta, delinea gli «Indicatori di manipolazioni

¹⁷¹ Recita infatti l'art. 2, par. 2, *MAD II*, che «2. La presente direttiva si applica: a) agli strumenti finanziari ammessi alla negoziazione su un mercato regolamentato o per i quali è stata presentata una richiesta di ammissione alla negoziazione su un mercato regolamentato; b) agli strumenti finanziari negoziati su un sistema multilaterale di negoziazione (MTF), ammessi alla negoziazione su un MTF o per i quali è stata presentata una richiesta di ammissione al MTF; c) agli strumenti finanziari negoziati su un sistema organizzato di negoziazione (OTF); d) agli strumenti finanziari non contemplati dalle lettere a), b) o c), il cui prezzo o valore dipende dal prezzo o dal valore di uno strumento finanziario di cui alle suddette lettere, ovvero ha un effetto su di essi, compresi, ma non in via esclusiva, i credit default swap e i contratti differenziali».

¹⁷² Cfr. art. 3, par. 5, *MAD II*: «In relazione alle aste di quote di emissioni o di altri prodotti correlati che si tengono ai sensi del regolamento (UE) n. 1031/2010, l'utilizzo di informazioni privilegiate di cui al paragrafo 4 del presente articolo si configura anche quando una persona presenta, modifica o ritira un'offerta per conto proprio o per conto di terzi». Tale disposizione si pone nel solco di quanto più genericamente stabilito dall'art. 1, par. 2, *MAD II*, a mente del quale «La presente direttiva si applica anche alle condotte o alle operazioni, comprese le offerte, relative ad aste o a piattaforme d'asta autorizzate come un mercato regolamentato di quote di emissioni o di altri prodotti oggetto d'asta correlati, anche quando i prodotti oggetto d'asta non sono strumenti finanziari, ai sensi del regolamento (UE) n. 1031/2010 della Commissione. Fatte salve le disposizioni specifiche relative alle offerte presentate nell'ambito di un'asta, le disposizioni della presente direttiva che fanno riferimento a ordini di compravendita si applicano a tali offerte».

¹⁷³ Cfr. art. 6, par. 1: «Gli Stati membri adottano le misure necessarie affinché l'induzione, il favoreggiamento e il concorso in relazione a reati di cui all'articolo 3, paragrafi da 2 a 5, e agli articoli 4 e 5, siano punibili come reati». Quanto al tentativo, come anticipato *supra*, il legislatore eurounitario ne sollecita la punizione solo con riguardo all'abuso di informazioni privilegiate e non anche in relazione alla comunicazione di informazioni privilegiate.

consistenti nel fornire indicazioni false o fuorvianti e nel fissare i prezzi». L'assenza di un analogo richiamo, all'interno dell'art. 5 *MAD II*, agli indicatori di manipolazione del mercato, produce un doppio effetto negativo: oltre infatti a «privare la fattispecie penale, già assai fragile quanto ad adeguata descrizione del tipo, di parametri indispensabili per la concreta individuazione del fatto offensivo», tale mancanza finisce per «conferirle una *vis expansiva* verosimilmente inarrestabile, tale da offuscare la linea di demarcazione tra illecito penale e illecito amministrativo»¹⁷⁴.

Paradossalmente, lo sforzo definitorio – in tema di *market manipulation* – viene dunque più intensamente sollecitato in relazione agli illeciti (quelli descritti nel Regolamento) presidiati dalle sanzioni *meno invasive e repressive*, mentre per le parallele ipotesi disciplinate dalla Direttiva – per le quali s'invoca la sanzione *penale* e per le quali dovrebbe essere *massima* l'attenzione in sede di descrizione delle condotte – il legislatore eurounitario si accontenta di un grado di definizione inferiore.

3.1. (segue): il problema del *ne bis in idem*.

D'altra parte, proprio quello dei rapporti tra illeciti/sanzioni *amministrative e penali* costituisce il vero *punctum dolens* dell'intera costruzione normativa sovranazionale.

Si è ricordato come la nuova disciplina eurounitaria in materia di *market abuse* indichi nella sanzione penale lo strumento prioritario al quale affidare il contrasto alle condotte abusive e manipolative: che questa sia la linea strategica seguita, pare fuor di discussione¹⁷⁵. Meno scontato è comprendere quale sia la sorte delle sanzioni amministrative, atteso che la loro introduzione non è – per gli Stati membri – *obbligata*, bensì solamente *facoltativa*.

Uno sguardo retrospettivo consente infatti di cogliere come, negli originali intendimenti della Commissione europea, sanzione penale e sanzione amministrativa dovessero *cumularsi* tra loro, allorché si verificasse un'ipotesi di *insider trading* o di manipolazione del mercato¹⁷⁶: del resto, una convergenza *in idem* dei due apparati sanzionatori avrebbe evidentemente garantito – in una prospettiva “funzionalista” di massimizzazione degli obiettivi di tutela e di armonizzazione¹⁷⁷ – alla reazione ordinamentale sia la velocità e l'efficienza tipica delle sanzioni amministrative, sia l'effetto stigmatizzante e la portata repressiva tipici della pena¹⁷⁸.

¹⁷⁴ In questi termini D'ALESSANDRO, *Regolatori del mercato*, cit., p. 96.

¹⁷⁵ Così anche MUCCIARELLI, *La nuova disciplina*, cit., p. 297.

¹⁷⁶ Cfr., il documento «*Proposals for a Directive of the European Parliament and of the Council on criminal sanctions for insider dealing and market manipulation – Outstanding issues*» del 3 luglio 2012 (p. 4); oltre al documento «*Proposals for a Directive of the European Parliament and of the Council on criminal sanctions for insider dealing and market manipulation – State of play and orientation debate*», del 17 ottobre 2012 (p. 3).

¹⁷⁷ Cfr. SCOLETTA, *Doppio binario sanzionatorio*, cit., p. 208 ss.

¹⁷⁸ Come puntualmente evidenziato da VIGANÒ F., *Doppio binario sanzionatorio e ne bis in idem: verso una diretta applicazione dell'art. 50 della Carta? (A margine della sentenza Grande Stevens della Corte*

L'irrompere sulla scena europea della sentenza *Grande Stevens* – con la quale la Corte di Strasburgo pareva aver posto un marchio di sicura incompatibilità dei sistemi nazionali a c.d. *doppio binario* sanzionatorio rispetto al divieto convenzionale del *bis in idem*¹⁷⁹ – ha “costretto” gli organi politici dell'Unione a fare i conti con i diritti fondamentali, imponendo un improvviso *revirement* dell'impostazione originaria¹⁸⁰. Con un risultato non solo dall'evidente tenore compromissorio – in quanto il cumulo sanzionatorio *di per sé non è vietato*, a condizione che sia garantita la tutela dei diritti fondamentali e, in particolare, del principio del *ne bis in idem* di cui all'art. 50 della Carta di Nizza –, ma altresì di difficile decifrazione e di complessa attuazione concreta.

Richiamando le riflessioni già altrove svolte¹⁸¹, deve infatti evidenziarsi che, se con la Direttiva 2014/57/UE il legislatore eurounitario ha individuato nella sanzione penale lo strumento principale di contrasto al fenomeno del *market abuse* – rovesciando dunque la prospettiva delineata dalla direttiva del 2003 –, egli non ha tuttavia rinunciato alla previsione di sanzioni amministrative. Allo scopo di garantire l'esistenza di regimi di vigilanza, di indagini e sanzionatori forti (e, come tali, uniformi, severi e dissuasivi) la prima parte del considerando n. 71 del *MAR* afferma infatti che «è opportuno prevedere una serie di sanzioni amministrative e altre misure amministrative per assicurare un approccio comune negli Stati membri e potenziarne l'effetto deterrente»: di conseguenza, per quanto la previsione di sanzioni amministrative non costituisce un obbligo per gli Stati membri, la loro introduzione è tuttavia raccomandata¹⁸². A ciò si aggiunga che il considerando n. 17 della *MAD II* afferma che quest'ultima «dovrebbe essere applicata tenendo conto del quadro normativo stabilito dal regolamento (UE) n. 596/2014 e delle relative misure applicative»; mentre il successivo considerando n. 22 precisa, nella sua prima parte, che «gli obblighi previsti nella presente direttiva di

Edu), in *Riv. trim. dir. pen. cont.*, 2014, fasc. 3-4, p. 232, un sistema cumulativo avrebbe «[...] coniugato i vantaggi – dal punto di vista repressivo – di entrambe le sanzioni, amministrative e penali: immediatezza dell'irrogazione, in esito a un procedimento assai poco formalizzato (e garantito), per quanto concerne le prime; e solenne effetto stigmatizzante, con annesso surplus di deterrenza legato alla pena detentiva, per le seconde». Nello stesso senso, D'ALESSANDRO, *op. ult. cit.*, p. 230-231.

¹⁷⁹ Il tema sarà ampiamente esaminato *infra*, Cap. III, Sez. II.

¹⁸⁰ Parla di vera e propria «correzione *in itinere*» FLICK G.M.-NAPOLEONI V, *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 *Soc.*, 2014, p. 963.

¹⁸¹ Sia consentito il rinvio a BARON L., «*Doppio binario sanzionatorio*» e *ne bis in idem*, in MAZZACUVA-AMATI, *Diritto penale dell'economia*, cit., p. 369 ss.

¹⁸² In linea con la prospettiva “funzionalista”, tesa alla massimizzazione degli obiettivi di tutela e di armonizzazione, il considerando n. 72 del Regolamento, dopo aver evidenziato che «gli Stati membri non sono tenuti a imporre sanzioni sia amministrative che penali per lo stesso reato, ma possono farlo se il loro diritto nazionale lo consente», precisa tuttavia che «il mantenimento delle sanzioni penali in luogo delle sanzioni amministrative per le violazioni del presente regolamento o della direttiva 2014/57/UE non dovrebbe ridurre o incidere altrimenti sulla capacità delle autorità competenti di cooperare, di avere accesso a informazioni o di scambiare informazioni tempestivamente con le autorità competenti di altri Stati membri ai fini del presente regolamento, anche dopo che le autorità giudiziarie competenti per l'azione penale siano state adite per le violazioni in causa».

prevedere negli ordinamenti nazionali pene per le persone fisiche e sanzioni per le persone giuridiche non esonerano gli Stati membri dall'obbligo di contemplare in tali ordinamenti nazionali sanzioni amministrative e altre misure per le violazioni previste nel regolamento (UE) n. 596/2014».

Dall'analisi complessiva di tali indicazioni, sembrerebbe potersi inferire un atteggiamento di tolleranza, da parte del legislatore eurounitario, nei confronti di assetti ordinamentali nazionali caratterizzati da una compresenza *in idem* di sanzioni penali e sanzioni amministrative: in altre parole, il diritto dell'Unione sembrerebbe autorizzare, pur senza imporlo, un cumulo sanzionatorio penale e amministrativo allorché si verificano delle violazioni in materia di abusi di mercato¹⁸³. Lasciando evidentemente presagire un contrasto inevitabile con il principio del *ne bis in idem*, sancito dall'art. 50 della Carta di Nizza, nel significato "forte" riconosciuto – in allora – dalla Corte Edu¹⁸⁴.

D'altra parte, deve segnalarsi la presenza di ulteriori e diversi elementi – ricavabili dalla lettura del *MAR* e della *MAD II* – che concorrono a delineare un meccanismo di raccordo tra la direttiva e il regolamento, tra le sanzioni penali e le sanzioni amministrative, il quale appare invece ispirato proprio dal canone del *ne bis in idem*.

Se la prima parte del considerando n. 22 della *MAD II* impone agli Stati membri di introdurre anche le sanzioni amministrative previste dal regolamento in presenza di violazioni alla normativa sul *market abuse*¹⁸⁵, la seconda parte del medesimo considerando limita l'operatività della prima, precisando che è fatto salvo il caso in cui «*gli Stati membri non abbiano deciso, conformemente al regolamento (UE) n.*

¹⁸³ Del resto, la tesi dell'astratta compatibilità dei doppi binari sanzionatori con il principio del *ne bis in idem* trovava conferma nella giurisprudenza della Corte di giustizia: nella sentenza *Aklagaren c. Hans Akerberg Fransson*, del 26 febbraio 2013 (causa C-617/10) in materia di omesso versamento IVA (su cui *infra*, Cap. III, Sez. II), la Grande Sezione della Corte del Lussemburgo ha infatti precisato che il principio del *ne bis in idem* «non osta a che uno Stato membro imponga, per le medesime violazioni [...], una sanzione tributaria e una successiva sanzione penale, qualora la prima sanzione non sia di natura penale, circostanza che dev'essere verificata dal giudice nazionale».

¹⁸⁴ Salvo quanto esposto *infra* sui rapporti tra sistema eurounitario e giurisprudenza della Corte Edu, giova qui ricordare che, ai sensi dell'art. 52, par. 3, della Carta di Nizza, laddove la Carta dei diritti fondamentali dell'Unione europea dovesse contenere «diritti corrispondenti a quelli garantiti dalla Convenzione europea per la salvaguardia dei Diritti dell'Uomo e delle Libertà fondamentali, il significato e la portata degli stessi sono uguali a quelli conferiti dalla suddetta convenzione. La presente disposizione non preclude che il diritto dell'Unione conceda una protezione più estesa». Posto che il principio del *ne bis in idem* è contemplato sia dall'art. 49, Carta di Nizza, quanto dall'art. 4, Prot. VII, Cedu, all'indomani della pubblicazione della sentenza *Grande Stevens*, taluna parte della dottrina aveva richiamato proprio la clausola ora citata per ipotizzare una diretta applicazione dell'art. 50, CDFUE, ma con la più ampia portata garantistica tracciata dalla pronuncia di Strasburgo: cfr. VIGANÒ, *Doppio binario sanzionatorio*, cit., p. 233 ss.

¹⁸⁵ A mente del quale «Gli obblighi previsti nella presente direttiva di prevedere negli ordinamenti nazionali pene per le persone fisiche e sanzioni per le persone giuridiche non esonerano gli Stati membri dall'obbligo di contemplare in tali ordinamenti nazionali sanzioni amministrative e altre misure per le violazioni previste nel regolamento (UE) n. 596/2014 [...]».

596/2014, di prevedere per tali violazioni unicamente sanzioni penali nel loro ordinamento nazionale»: si tratta di una clausola di salvezza che riecheggia anche nell'art. 30, co. 1, §. 2, del *MAR* il quale, nel disciplinare le sanzioni e le altre misure amministrative applicabili alle condotte tipizzate, sottolinea che «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) e b) di tale comma sono già soggette a sanzioni penali, nel rispettivo diritto nazionale entro il 3 luglio del 2016». Il considerando n. 72 afferma inoltre che se anche «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», mentre ancora più esplicitamente il considerando n. 23 della direttiva chiarisce che «[n]ell'applicare la normativa nazionale di recepimento della presente direttiva, gli Stati membri dovrebbero garantire che l'irrogazione di sanzioni penali per i reati ai sensi della presente direttiva e di sanzioni amministrative ai sensi del regolamento (UE) n. 596/2014 non violi il principio del *ne bis in idem*». A ulteriore conferma della volontà di evitare cumuli sanzionatori difficilmente compatibili con le indicazioni convenzionali, il considerando n. 77 del regolamento e il considerando n. 27 della direttiva precisano che il nuovo binomio normativo in materia di *market abuse* rispetta i diritti fondamentali e i principi sanciti dalla Carta di Nizza, ivi compreso il diritto di non essere giudicato o punito due volte in procedimenti penali e per lo stesso reato (art. 50).

Tirando le somme: dal binomio normativo eurounitario, costituito dal *MAR* e dalla *MAD II*, emerge che la compresenza – sui medesimi fatti di *insider trading* e di *market manipulation* – di sanzioni penali e sanzioni amministrative è possibile, a condizione che non venga violato il canone del *ne bis in idem*.

Apparentemente, tutto lineare. Ma calato sul piano applicativo, il problema di assicurare concretamente un coordinamento tra illeciti e misure differenti, tale da evitare indebite sovrapposizioni punitive, è questione assai diversa.

Probabilmente anche in considerazione del fatto che l'atteggiamento di «neutralità»¹⁸⁶ astratta, assunto dal diritto dell'Unione, finirebbe per rovesciare il problema concreto sui singoli legislatori nazionali in sede di attuazione interna – con il rischio tutt'altro che secondario di determinare la creazione di sistemi giuridici e sanzionatori tra loro eterogenei –, il binomio *MAR-MAD II* offre qualche (limitata) coordinata operativa, volta a orientare quei legislatori che intendano aderire all'opzione «cumulativa» penal-amministrativa. Due, in particolare, sono i criteri che – secondo l'impostazione sovranazionale – dovrebbero guidare l'opera di criminalizzazione

¹⁸⁶ BASILE, *Una nuova occasione mancata*, cit., p. 279-280. Decisamente più critico CONSULICH F., *Market manipulation e legislazione cosmetica*, in *Soc.*, 2019, fasc. 5, p. 558 ss., secondo il quale «anche la Direttiva del 2014 e l'annesso Reg. UE 596/2014, al di là di un formale ossequio al principio del *ne bis in idem*, hanno indotto una convergenza punitiva [...]».

interna: come emerge dalla lettura congiunta del considerando n. 8¹⁸⁷ e del considerando n. 10¹⁸⁸ della *MAD II*, la sanzione penale – consistente necessariamente nella «detenzione»¹⁸⁹ – dovrebbe essere introdotta per i *casi gravi* di *insider trading* e di *market manipulation*, quantomeno allorquando commessi *con dolo* mentre, per converso, le ipotesi connotate dall'assenza di *gravità* e cagionate *con colpa*¹⁹⁰ «potrebbero trovare nella sanzione amministrativa la concreta risposta punitiva»¹⁹¹.

Un criterio oggettivo – la *gravità* – e uno soggettivo – il coefficiente *psicologico* – sono dunque i filtri che dovrebbero consentire ai legislatori nazionali di esercitare le proprie opzioni sanzionatorie in materia di *market abuse*, guidandoli nell'alternativa tra misure amministrative e misure penali, secondo una linea di *offensività progressiva*: tra le condotte abusive e manipolative, *già sottoponibili* a sanzione *amministrativa*, quelle caratterizzate dalla gravità del fatto e dalla dimensione dolosa sarebbero meritevoli di sanzione *penale*.

Come correttamente osservato dai primi commentatori, il “nuovo corso” eurounitario pare dunque orientato non tanto verso una rigida bipartizione formalistica tra illeciti amministrativi e illeciti penali, impostata su un meccanismo di applicazione *cumulativa*, quanto piuttosto verso la creazione di un «sistema unitario, improntato a una sorta di gradualismo, nel quale le sanzioni massime [...] debbono consistere necessariamente (anche) nella detenzione e debbono essere classificate come penali secondo i singoli ordinamenti nazionali [...]»¹⁹².

Del resto, tale impostazione “gradualistica” risulta perfettamente coerente rispetto ad un *modus interpretandi* – quale è quello tipico delle Corti europee – che, valorizzando la *sostanza* degli istituti e delle sanzioni, al di là della loro *qualificazione formale*, tende a ricomprendere nel concetto multiforme di “*materia penale*” non solo le misure *stricto sensu* criminali, ma anche quelle che – pur “etichettate” come amministrative in sede nazionale – rivelino tuttavia una *natura sostanzialmente penale*.

¹⁸⁷ Il considerando n. 8 testualmente dispone che «L'introduzione, da parte di tutti gli Stati membri, di sanzioni penali almeno per i reati gravi di abusi di mercato è pertanto essenziale per garantire l'attuazione efficace della politica dell'Unione in materia».

¹⁸⁸ A mente del considerando n. 10, «Agli Stati membri dovrebbe essere imposto di considerare come reati almeno i casi gravi di abuso di informazioni privilegiate, di manipolazione del mercato e di comunicazione illecita di informazioni privilegiate, quando sono commessi dolosamente».

¹⁸⁹ In tal senso, cfr. considerando n. 20: «Affinché le sanzioni previste per i reati di cui alla presente direttiva siano effettive e dissuasive, è opportuno che la presente direttiva preveda un livello minimo per la pena detentiva massima».

¹⁹⁰ Con la precisazione, peraltro, che i legislatori nazionali sono facoltizzati a prevedere la sanzione detentiva anche per i casi di manipolazione di mercato *colposa*, ma caratterizzata da *gravità*: in tal senso depone il considerando n. 21, secondo il quale «Gli Stati membri possono, ad esempio, stabilire che la manipolazione del mercato commessa con grave colpa o negligenza costituisca reato».

¹⁹¹ Cfr. MUCCIARELLI, *La nuova disciplina eurounitaria*, cit., p. 298.

¹⁹² MUCCIARELLI, *op. ult. cit.*, p. 303. Nello stesso senso, SCOLETTA, *op. ult. cit.*, p. 218, secondo il quale «il sistema sanzionatorio eurounitario [...] distingue e separa la tipologia della risposta punitiva in base al diverso livello di gravità dell'illecito, seguendo una logica analoga a quella della progressione incriminatrice [...]».

Peraltro, pare evidente come tra i due criteri indicati sia quello *oggettivo* a rivestire un ruolo di primissimo rilievo, posto che, in ragione della rilevanza quantitativamente assai limitata di ipotesi di *market abuse* colpose, «una selezione dei fatti penalmente rilevanti fondata esclusivamente sulla dolosità della condotta avrebbe l'effetto di assorbire la quasi totalità degli abusi di mercato nella sfera della tutela criminale»¹⁹³. Non stupisce dunque che il legislatore eurounitario abbia focalizzato l'attenzione proprio sul criterio della gravità, sforzandosi di dettare alcuni indicatori che potrebbero supportare i legislatori nazionali in sede di tipizzazione delle condotte di *grave* abuso di informazioni privilegiate o di *grave* comunicazione illecita¹⁹⁴, così come in punto di demarcazione del confine tra illecito amministrativo e illecito penale di manipolazione del mercato¹⁹⁵. Trattasi di indici estremamente variegati tra loro, imperniati ora sulla valorizzazione di un *disvalore d'evento*¹⁹⁶, ora incardinati invece sul *disvalore di condotta*¹⁹⁷: tutti gli indicatori suggeriti, in ogni caso, assumono la fisionomia di criteri meramente *quantitativi*¹⁹⁸, indifferenti al dato fenomenologico che, per converso, evidenzia una variabilità offensiva delle condotte di *market manipulation* in dipendenza della complessità o insidiosità *qualitativa* della manovra speculativa¹⁹⁹.

¹⁹³ SCOLETTA, *Doppio binario sanzionatorio*, cit., p. 208 ss.

¹⁹⁴ Considerando n. 11: «Ai fini della presente direttiva, l'abuso di informazioni privilegiate e la comunicazione illecita di informazioni privilegiate dovrebbero essere considerati gravi in casi come quelli in cui è di livello elevato l'impatto sull'integrità del mercato, il profitto effettivo o potenziale ritratto ovvero la perdita evitata, la misura del danno cagionato al mercato ovvero il valore complessivo degli strumenti finanziari negoziati. Altre circostanze di cui si potrebbe tenere conto sono, per esempio, quelle in cui un reato sia stato commesso nell'ambito di un'organizzazione criminale o in cui la persona abbia già commesso in passato reati di questo genere».

¹⁹⁵ Considerando n. 12: «Ai fini della presente direttiva, la manipolazione del mercato dovrebbe essere considerata grave in casi come quelli in cui è di livello elevato l'impatto sull'integrità del mercato, il profitto effettivo o potenziale ritratto ovvero la perdita evitata, la misura del danno cagionato al mercato, dell'alterazione del valore dello strumento finanziario o del contratto a pronti su merci ovvero l'ammontare dei fondi utilizzati in origine oppure quando la manipolazione è commessa da soggetti impiegati o che lavorano all'interno del settore finanziario ovvero presso un'autorità di vigilanza o di regolamentazione».

¹⁹⁶ Si pensi all'«impatto elevato sull'integrità del mercato», al riferimento alla «misura del danno cagionato al mercato», oppure al «profitto effettivo o potenziale ritratto ovvero la perdita evitata» o ancora al grado di «alterazione del valore dello strumento finanziario o del contratto pronti sul merci».

¹⁹⁷ In tale categoria rientrano il richiamo al «valore complessivo degli strumenti finanziari negoziati» e all'«ammontare dei fondi utilizzati in origine».

¹⁹⁸ Fatta eccezione per il criterio di matrice soggettiva teso a valorizzare il ruolo dell'*insider* o del manipolatore: potrebbe infatti essere considerata *grave*, secondo le indicazioni della Direttiva, l'abuso di informazioni privilegiate o la comunicazione illecita quando commesse «nell'ambito di un'organizzazione criminale», ovvero da parte di chi «abbia già commesso in passato reati di questo genere»; parallelamente *grave* sarebbe la manipolazione commessa «da soggetti impiegati o che lavorano all'interno del settore finanziario ovvero presso un'autorità di vigilanza o di regolamentazione».

¹⁹⁹ In questo senso, CONSULICH, *Manipolazione dei mercati*, cit., p. 203 ss., il quale – pur focalizzando l'attenzione solo sul versante fenomenologico della *manipolazione del mercato* – evidenzia come «la

Inoltre, lungi dal fornire indicazioni operative precise e sicure, gli indici di *gravità* elencati a livello eurounitario risultano a loro volta tutt'altro che precisi, presentando una consistenza vaga e indefinita, tale da esporli alla (inevitabile) discrezionalità interpretativa dei singoli legislatori nazionali: pare difficile – a ben vedere – che tali indicatori siano in grado di fissare delle basi sufficientemente salde da agevolare la creazione di un plesso regolativo *armonizzato* tra gli Stati membri²⁰⁰.

Non solo, ma la stessa impostazione eurounitaria, se riguardata dall'angolo prospettico dell'ordinamento italiano in cui – come noto – lo sforzo legislativo si incentra sulla definizione della fattispecie *astratta*, denota una capacità orientativa solo apparente. L'attenzione del legislatore sovranazionale, come visto poc'anzi, è focalizzata sulla fattispecie *concreta*: *gravità* del fatto e consistenza dell'elemento *soggettivo*, sono parametri evidentemente apprezzabili in relazione alla specifica vicenda che venga all'attenzione del giudicante, operando come criteri discretivi del *fatto concreto*. Ma Direttiva e Regolamento offrono, per contro, ben poche indicazioni utili a differenziare l'illecito penale e l'illecito amministrativo già sul versante della *fattispecie astratta*. Anzi, dall'analisi complessiva del binomio normativo eurounitario emerge una vasta area di *sovrapposizione* tra gli ambiti di operatività delle disposizioni descritte dalla Direttiva, rispetto all'area di intervento delle fattispecie regolamentari²⁰¹.

In buona sostanza, l'impressione è che il diritto comunitario non abbia assunto una posizione netta sulla questione del *ne bis in idem*²⁰² ma – lungi dal fornire dei parametri selettivi chiari, “generalisti ed astratti”, utili ai legislatori nazionali nell'opera di definizione dei rispettivi ambiti di intervento della sanzione penale e della sanzione amministrativa, si sarebbe limitato a scaricare in capo agli Stati membri l'onere di adottare gli accorgimenti concreti necessari per coniugare due obiettivi opposti: per un verso, garantire una tutela efficace e rigorosa del mercato contro le condotte lesive della sua integrità; per altro verso, assicurare che la risposta legalitaria contro i fenomeni di *market abuse* non violi i diritti fondamentali riconosciuti dalla Convenzione europea e dalla Carta di Nizza.

Direttiva propende per una distinzione meramente quantitativa ed effettuale tra manipolazione grave e manipolazione “lieve”, sicché la graduazione della risposta sanzionatoria tra illeciti penali e illeciti amministrativi rischia di essere iniqua».

²⁰⁰ Sul punto, SCOLETTA, *op. ult. cit.*, p. 218 (6/14). Sottolinea come i criteri elencati siano «assai vaghi e riferibili più propriamente a contesti normativi dominati dal principio di discrezionalità dell'azione penale», SEMINARA S., *Diritto penale commerciale. Il diritto penale del mercato mobiliare*, Vol. III, Torino, 2018, p. 69.

²⁰¹ Si pensi alla costruzione della variante penalistica dell'*insider trading*, o della comunicazione illecita di informazioni privilegiate (artt. 3 e 4, *MAD II*), che presentano un ambito applicativo ampiamente sovrapponibile a quello tracciato dal Regolamento per la “controparte amministrativa” (artt. 8 e 10, *MAR*). Allo stesso modo, del tutto coincidente è l'area di operatività della manipolazione del mercato tipizzata dalla Direttiva (art. 5), rispetto a quella tracciata dall'art. 12, par. 1, *MAR*.

²⁰² Cfr. VENTORUZZO M., *Abusi di mercato, sanzioni Consob e diritti umani: il caso Grande Stevens e altri c. Italia*, in *Soc.*, 2014, fasc. 4, p. 705 ss.

4. Il tortuoso iter di adeguamento interno al MAR e alla MAD II.

Le novità racchiuse nel binomio normativo eurounitario *MAR-MAD II* presentano una rilevanza tale che, a livello interno, da più parti è stata immediatamente prospettata la necessità di un intervento legislativo teso a riformare strutturalmente la disciplina nazionale sul *market abuse*: non solo al fine di porre rimedio – una volta per tutte – alla *vexata quaestio* del *ne bis in idem*, sulla quale si era peraltro incentrata l’iniziale attenzione della dottrina maggioritaria²⁰³, ma altresì allo scopo di adeguare il microcosmo normativo interno alle modifiche “sostanziali” apportate sia dalla Direttiva, sia dal Regolamento²⁰⁴.

Preme infatti evidenziare che, sebbene non vi siano dubbi circa il fatto che il comparto maggiormente bisognoso di rivisitazione legislativa fosse quello penalistico – attesa, se non altro, la peculiarità dello strumento normativo eurounitario, tale da richiedere una *attuazione* interna – lo stesso spiegamento effettivo di tutte le novità amministrativistiche imponeva, a ben vedere, una consistente opera di ingegneria legislativa capace di implementare *anche* il *novum* regolamentare all’interno del T.u.f.

Parte della dottrina ha infatti correttamente evidenziato come talune delle “parti” del Regolamento non sarebbero caratterizzate dalla natura *self-executing* che, pure, altre sezioni dello stesso vantano: al punto che l’incidenza di quelle “parti” nei singoli ordinamenti nazionali risulterebbe sostanzialmente subordinata a un atto di recepimento interno²⁰⁵.

²⁰³ Come si avrà modo di esaminare diffusamente *infra*, Cap. III, p. ---, la sentenza *Grande Stevens* ha avuto un impatto dirompente sul sistema italiano di contrasto al *market abuse*, minando alle fondamenta il meccanismo sanzionatorio su cui si reggeva (e in realtà, tutt’ora si regge) l’impianto normativo disciplinato nel Titolo I-*bis* del t.u.f.: al punto che la dottrina, nonostante avesse tentato di “tamponare” in via interpretativa le falle evidenziate dalla Corte di Strasburgo, aveva a gran voce invocato un intervento del legislatore domestico affinché quest’ultimo ridisegnasse l’intero microcosmo normativo degli abusi di mercato secondo i canoni tracciati dalla Corte Edu. Solo in tal modo sarebbe stato possibile individuare una soluzione capace di evitare “a monte” il ripetersi delle violazioni (FLIK G.M.-NAPOLEONI V., *A un anno di distanza dall’affaire Grande Stevens: dal bis in idem all’e pluribus unum*, in *Riv. Soc.*, 2015, fasc. 5, p. 879). Soluzione che appariva tanto più opportuna proprio a seguito dell’adozione della nuova direttiva 2014/57/Ce e del meccanismo sanzionatorio ivi delineato: anzi, l’attuazione interna delle nuove indicazioni comunitarie appariva la «sede “elettiva” per adeguare l’ordinamento italiano ai dicta di Strasburgo» (cfr. FLICK, *Cumulo tra sanzioni penali e amministrative*, cit., p. 963; nello stesso senso D’ALESSANDRO F., *Tutela dei mercati finanziari e rispetto dei diritti umani fondamentali*, in *Dir. pen. e proc.*, 2014, fasc. 5, p. 631; DE AMICIS G., *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, p. 25).

²⁰⁴ ALESSANDRI A., *Prime riflessioni sulla decisione della Corte Europea dei diritti dell’Uomo riguardo alla disciplina italiana degli abusi di mercato*, in *Giur. comm.*, 2014, p. 875; MUCCIARELLI, *La nuova disciplina*, cit., p. 323-324, nonché SCOLETTA, *Doppio binario sanzionatorio*, cit., p. 231.

²⁰⁵ Sul punto, oltre a SCOLETTA, *op. ult. cit.*, p. 235, cfr. ALESSANDRI A., *Il potere sanzionatorio della Consob: in particolare, in tema di abusi di mercato*, in CARCANO-MOSCA-VENTORUZZO (a cura di), *Regole del mercato e mercato delle regole*, Milano, 2016, p. 441.

Tra le novità di maggiore impatto operativo si pensi, a titolo d'esempio, al rinnovato – per qualità e quantità – arsenale sanzionatorio amministrativo, descritto all'art. 30 *MAR* e rispetto al quale il legislatore dell'Unione fissa(va) la data di entrata in vigore al 3 luglio 2016: coincidente, non a caso, con la *deadline* per l'attuazione interna della *MAD II*.

Ancora, appariva certamente meritevole di un intervento recettivo *ad hoc* da parte del legislatore nazionale tutta quella folta schiera di disposizioni regolamentari che, incidendo in modo più o meno diretto sulla tipizzazione degli illeciti, finiva per riplasmare in modo evidente la *complessiva* disciplina del *market abuse*: richiamando alla mente solamente le innovazioni di maggiore impatto, si pensi alla nuova definizione di informazioni privilegiate (art. 7), alla ridefinizione di quella pluralità di istituti che concorrono a delimitare – *in negativo* – l'area di operatività degli illeciti (art. 5, Esenzione per i programmi di riacquisto di azioni proprie e stabilizzazione; art. 6, Esenzione dalle attività di gestione monetaria e del debito pubblico nonché dalle attività relative alla politica climatica; art. 9, Condotta legittima; art. 13, Prassi di mercato ammesse), alle stesse nuove norme definitorie di cui all'art. 3 che – tra le altre innovazioni – estendono la disciplina del *market abuse* alle negoziazioni svolte sugli *MTF*, sugli *OTF* e persino *over the counter*.

Brevi notazioni, ma di per sé sufficienti a giustificare l'auspicio – da più parti formulato – di un rapido intervento conformativo da parte del legislatore nazionale, nella convinzione che «confidare in un adattamento per via esclusivamente interpretativa» avrebbe finito per «costringere a operazioni ermeneutiche di dubbia fattura»²⁰⁶, soprattutto laddove si consideri che il Regolamento costituiva (e costituisce) il riferimento interpretativo anche per le disposizioni eurounitarie “penalistiche”²⁰⁷.

Anzi, da quest'ultimo punto di vista, il “combinato disposto” rappresentato dalla immediata precettività del Regolamento, dall'influenza diretta che le disposizioni regolamentari esercitano sulla definizione del *typus* penalistico dell'*insider trading* e della *market manipulation*, oltre che dalla necessità di un intervento teso a dare attuazione alla Direttiva 2014/57/UE, avrebbe schiuso degli scenari alquanto “complicati” in sede di gestione interna del comparto del *market abuse*. Tenuto conto infatti che la tipicità delle disposizioni penalistiche del Titolo I-bis del t.u.f. è profondamente plasmata, per il tramite dei numerosi elementi normativi su cui sono strutturate, dalla disciplina “amministrativa” del t.u.f. stesso²⁰⁸, pare evidente come, fintanto che il legislatore nazionale non avesse adeguato la disciplina contenuta nel

²⁰⁶ MUCCIARELLI F., *Riforma penalistica del market abuse*, cit., p. 5 ss.

²⁰⁷ Sul punto, cfr. MIEDICO M., *Gli abusi di mercato. La disciplina penalistica*, in ALESSANDRI A. (a cura di), *Reati in materia economica*, II ed., estratto dal VIII vol. di PALAZZO F.-PALIERO C.E. (diretto da), *Trattato Teorico-Pratico di Diritto penale*, Torino, 2017, p. 267.

²⁰⁸ Il legame diretto che avvince la disciplina penalistica nazionale e il *corpus* normativo del *MAR* è oggi resa ancor più evidente dalla scelta del legislatore interno di adeguare il microcosmo del *market abuse* alle indicazioni eurounitarie mediante il ricorso “selvaggio” alla *tecnica del rinvio*: v. *infra*, par. 5, p. 54.

Testo unico al *dictum* eurounitario – “introiettando” le novità del *MAR*, divenuto oggi il faro regolativo di riferimento per la materia del *market abuse* –, l’efficacia diretta del Regolamento avrebbe *comunque* dovuto esprimere la propria efficacia anche sulle fattispecie penali domestiche di *insider trading* e di manipolazione del mercato: con intuibili ricadute sul versante della *riserva di legge* e sul piano del divieto di *irretroattività* della norma penale sfavorevole.

Infatti, lì ove il *MAR* contempla delle novità regolative che determinano l’ampliamento dell’area di operatività del *market abuse* – rispetto a quella originariamente tracciata dalla Direttiva del 2003 e recepita nel t.u.f.²⁰⁹ –, come in punto di estensione della disciplina a *tutte* le piattaforme di scambio, o alle condotte abusive in tema di certificati verdi, ovvero ancora ai comportamenti manipolativi riguardanti i *benchmark*, pare evidente che tali innesti non possano ancora spiegare efficacia sulle fattispecie penali, disciplinate agli artt. 184 e 185 t.u.f., dal momento che tale “ampliamento” in via interpretativa – nel silenzio del legislatore – assumerebbe le fattezze tipiche di una palese, e inaccettabile, operazione analogica *in malam partem*²¹⁰.

Le aspettative della dottrina avevano inizialmente trovato solo timidi – e peraltro poco incoraggianti – riscontri da parte del legislatore nazionale che, per contro, si è dimostrato «alquanto riluttante a metter mano alle norme punitive»²¹¹ del t.u.f., dopo l’entrata in vigore dalla *MAD II* e del *MAR*.

Nel disegno di legge recante Delega al Governo per il recepimento delle direttive europee e l’attuazione di altri atti dell’Unione europea – Legge di delegazione europea 2014 (del 5 febbraio 2014), l’invito al recepimento normativo non era infatti esteso alla direttiva 2014/57/UE: era stato ritenuto non indispensabile approntare delle misure nazionali di adattamento alla citata direttiva in quanto «l’ordinamento interno è già conforme», con buona pace non solo della vistosa lesione del principio del *ne bis in idem* segnalata da Strasburgo nella sentenza *Grande Stevens*, ma anche, e più in

²⁰⁹ S’intende, nelle disposizioni del t.u.f. così come conformate *prima* delle modifiche apportate dal d.lgs. n. 107/2018, su cui *infra*.

²¹⁰ Cfr. GAMBARDELLA, *Condotte economiche*, cit., p. 302, il quale, domandandosi se «a fronte, della riserva di legge in materia penale, sia possibile che il legislatore europeo, ampliando l’ambito di applicazione di una disciplina, di fatto vada a creare delle nuove condotte penalmente sanzionate», correttamente rileva che «si andrebbero a determinare nuove tipologie di reato, in assenza di una modifica esplicita del legislatore nazionale». Possibilità che deve essere esclusa, in quanto «anche se il regolamento (MAR) è direttamente applicabile [...], qualora le disposizioni regolamentari definiscano elementi costitutivi della fattispecie incriminatrice già presenti nell’ordinamento nazionale, determinandone un ampliamento dell’ambito applicativo, il principio della riserva di legge [...] limita l’operatività della fonte regolamentare eurounitaria». Vedasi anche le riflessioni di CONSULICH F.-MUCCIARELLI F., *Informazione e tutela penale dei mercati finanziari nello specchio della normativa eurounitaria sugli abusi di mercato*, in *Soc.*, 2016, fasc. 2, p. 189 ss., i quali evidenziano come neppure «potrebbe essere utile il ricorso all’interpretazione conforme delle fattispecie penali nazionali in tema di abusi di mercato al diritto eurounitario espresso dalla nuova Direttiva e dal Regolamento: le discrasie tra norma interna e previsione europea sono infatti troppo marcate e l’esito di tale operazione esegetica avrebbe per lo più una portata *in malam partem*».

²¹¹ CONSULICH, *Market manipulation*, cit., p. 558.

generale, della ridefinizione dei confini degli illeciti di *market abuse*, così come rimodulati per effetto del nuovo binomio normativo eurounitario²¹².

La “svista” governativa è stata successivamente rettificata – probabilmente anche su sollecitazione della stessa Consob²¹³ – in sede parlamentare, con l’esito che la legge delega del 9 luglio 2015, n. 114, invitava il Governo ad adeguare il t.u.f. agli obblighi derivanti dalla direttiva 2014/57/UE e dal coevo regolamento 596/2014/Ce. Sulle linee guida e sui i criteri direttivi dell’intervento normativo, fissati all’art. 11 della legge delega, si erano concentrate le critiche di parte della dottrina: se in generale era stata evidenziata la vistosa lacuna determinata dalla mancanza di criteri direttivi volti a risistemare il versante *penalistico* degli abusi di mercato²¹⁴ (con l’unica eccezione rappresentata dall’incarico di rivedere il profilo del cumulo sanzionatorio: art. 11, lett. m)), alcuni Autori avevano osservato come le indicazioni contenute nella legge delega apparissero pedissequamente appiattite sui criteri elaborati già negli strumenti normativi eurounitari e fossero prive di «qualsivoglia apprezzamento politico-criminale, ciò che si traduce nella sostanziale assenza di linee-guida per il delegato»²¹⁵; secondo altri, invece, i criteri fissati all’art. 11 avrebbero indicato, con specifico riferimento al problema del *ne bis in idem* «una serie di opzioni suicide per il legislatore, destinate a essere immediatamente invalidate dalla giurisprudenza»²¹⁶.

Proprio in relazione all’«incarico parlamentare» di rivisitare il cumulo sanzionatorio, in effetti, si potevano evidenziare i profili più problematici della legge delega. L’art. 11, lett. m), poneva il legislatore delegato dinanzi a un’alternativa, in quanto veniva incaricato di garantire il rispetto del *ne bis in idem* «attraverso la distinzione delle fattispecie o attraverso previsioni che consentano l’applicazione della sola sanzione più grave, ovvero che impongano all’autorità giudiziaria o alla Consob di tenere conto, al momento dell’irrogazione delle sanzioni di propria competenza, delle misure punitive già irrogate». Anche a voler soprassedere sui consistenti dubbi di compatibilità costituzionale insiti nel ricorso a una simile tecnica di delega – dal

²¹² Cfr. Relazione illustrativa del d.d.l. d’iniziativa governativa n. S-1758, recante «Delega al Governo per il recepimento delle direttive europee e l’attuazione di altri atti dell’Unione europea - Legge di delegazione europea 2014», presentato al Senato in data 5 febbraio 2015 e approvato in via definitiva dalla Camera il 2 luglio successivo, divenendo l. 9 luglio 2015, n. 114, sul quale *infra*.

²¹³ Cfr. il documento Consob intitolato *Senato della Repubblica, 14a Commissione permanente (Politiche dell’Unione europea), Audizione nell’ambito dell’esame del Disegno di Legge n. 1758 recante Delega al Governo per il recepimento delle direttive europee e per l’attuazione di altri atti dell’Unione europea – Legge di delegazione europea 2014, Audizione del Presidente della CONSOB Giuseppe Vegas*, Roma, 18 marzo 2015, in www.senato.it, ove, con specifico riguardo alla materia del *market abuse*, attese le modifiche apportate dal nuovo binomio normativo eurounitario, viene espressamente affermata la necessità di «integrare il Disegno di Legge in esame con opportuni criteri di delega [...], al fine di operare una chiara e univoca distinzione tra le fattispecie di abuso di mercato da punire in via amministrativa e le fattispecie – gravi e commesse con dolo – che invece integrano ipotesi di reato [...]

²¹⁴ BASILE, *Verso la riforma della disciplina italiana*, cit., p. 21.

²¹⁵ MUCCIARELLI, *La nuova disciplina*, cit., p. 323.

²¹⁶ VIGANÒ F., *Ne bis in idem e contrasto agli abusi di mercato: una sfida per il legislatore e i giudici italiani*, in *Riv. trim. dir. pen. cont.*, 2016, fasc. 1, p. 198.

tenore alquanto *generico*, nella misura in cui sostanzialmente rimette la decisione, su un profilo cruciale come quello della dimensione sanzionatoria della disciplina, in capo al Governo²¹⁷ – deve evidenziarsi come, muovendo dall’angolo prospettico delle indicazioni interpretative fornite dalla Corte Edu nel caso *Grande Stevens* – che, in allora, costituivano il “parametro ermeneutico” di riferimento per la ricostruzione concettuale della “versione” di *ne bis in idem* rilevante, anche a livello interno –, solamente la prima delle due possibili vie di adattamento interno, prospettate dal delegante, avrebbe potuto assicurare il rispetto del principio convenzionale di cui all’art. 4, Prot. 7 Cedu: solamente infatti la netta distinzione *tipologica* tra gli illeciti, penali e amministrativi, avrebbe consentito di evitare non solo la convergenza *in idem* di sanzioni (formalmente) penali e di sanzioni (formalmente) amministrative (*ne bis in idem* sostanziale), ma anche di scongiurare l’apertura di due procedimenti distinti a carico del medesimo soggetto e in relazione al medesimo fatto (*ne bis in idem* processuale). Esito che, per contro, la seconda opzione attuativa non avrebbe in alcun modo potuto assicurare: la previsione di un semplice meccanismo di ricalibratura sanzionatoria, finalizzato ad assicurare che in sede di applicazione della *seconda* sanzione si ‘tenga conto’ di quella *già irrogata*, è inevitabilmente *minimale*, in quanto espressamente focalizzata sulla sola dimensione *sostanziale* del *ne bis in idem*. Nessun presidio sarebbe stato predisposto invece a tutela del versante *processuale* della garanzia²¹⁸: anzi, il doppio accertamento e la correlata doppia irrogazione sanzionatoria costituiscono – in tale prospettiva di intervento *minimale* – il *presupposto* di operatività del meccanismo di raccordo punitivo²¹⁹.

In ogni caso, la delega legislativa non diede alcun frutto, atteso che il termine per l’esercizio della medesima spirò prima che potesse essere adottata qualsivoglia iniziativa normativa.

Le successive evoluzioni giurisprudenziali registrate a livello convenzionale (sentenza *A e B c. Norvegia*²²⁰), l’assist offerto dalla Corte costituzionale²²¹ e i plurimi rinvii pregiudiziali alla Corte di giustizia²²², hanno probabilmente sollecitato il

²¹⁷ Sul punto, v. BASILE, *Verso la riforma della disciplina italiana*, cit., p. 16-18, il quale ritiene – più in generale – che l’art. 11, l. 114/2015 rappresenti «un paradigmatico caso di mandato ‘in bianco’, con attribuzione al delegato di sconfinata discrezionalità sotto il profilo della *Kriminalpolitik* ai fini del recepimento della nuova normativa eurounitaria sugli abusi di mercato».

²¹⁸ BASILE, *op. ult. cit.*, p. 19.

²¹⁹ Come si avrà modo di esaminare *infra*, proprio la “via minimalista” è stata successivamente seguita dal legislatore in sede di “mini-riforma” del *market abuse*.

²²⁰ Su cui *infra*, Cap. III, Sez. II, par. 2.3.

²²¹ Cfr. Corte cost., sent. 8 marzo 2016, n. 102, su cui *infra*, Cap. III, Sez. II, par. 2.2.

²²² Trattasi dei rinvii pregiudiziali formulati nell’ambito della causa *Menci* (Trib. di Bergamo, ord. 16 settembre 2015, in www.penalecontemporaneo.it, 2015, 28 settembre), nella causa *Garlsson Real Estate e a.* (Cass., ord. 20 settembre 2016, n. 20675/16, in www.penalecontemporaneo.it, 2016, 17 ottobre) e nelle cause *Di Puma e Zecca* (Cass., ord. 15 novembre 2016, n. 23232/16, in *Dejure*): il primo, riguardante la materia dei reati fiscali; gli altri, concernenti invece il meccanismo sanzionatorio degli abusi di mercato.

Governo a inserire, nello schema di d.d.l. di delegazione europea 2016 (tradottasi nella legge delega 25 ottobre 2017, n. 163), l'art. 7 (confluito nell'art. 8, l. 163/2017), specificamente volto a conferire «Delega al Governo per l'adeguamento della normativa nazionale alle disposizioni del regolamento (UE) n. 596/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 16 aprile 2014, relativo agli abusi di mercato (regolamento sugli abusi di mercato) e che abroga la direttiva 2003/6/CE del Parlamento europeo e del Consiglio e le direttive 2003/124/CE, 2003/125/CE e 2004/72/CE della Commissione».

Senza entrare nel merito delle singole modifiche sollecitate con la legge delega²²³, preme in questa sede evidenziare che neppure il nuovo impulso riformatore pareva adeguato a garantire la compatibilità dell'impianto normativo domestico in tema di *market abuse* rispetto alle indicazioni europee: non tanto rispetto a quelle provenienti dalla Corte Edu in punto di *ne bis in idem* - così come "rivisitato" in senso riduttivo e in prospettiva "solo" *sostanzialistica* dalla sentenza *A e B c. Norvegia* -, quanto soprattutto rispetto a quelle provenienti dal piano eurounitario.

La delega legislativa – ponendosi in un rapporto di sostanziale “continuità spirituale” rispetto all'impostazione che aveva animato la precedente legge delega²²⁴ – concerneva infatti il recepimento del solo Reg. (UE) 596/2014, contenente la disciplina *amministrativa* sugli abusi di mercato, mentre appariva quasi del tutto silente in ordine al recepimento della Direttiva 2014/57/UE, riguardante lo strumentario *penalistico* per il contrasto ai fenomeni del *market abuse*²²⁵. Evidentemente il legislatore nazionale aveva ritenuto non necessario modificare il comparto penalistico del Titolo I-*bis* del t.u.f. (se non nei limiti di quanto consentito, in termini generali, dall'art. 32, co. 1, lett. d), l. 234/2012²²⁶), ferma la necessità di rimeditare il meccanismo di calibrazione

²²³ Sul punto ampiamente BASILE E., *Riforma del market abuse: quando la toppa (parlamentare) è peggiore del buco (governativo)*, in *Dir. pen. cont.*, 2017, fasc. 11, p. 228 ss.

²²⁴ Nello stesso senso, MUCCIARELLI, *Gli abusi di mercato riformati*, cit., p. 3.

²²⁵ Come espressamente indicato nella Relazione illustrativa dello Schema di disegno di legge (recante *Delega al Governo per il recepimento delle direttive europee e l'attuazione di altri atti dell'Unione europea – Legge di delegazione europea 2016*) «per quanto riguarda le sanzioni penali e amministrative pecuniarie previste rispettivamente dal regolamento (UE) n. 596/2014 e dalla direttiva 2014/57/UE, l'attuale relativa disciplina sanzionatoria di riferimento è contenuta nella parte V del TUF. Nell'ordinamento interno, le condotte dolose previste dalla direttiva risultano già oggetto di previsione sanzionatoria». Critico sull'opzione “minimalista” seguita dal legislatore delegante, a tal punto censurabile da costituire un «vero e proprio caso di inosservanza all'obbligo di dare attuazione a una direttiva eurounitaria», cfr. MUCCIARELLI, *Riforma penalistica*, cit., p. 9.

²²⁶ Tale disposizione consente infatti prevede che «al di fuori dei casi previsti dalle norme penali vigenti, ove necessario per assicurare l'osservanza delle disposizioni contenute nei decreti legislativi, sono previste sanzioni amministrative e penali per le infrazioni alle disposizioni dei decreti stessi. Le sanzioni penali, nei limiti, rispettivamente, dell'ammenda fino a 150.000 euro e dell'arresto fino a tre anni, sono previste, in via alternativa o congiunta, solo nei casi in cui le infrazioni ledano o esponcano a pericolo interessi costituzionalmente protetti» (Cfr. CUPELLI C., *L'Italia si adegua al Trattato di Lisbona: pubblicata la nuova legge sulla partecipazione del nostro Paese alla formazione e all'attuazione della normativa e delle politiche dell'UE*, in *Dir. pen. cont.*, 7 gennaio 2013): in buona sostanza, in sede di

sanzionatoria contenuto nell'art. 187-*terdecies* t.u.f.²²⁷: opzione, questa, che non solo appariva alquanto sorprendente, tenuto conto sia delle incisive riforme apportate sul versante penale *direttamente* dalla *MAD II*, sia *indirettamente* dal *MAR*, ma che spingeva altresì taluna parte della dottrina a pronosticare l'apertura di scenari tutt'altro che rosei per l'ordinamento italiano, non potendosi in particolare escludere l'avvio di una procedura d'infrazione per la mancata attuazione del diritto dell'Unione²²⁸.

5. Il “pasticciaccio brutto” del d.lgs. n. 107/2018: dalla tecnica normativa...

In limine rispetto alla data di scadenza della delega conferita con l. n. 163/2016, il Governo infine adottava il decreto legislativo 10 agosto 2018, n. 107, recante «Norme di adeguamento della normativa nazionale alle disposizioni del regolamento (UE) n. 596/2014, relativo agli abusi di mercato e che abroga la direttiva 2003/6/CE e le direttive 2003/124/UE, 2003/125/CE e 2004/72/CE».

Pare opportuno anticipare sin da subito come il decreto in esame, lungi dall'aver apportato un contributo riformatore tale da assicurare un puntuale adeguamento della disciplina interna rispetto al *dictum* eurounitario, rappresenta la *summa* di tutti i profili di criticità – più ulteriori altri di inediti – che già l'analisi dei precedenti *step* attuativi aveva consentito di evidenziare. Sempre in via di prima approssimazione, un rapido sguardo al d.lgs. n. 107/2018 consente infatti di evidenziare come l'intervento normativo risulti *metodologicamente inadeguato e confusionario, contenutisticamente limitato e costituzionalmente dubbio*.

Dall'angolo visuale della tecnica normativa utilizzata, deve segnalarsi come il legislatore abbia fatto ampio ricorso alla tecnica del rinvio per adeguare la disciplina interna rispetto alle indicazioni contenute nel *MAR*. Tale impostazione, chiaramente evincibile dalla lettura delle nuove disposizioni a carattere definitorio – su tutte, quella dell'art. 180 t.u.f.²²⁹ –, oltre a recare con sé – come chiarito *infra* – il rischio tutt'altro

attuazione del diritto dell'Unione a livello interno, laddove difetti una esplicita delega legislativa volta a conferire una potestà incriminatrice all'Esecutivo, quest'ultimo può intervenire in materia ricorrendo solamente a illeciti di tipo contravvenzionale.

²²⁷ A mente infatti dell'art. 8, co. 3, lett. *f*), della l. n. 163/2017, il legislatore delegato era chiamato a «rivedere l'articolo 187-*terdecies* del testo unico di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, prevedendo che l'autorità giudiziaria o la CONSOB tengano conto, al momento dell'irrogazione delle sanzioni di propria competenza, delle misure punitive già irrogate nonché disponendo che l'esecuzione delle sanzioni, penali o amministrative, aventi la medesima natura, sia limitata alla parte eccedente a quella già eseguita o scontata».

²²⁸ In questo senso, BASILE E., *Riforma del market abuse*, cit., p. 230.

²²⁹ La disposizione dell'art. 180, oltre a perimetrare il concetto di «strumenti finanziari» (co. 1, lett. *a*)), affida la definizione di «contratto a pronti su merci» (lett. *b*)), di «programma di riacquisto di azioni proprie» (lett. *b-bis*)), di «informazione privilegiata» (lett. *b-ter*)), etc., direttamente al Regolamento europeo, attraverso il richiamo alla specifica disposizione eurounitaria che contempla la nozione citata: per esempio, con riferimento alla «informazione privilegiata», il concetto sotteso è quello contemplato «dall'articolo 7, paragrafi da 1 a 4, del regolamento (UE) n. 596/2014».

che remoto di potenziali lesioni del canone giuspenalistico della riserva di legge, finisce per incidere negativamente sulla stessa intellegibilità del precetto²³⁰, essendo necessaria una continua opera di “comparazione” parallela tra il t.u.f. e il *MAR*.

5.1. (segue):...ai contenuti...

Sul versante dei contenuti o, meglio, delle aree di disciplina che costituiscono oggetto di intervento legislativo, la portata “minimalista” dei criteri direttivi e dei principi indicati nella legge delega si è inevitabilmente ripercossa sulla stessa ampiezza del decreto legislativo n. 107/2018, il quale presenta – soprattutto se riguardato dall’angolo prospettico del problema del *ne bis in idem* – un evidente «carattere compromissorio»²³¹, riducendosi di fatto a un mero «*maquillage* dell’assetto repressivo degli abusi di mercato, lasciato, nella sostanza, invariato e sempre attanagliato»²³² dai problemi – *in primis*, quello del carico sanzionatorio – che cronicamente affliggono la materia.

Coerentemente rispetto a quanto *supra* precisato in punto a metodologia espositiva, ci si limiterà a offrire innanzitutto una prima panoramica generale sui contenuti della «mini-riforma»²³³, indicando – in modo tendenzialmente cursorio – i profili di distonia contenutistica che il *novum* legislativo presenta rispetto alle indicazioni eurounitarie: ciascuno di tali punti di disallineamento, tra disciplina nazionale e plesso regolativo europeo, costituirà oggetto di successiva, approfondita, disamina in sede di analisi degli illeciti di *insider trading* e di *market manipulation*²³⁴.

Limitando la trattazione – per ragioni di opportunità espositiva, oltre che di coerenza contenutistica rispetto agli obiettivi del presente elaborato – all’esame degli innesti normativi che hanno avuto un’incidenza, *indiretta* o *diretta*, sulla portata delle disposizioni incriminatrici del t.u.f., possono individuarsi tre “aree” di interesse: le novità che hanno riguardato il delitto di *insider trading*, quelle che hanno invece inciso sul reato di manipolazione del mercato e quelle, infine, che hanno riguardato le *disposizioni comuni* ai due illeciti.

Proprio dalle modifiche che hanno interessato queste ultime conviene prendere le mosse, tenuto conto non solo del fatto che tali disposizioni costituiscono una sorta di “parte generale” del *market abuse* e, in quanto tali, la loro analisi risulta *logicamente* antecedente rispetto a quella delle norme di “parte speciale” specificamente dedicate a

²³⁰ MUCCIARELLI, *Gli abusi di mercato riformati*, cit., p. 179-180.

²³¹ BASILE E., *Mini-riforma del market abuse: obiettivi mancati ed eterogenesi dei fini nel d.lgs. n. 107/2018*, in *Dir. pen. proc.*, 2019, fasc. 3, p. 329, il quale evidenzia infatti che il decreto in esame «rappresenta un compromesso al ribasso tra l’esigenza di adeguamento della disciplina domestica ai nuovi strumenti normativi eurounitari di contrasto agli abusi di mercato e la pervicace volontà di mantenere un sistema punitivo a ‘doppio binario’, nonostante la problematica compatibilità del medesimo con la garanzia del *ne bis in idem*».

²³² CONSULICH, *Market manipulation*, cit., p. 559.

²³³ BASILE, *op. loc. cit.*

²³⁴ Cfr. *infra*, Cap., II, Sez. I e Sez. II.

insider trading e a manipolazione del mercato, ma altresì della circostanza che alle stesse già in precedenza si è avuto modo di fare (un rapido) cenno: il riferimento concerne la già citata disposizione a carattere definitorio dell'art. 180 t.u.f., oltre alla fattispecie di cui all'art. 182, rubricata «Ambito di applicazione», e a quella disciplinata dall'art. 183, relativa alle c.d. «Esenzioni».

Trattasi di disposizioni normative tra loro contenutisticamente e strutturalmente eterogenee, ma accomunate dall'incidenza *indiretta* che esercitano nella definizione della portata applicativa delle fattispecie incriminatrici del *market abuse*.

Quanto all'art. 180 t.u.f., può agevolmente cogliersi come gli le modifiche normative che hanno interessato le definizioni ivi contenute²³⁵ rechino con sé un riverbero indiretto, sull'alveo applicativo delle fattispecie penali, di segno chiaramente *estensivo*. Certamente più ampie risultano, rispetto alla previgente formula definitoria offerta dallo stesso art. 180 t.u.f., le nozioni di «strumento finanziario» (art. 180, co. 1, lett. a) - comprendente ora anche gli strumenti negoziati, o per i quali è stata richiesta l'ammissione alla negoziazione, in una qualsiasi *trading venue*²³⁶ e persino al di fuori di sedi di negoziazione (c.d. *over the counter*), nonché gli strumenti non quotati in sedi di negoziazione ma i cui prezzi dipendono dai prezzi di strumenti ammessi in sedi di negoziazione o hanno effetto sugli stessi²³⁷ - e di «informazione privilegiata» (art. 180, co. 1, lett. b-ter) che, in ossequio al richiamo effettuato direttamente all'art. 7 MAR, presenta oggi un alveo applicativo decisamente più ampio, esteso sino a disciplinare ipotesi peculiari – e in precedente prive di espresso riconoscimento normativo – come quella della formazione progressiva dell'informazione all'interno di un processo prolungato²³⁸, o ancora quella della trasmissione dell'informazione dal cliente alla persona incaricata dell'esecuzione di ordini relativi a strumenti finanziari.

Parimenti destinata ad ampliare le maglie di operatività degli illeciti penali – segnatamente della *market manipulation* – è l'inserimento della *inedita* nozione di indice di riferimento o *benchmark*, la cui definizione è peraltro da ricavarsi dall'analisi dell'art. 3, par.1, punto 29), del MAR (art. 180, co. 1, lett. b-quater)).

²³⁵ L'attuale formulazione dell'art. 180 t.u.f. si deve all'art. 4, co. 3, d.lgs. n. 107/2018.

²³⁶ Cfr. art. 180, co. 1, lett. a), a mente del quale costituiscono «strumenti finanziari»: 1) gli strumenti finanziari di cui all'articolo 1, comma 2, ammessi alla negoziazione o per i quali è stata presentata una richiesta di ammissione alle negoziazioni in un mercato regolamentato italiano o di altro Paese dell'Unione europea; 2) gli strumenti finanziari di cui all'articolo 1, comma 2, ammessi alla negoziazione o per i quali è stata presentata una richiesta di ammissione alle negoziazioni in un sistema multilaterale di negoziazione italiano o di altro Paese dell'Unione europea; 2-bis) gli strumenti finanziari negoziati su un sistema organizzato di negoziazione italiano o di altro Paese dell'Unione europea».

²³⁷ Cfr. art. 180, co. 1, lett. a), n. 2-ter), che estende la definizione sino a comprendere «gli strumenti finanziari non contemplati dai precedenti numeri, il cui prezzo o valore dipende dal prezzo o dal valore di uno strumento finanziario ivi menzionato, ovvero ha un effetto su tale prezzo o valore, compresi, non in via esclusiva, i credit default swap e i contratti differenziali».

²³⁸ Tema oggetto di successiva e specifica trattazione, attesa la sua diretta attinenza rispetto al problema della punibilità del c.d. *insider* di sé stesso: v. *infra*, Cap. II, Sez. I, par. 4.

Ebbene, le più ampie nozioni di *strumenti finanziari*, di *informazione privilegiata* e i nuovi concetti di *indice di riferimento* o *benchmark*, esplicano un'efficacia *estensiva indiretta* sugli illeciti penali (oltre che amministrativi) di *market abuse*, nella misura in cui si tratta di autentici elementi normativi di fattispecie²³⁹: con evidenti ripercussioni sul piano della compatibilità complessiva dell'assetto legislativo rispetto al canone della riserva di legge, atteso che all'Esecutivo non è stato conferito alcun potere legislativo per la rimodulazione del versante squisitamente penalistico del *market abuse*.

Considerazioni del tutto analoghe possono effettuarsi in relazione alla riscrittura dall'art. 182 t.u.f.

Tale disposizione, che regola l'ambito di applicazione degli illeciti – penali e amministrativi – in tema di *market abuse*, è stata infatti oggetto di due significative modifiche²⁴⁰, foriere di altrettanto significative ripercussioni sulla portata operativa delle fattispecie (anche amministrative) di abuso di informazioni privilegiate e di manipolazione del mercato: per un verso, viene ora precisato al comma 1 che le condotte punibili secondo la legge italiana sono anche quelle che, pur commesse all'estero, abbiano ad oggetto «*strumenti finanziari ammessi o per i quali è stata presentata una richiesta di ammissione alla negoziazione in un mercato regolamentato italiano o in un sistema multilaterale di negoziazione italiano*», oppure «*strumenti finanziari negoziati su un sistema organizzato di negoziazione italiano*»²⁴¹; per altro verso, l'originario comma 2-bis della disposizione²⁴² è stato sostituito dall'attuale previsione, secondo la quale gli illeciti (penali e amministrativi) di *market abuse* «*si applicano anche alle condotte o alle operazioni, comprese le offerte, relative alle aste su una piattaforma d'asta autorizzata come un mercato regolamentato di quote di emissioni o di altri prodotti oggetto d'asta correlati, anche quando i prodotti oggetto d'asta non sono strumenti finanziari, ai sensi del regolamento (UE) n. 1031/2010*».

Con riferimento, infine, all'art. 183 t.u.f., l'esito dell'integrale riscrittura della disposizione – disposta dall'art. 4, co. 6, d.lgs. n. 107/2018 – parrebbe essere quello di una parziale riduzione delle ipotesi di c.d. esenzioni, ossia dell'area di *non applicabilità* delle fattispecie sanzionatorie previste dal Titolo I-bis del t.u.f., sicché la riforma sembrerebbe aver specularmente ampliato l'ambito di applicazione di queste ultime.

²³⁹ MUCCIARELLI, *Gli abusi di mercato riformati*, cit., p. 180; BASILE, *Mini-riforma del market abuse*, cit., p. 330.

²⁴⁰ Disposte dall'art. 4, co. 5, d.lgs. n. 107/2018.

²⁴¹ Nella sua originaria formulazione, il citato comma 1 dell'art. 182 t.u.f. limitava la portata applicativa degli illeciti "italiani" alle condotte, anche se commesse all'estero, concernenti i soli «strumenti finanziari ammessi o per i quali è stata presentata una richiesta di ammissione alla negoziazione in un mercato regolamentato italiano o in un sistema multilaterale di negoziazione italiano».

²⁴² A mente della quale «Salvo quanto previsto dal comma 1, le disposizioni degli articoli 184, 185, 187-bis e 187-ter si applicano ai fatti concernenti gli strumenti finanziari di cui all'articolo 180, comma 1, lettera a), numero 2)», ossia gli strumenti finanziari ammessi alla negoziazione in un sistema multilaterale di negoziazione italiano, per i quali l'ammissione è stata richiesta o autorizzata dall'emittente.

Se infatti la lett. a) dell'art. 183²⁴³ si limita a riprodurre – fermo il “nuovo” richiamo all'art. 6 *MAR* – il previgente disposto precettivo²⁴⁴, è attorno alla riscrittura della lett. b) che sorgono talune perplessità. Mentre la precedente versione della disposizione precisava come non trovassero applicazione le fattispecie sanzionatorie del *market abuse*, allorché le condotte consistessero in «*negoziazioni di azioni proprie di cui all'articolo 180, comma 1, lettera a), effettuate nell'ambito di programmi di riacquisto da parte dell'emittente o di società controllate o collegate*», oppure in «*operazioni di stabilizzazione di strumenti finanziari di cui all'articolo 180, comma 1, lettera a), che rispettino le condizioni stabilite dalla Consob con regolamento*», l'attuale formulazione dell'art. 183, co. 1, lett. b), contiene un riferimento alle sole «*negoziazioni di azioni proprie effettuate ai sensi dell'articolo 5 del regolamento (UE) n. 596/2014*»: scompare, dunque, la menzione alle operazioni di stabilizzazione.

Le farraginosità interpretative derivanti dall'uso della tecnica del rinvio al *MAR* trovano, probabilmente, proprio in sede di analisi dell'art. 183, co. 1, lett. b), evidente manifestazione.

Se infatti l'argomento *storico* dovrebbe condurre a ritenere che le operazioni di stabilizzazione *non* costituiscano più un'ipotesi di esenzione, in tal senso deponendo l'opzione legislativa di *eliminare* ogni *espresso* riferimento normativo alle stesse, proprio il rinvio all'art. 5 *MAR* giustificherebbe invece una conclusione diametralmente opposta: la disposizione regolamentare menziona esplicitamente, tra i casi di esenzione, oltre ai programmi di riacquisto di azioni proprie (art. 5, par. 1) anche le operazioni di stabilizzazione (art. 5, par. 4)²⁴⁵, sicché il richiamo effettuato dall'art. 183, co. 1, lett. b) all'art. 5 *MAR* confermerebbe l'idoneità “esonerativa” – anche a seguito delle modifiche apportate dal d.lgs. n. 107/2018 – delle citate operazioni di stabilizzazione.

La soluzione da ultimo indicata pare preferibile²⁴⁶, quantomeno per due ragioni.

Da un lato, ritenere che anche le operazioni di stabilizzazione continuino a integrare un'ipotesi di esenzione sarebbe soluzione *sistematicamente coerente*, sia rispetto alle indicazioni contenute nell'art. 5 *MAR*, al quale espressamente l'art. 183 rinvia, sia rispetto all'art. 180, co. 1, lett. *c-bis*): posto che quest'ultima disposizione contiene la definizione di «stabilizzazione», a sua volta fornita dall'art. 3, par. 2, lett. *d*) del *MAR*, non avrebbe alcun senso, per un verso, premurarsi di introdurre nell'ordito

²⁴³ In virtù della quale le disposizioni del Titolo *I-bis* t.u.f. non si applicano «alle operazioni, agli ordini o alle condotte previsti dall'articolo 6 del regolamento (UE) n. 596/2014, dai soggetti ivi indicati, nell'ambito della politica monetaria, della politica dei cambi o nella gestione del debito pubblico, nonché nell'ambito delle attività della politica climatica dell'Unione o nell'ambito della politica agricola comune o della politica comune della pesca dell'Unione».

²⁴⁴ In tale senso anche MUCCIARELLI, *Gli abusi di mercato riformati*, cit., p. 182, nonché CONSULICH, *Market manipulation*, cit., p. 558.

²⁴⁵ Non a caso, la rubrica dell'art. 5 *MAR* recita «Esenzione per i programmi di riacquisto di azioni proprie e stabilizzazione».

²⁴⁶ Soluzione del resto sostenuta anche dalla dottrina prevalente: su tutti, MUCCIARELLI, *op. loc. cit.*, e CONSULICH, *op. loc. cit.*.

normativo tale “inedita” definizione e, per altro verso, escludere qualsivoglia funzionalità (esonerativa) al concetto che esprime.

Dall’altro lato, anche a voler sorvolare sull’argomento sistematico, è proprio la natura del plesso normativo al quale rinvia l’art. 183, co. 1, lett. *b*), t.u.f. a imporre la soluzione positiva: la disposizione interna richiama infatti una norma *regolamentare*, destinata a trovare applicazione a prescindere da qualsiasi attività di recepimento. Non solo, ma trattandosi di una disposizione che contempla un istituto di segno *favorevole* per i potenziali destinatari delle fattispecie sanzionatorie (in particolare quelle penali) contemplata dal Titolo I-*bis* – in quanto *limita* l’area di operatività di queste ultime – l’assenza di uno specifico atto di recepimento interno non reca con sé alcuna lesione al principio della *riserva di legge*²⁴⁷.

L’opzione legislativa di non conferire alcuna delega espressa in materia penale ha giocoforza limitato l’impatto complessivo della riforma del 2018 sul versante *penalistico* degli illeciti di abuso di informazioni privilegiate e di manipolazione del mercato.

Con specifico riguardo all’illecito penale di *insider trading* deve evidenziarsi come, ferma l’estensione dell’ambito applicativo del reato sino a colpire – pur con sanzione *contravvenzionale* – le condotte tenute in sedi di negoziazione diverse dal mercato regolamentare o addirittura realizzate *over the counter* (art. 184, co. 3-*bis*²⁴⁸), i profili di interesse, emergenti all’indomani dell’intervento riformatore, non sono correlati a quegli (invero limitati) elementi che il d.lgs. n. 107/2018 ha *aggiunto o modificato* rispetto all’impianto previgente²⁴⁹, quanto piuttosto a ciò che tale decreto ha *omesso di aggiungere o modificare* per allineare il delitto in esame alle novità introdotte a livello eurounitario.

In primis, è rimasto inattuato il dettato europeo nella parte in cui ha diversificato il trattamento sanzionatorio per le condotte di *trading* e di *tuyautage* rispetto a quello stabilito per l’ipotesi del c.d. *tipping*, presidiando quest’ultima variante tipologica con un corredo edittale sensibilmente meno grave di quello che, invece, è previsto per le prime due²⁵⁰: il legislatore nazionale conferma infatti l’impianto unitario tradizionale, prevedendo un compendio edittale comune alle tre ipotesi di condotta.

²⁴⁷ Del resto, osserva CONSULICH, *op. loc. cit.*, che non vi è «ragione per estromettere questa tipologia di attività dall’ambito dell’esenzione, né paiono ricavarsi argomenti in questo senso nei lavori governativi e parlamentari che hanno preceduto l’entrata in vigore della disciplina nazionale».

²⁴⁸ Sul tema, ampiamente *infra*: cfr. Cap. II, Sez. I, par. 7.

²⁴⁹ Il riferimento concerne essenzialmente l’innesto, all’intero dell’art. 180, co. 2, lett. *b*), della precisazione per cui la condotta di *tipping* è priva di rilievo penale allorché compiuta nell’ambito «di un sondaggio di mercato effettuato ai sensi dell’articolo 11 del regolamento (UE) n. 596/2014»: precisazione, questa, che si colloca a mezza strada tra il *doveroso* (MUCCIARELLI, *Gli abusi di mercato riformati*, cit., p. 183), in quanto l’art. 11 *MAR* espressamente riconosce la liceità delle condotte compiute nell’ambito di attività di *market sounding*, e il *pleonastico* (BASILE, *Mini-riforma del market abuse*, cit., p. 333), in quanto tale scriminante appariva «già ricavabile dal sistema».

²⁵⁰ Come già ricordato *supra*, par. 3, mentre l’art. 7, par. 2, *MAD II* individua nella pena detentiva non inferiore nel massimo a quattro anni il *quantum* sanzionatorio adeguato per le ipotesi di *trading* e di

Del tutto inattuata è altresì rimasta la previsione eurounitaria consistente nell'estendere le sanzioni penali, stabilite per l'*insider* "primario", anche nei confronti del c.d. *insider* secondario²⁵¹: colui che abbia ricevuto "occasionalmente" l'informazione privilegiata e a sua volta la comunichi, la utilizzi o ne raccomandi l'utilizzazione a terzi, resta tutt'ora destinatario della sola sanzione amministrativa di cui all'art. 187-bis t.u.f.

Spostando l'attenzione sulle novità che hanno riguardato l'illecito (penale) di *market manipulation*, meritano di essere segnalati tre profili: uno di carattere "metodologico" e gli altri due di tipo "sostanziale".

Proprio sul versante metodologico si coglie il più evidente elemento di distonia che connota la "riformata" disciplina interna rispetto alle previsioni eurounitarie. Mentre infatti il legislatore dell'Unione ha plasmato la fattispecie della manipolazione del mercato attraverso una tecnica *analitica* di costruzione del *typus* (art. 5, par. 2) che, se pure «mina la facilità di lettura del testo, certo giova alla tassatività sul piano della descrizione delle condotte vietate»²⁵², il "nuovo" art. 185 t.u.f. continua ad essere imperniato su di una *Generalklausel*²⁵³: una vera e propria occasione mancata, non solo in quanto la riscrittura in chiave analitica del fatto tipico avrebbe meglio perimetrato la portata dell'illecito, ma anche in quanto una puntuale descrizione delle condotte avrebbe consentito di differenziare l'illecito penale dalla variante amministrativa già sul piano tipologico, "bloccando" a monte il problema del "doppio binario sanzionatorio"²⁵⁴.

I due innesti di tipo "sostanziale", invece, risultano perfettamente *coerenti* rispetto alle indicazioni *eurounitarie* ma, paradossalmente, appaiono *incoerenti* – ai limiti dell'*incostituzionalità*, come chiarito *infra* – alla luce delle indicazioni contenute nella *legge delega* n. 163/2017.

Il riferimento concerne, innanzitutto, la modifica dell'art. 185, co. 2-bis, il quale – in ossequio a quanto preveduto dall'art. 4, co. 8, d.lgs. n. 107/2018 e in modo speculare rispetto all'innesto che ha riguardato l'art. 184, co. 3-bis – estende l'applicazione della fattispecie contravvenzionale ivi contemplata anche alle ipotesi di

tuyautage, il successivo art. 7, par. 3, indica, quale pena adeguata per la comunicazione illecita di informazioni privilegiate meritevole, quella della sanzione detentiva non inferiore nel massimo a due anni.

²⁵¹ Esigenza di criminalizzazione chiaramente emergente dal combinato disposto degli artt. 4 e 7 MAD II.

²⁵² CONSULICH, *op. ult. cit.*, p. 558.

²⁵³ BASILE, *Una nuova occasione mancata*, cit., p. 279. Per una puntuale disamina delle condotte tipizzate dall'art. 185 t.u.f., cfr. *infra*, Cap. II, Sez. II, par. 4.

²⁵⁴ Non è allora un caso che attenta dottrina, all'indomani della pubblicazione del *MAR* e della *MAD II*, individuasse nella nuova tecnica analitica eurounitaria l'origine di «variazioni notevolissime» nella descrizione delle condotte vietate, al punto da essere già di per sé una novità sufficiente a sollecitare un «intervento di adeguamento assai approfondito» da parte del legislatore italiano: cfr. MUCCIARELLI, *La nuova disciplina*, cit., p. 317.

condotte manipolative che riguardino strumenti finanziari negoziati in *MTF* e *OTF*, oltre che *over the counter*²⁵⁵, oppure verificatesi nei mercati delle quote di emissioni.

Secondariamente, deve segnalarsi l'introduzione di un nuovo comma *2-ter*, fattispecie a carattere estensivo che stabilisce – in linea con quanto previsto dall'art. 2, par. 1, *MAR* – l'applicabilità delle disposizioni dell'art 185 t.u.f. anche ai fatti concernenti i contratti a pronti su merci e ai fatti concernenti gli indici di riferimento (benchmark).

Entrambi gli innesti citati, pur senza dubbio coerenti con il nuovo assetto normativo eurolunitario, altro non sono che degli elementi di novità che ampliano lo spettro applicativo dell'illecito *penale* di cui all'art. 185 t.u.f.: trattasi, in altri termini, di modifiche apportate dal legislatore delegato in materia *penale*, senza tuttavia che alcuna delega specifica fosse stata conferita per il compimento di simili, specifici interventi sul comparto *penalistico* del *market abuse*.

L'esposizione dei principali interventi che hanno riguardato la dimensione *contenutistica* del *novum* apportato dal d.lgs. n. 107/2018 ha seguito – come annunciato in sede di introduzione alla disamina – i tre “comparti” normativi che più sono stati modificati: le disposizioni comuni alle fattispecie sanzionatorie, ossia gli artt. 180, 182 e 183 t.u.f.; l'illecito penale di *insider trading*, art. 184 t.u.f.; l'illecito penale di *market manipulation*, art. 185 t.u.f. Tuttavia, l'esposizione stessa risulterebbe inguaribilmente deficitaria laddove si tacesse che la portata riformatrice del decreto ha riguardato anche un quarto “macro-settore”: quello che potrebbe essere genericamente definito come l'ambito squisitamente *sanzionatorio* degli abusi di mercato.

Una prima direttrice di intervento in tale “macro-settore” attiene alla *vexata quaestio* del ‘doppio binario’ sanzionatorio e del nodo del *ne bis in idem*: trattasi di un tema che costituisce oggetto di un approfondimento specifico nel prosieguo della trattazione²⁵⁶. Sia sufficiente in questa sede evidenziare come il legislatore italiano abbia optato, nonostante le sollecitazioni provenienti da Consob a regolare “una volta per tutte” il problema del cumulo sanzionatorio e procedimentale²⁵⁷, un'impostazione “minimalista” e tutto sommato persino “retrograda” rispetto a quella suggerita dalla legge delega del 2015²⁵⁸: lungi dal differenziare sul piano *tipologico* gli illeciti penali

²⁵⁵ Ma in tal caso, «limitatamente agli strumenti finanziari il cui prezzo o valore dipende dal prezzo o dal valore di uno strumento finanziario di cui ai numeri 2) e 2-bis) ovvero ha un effetto su tale prezzo o valore».

²⁵⁶ Cfr. *infra*, Cap. III, Sez. II.

²⁵⁷ Cfr. l'intervento del Commissario Consob G.M. Berruti, del 17 luglio 2018, *Audizione dinanzi alle Commissioni riunite Giustizia e Finanze, presso l'Aula della Commissione Finanze, nell'ambito dell'esame dello schema di decreto legislativo recante norme di adeguamento della normativa nazionale alle disposizioni del regolamento (UE) n. 596/2014 relativo agli abusi di mercato e che abroga la direttiva 2003/6/CE e le direttive 2003/124/CE, 2003/125/CE e 2004/72/CE*, reperibile sul sito di Consob.

²⁵⁸ Nella legge delega del 2015, infatti, pur senza fornire alcuna chiara indicazione operativa, il Parlamento sollecitava il Governo a intervenire non solo sulla dimensione *sostanziale* del *ne bis in idem*

da quelli amministrativi del *market abuse*, risolvendo “a monte” il problema del cumulo sanzionatorio e procedimentale *in idem*, l’art. 4, co. 17, del d.lgs. n. 108/2017 si limita a modificare il meccanismo di raccordo punitivo disciplinato dall’art. 187-*terdecies* t.u.f. In buona sostanza, l’assetto normativo vigente tenta maldestramente²⁵⁹ di garantire il *ne bis in idem* sostanziale, ma resta pervicacemente insensibile rispetto al canone del *ne bis in idem* processuale: il cumulo di procedimenti *in idem* continua – quasi fisiologicamente – a caratterizzare la disciplina punitiva del *market abuse*²⁶⁰.

Una seconda linea di intervento riformista ha riguardato la disciplina della confisca.

L’art. 8, co. 3, lett. g), l. 163/2017, incaricava specificamente il Governo di «rivedere l’articolo 187-*sexies* del testo unico di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, in modo tale da assicurare l’adeguatezza della confisca, prevedendo che essa abbia ad oggetto, anche per equivalente, il profitto derivato dalle violazioni delle previsioni del regolamento (UE) n. 596/2014». Peraltro, nella misura in cui il tenore del criterio direttivo parlamentare – focalizzato espressamente sulla sola ablazione del profitto – escludeva implicitamente la confiscabilità degli *instrumenta sceleris*, il legislatore delegante dimostrava (in modo condivisibile) di voler chiudere la tormentatissima vicenda della confisca dei «beni utilizzati per commettere» i delitti di *market manipulation* e di *insider trading*: misura da tempo additata come sproporzionata in dottrina²⁶¹.

Ad ogni modo, la direttiva parlamentare ha trovato puntuale riscontro nell’opera di adeguamento normativo svolta dal Governo: l’attuale formulazione dell’art. 187-*sexies*, co. 1, t.u.f., limita espressamente la confisca al *prodotto* e al *profitto* dell’illecito

(unico profilo toccato, invero, dalla riforma del 2018), ma anche sul versante *processuale* della garanzia: v. BASILE, *Verso la riforma della disciplina italiana*, cit., p. 18 ss.

²⁵⁹ In questo senso BASILE, *Mini-riforma del market abuse*, cit., p. 336, il quale in particolare evidenzia che lo stesso criterio direttivo, contenuto nella delega legislativa, è rimasto parzialmente inattuato: il meccanismo di compensazione previsto dalla legge delega si «riferiva a tutte le tipologie di sanzioni e non solo a quelle di carattere pecuniario» a cui, invece, sembrerebbe (ma sul punto v. *infra*, Cap. III, Sez. II, par. 5, 5.1, 5.2) riferirsi l’attuale formulazione dell’art. 187-*terdecies* t.u.f. Inoltre, l’Autore sottolinea come lo stesso tenore lessicale della disposizione – imperniata sulla generica locuzione del «tenere conto» delle «misure punitive già irrogate» - pregiudicherebbe la «prevedibilità della risposta punitiva, elemento condivisibilmente valorizzato dalle Corti europee come cruciale ai fini dell’osservanza del *ne bis in idem*».

²⁶⁰ In via di primo approccio al tema, fermi i richiami a più specifici contributi bibliografici che verranno effettuati nel Capitolo III, v. BASILE, *Riforma del market abuse*, cit., p. 2, secondo il quale la progettata modifica dell’art. 187-*terdecies* «non fa che confermare e implicitamente avallare il doppio accertamento (amministrativo e penale) dal quale deriva la violazione della garanzia di *ne bis in idem* [...]». Cfr. altresì SANTORIELLO C., *Market abuse: in G.U. il decreto di modifica al t.u.f.*, in *Il Quotidiano Giuridico*, 18 settembre 2018, p. 5 ss.

²⁶¹ Da tempo infatti la dottrina aveva additato la confisca degli *instrumenta sceleris*, in relazione agli illeciti di *market abuse*, come una misura sproporzionata, posto che consentiva l’ablazione di somme di entità tendenzialmente assai elevata (quelle investite nell’operazione finanziaria) pur a fronte di un profitto concretamente irrisorio: per un primo avvicinamento al tema, cfr. MUCCIARELLI F., *Art. 187*, in FRATINI M.-GASPARRI G. (a cura di), *Il testo unico della finanza*, Torino, 2012, p. 2424 ss.

amministrativo, ferma la possibilità di applicare la confisca *per equivalente*²⁶² allorché risulti impossibile aggredire il prodotto o il profitto “diretto” dell’illecito. Nessun cenno, per contro, alla confisca degli *instrumenta sceleris* (*id est*: dei beni investiti nell’operazione finanziaria).

Il *novum* legislativo solleva due ordini di problemi. Per un verso, l’assenza di un intervento di riforma, di analogo tenore, sul parallelo ablatorio penalistico, disciplinato dall’art. 187 t.u.f., consegna uno scenario afflitto da un’intrinseca componente di irrazionalità, inemendabile in via interpretativa²⁶³: i beni strumentali non possono essere oggetto di confisca in sede amministrativa, ma restano aggredibili in sede penale. Per altro verso, deve evidenziarsi un difetto di coordinamento tra delega parlamentare ed esito governativo, nella misura in cui la prima faceva espresso riferimento alla confisca del solo *profitto*, mentre il secondo ha ampliato l’area di intervento ablatorio sino a comprendere anche il *prodotto*²⁶⁴.

5.2. (segue): ...ai dubbi di compatibilità costituzionale.

La rapida disamina del d.lgs. n. 107/2018, condotta dalla prospettiva “metodologica” e da quella “contenutistica” del decreto, ha consentito di evidenziare, in controluce, una pluralità di profili di dubbia compatibilità costituzionale: pare ora opportuno “riconderli ad unità”, all’interno di una tassonomia descrittiva ordinatamente esposta.

Muovendo dal dato metodologico, si è avuto modo di anticipare come la tecnica legislativa prescelta dal legislatore delegato, consistita in un frequente rinvio alle indicazioni normative contenute nei diversi articoli del *MAR*, rischi di arrecare un *vulnus* profondo al principio costituzionale della riserva di legge in materia penale.

Il riferimento concerne in particolare la definizione di «informazione privilegiata», il cui contenuto sostanziale è ricavabile direttamente dall’art. 7, par. 1-4, *MAR*, al quale espressamente l’art. 180, co. 1, lett. *b-ter*), t.u.f. rinvia. Come evidenziato nel precedente paragrafo, l’«informazione privilegiata» di nuovo conio presenta un perimetro concettuale *più ampio* di quello tracciato dalla *MAD* e dall’art. 181 t.u.f. (*ante* modifica del 2018), sicché *più ampio* – attesa la natura di elemento normativo di fattispecie rivestita dall’«informazione privilegiata» – risulta essere lo spettro applicativo degli illeciti *penali* (oltre che amministrativi) di *insider trading* e di *market manipulation*. Ebbene, tale estensione indiretta dell’ambito operativo dei delitti di *market abuse* è avvenuta in assenza di qualsivoglia delega legislativa sul punto²⁶⁵: l’Esecutivo pare essere allora incorso in un eccesso di delega – rilevante dall’angolo

²⁶² Trattasi peraltro dell’unico caso di confisca di carattere amministrativo prevista anche nella variante ‘per equivalente’.

²⁶³ MUCCIARELLI, *Gli abusi di mercato riformati*, cit., p. 187.

²⁶⁴ BASILE, *Mini-riforma del market abuse*, cit., p. 335.

²⁶⁵ Sul punto, MUCCIARELLI, *op. ult. cit.*, p. 181.

visuale dell'art. 76 Cost. – che, a sua volta, ha determinato una lesione del canone giuspenalistico di legalità, di cui all'art. 25, co. 2, Cost.

Il problema dell'eccesso di delega – e della correlata violazione del principio della *riserva di legge* – costituisce probabilmente il vizio principale dell'intervento "riformatore" del 2018, se è vero che, volgendo lo sguardo alla rapida "carrellata" espositiva delle novità "sostanziali" del decreto, proposta nel precedente paragrafo, possono agevolmente enuclearsi due distinti e ulteriori punti di frizione costituzionale²⁶⁶: l'estensione dell'ambito applicativo delle contravvenzioni di cui, rispettivamente, agli artt. 184, co. 3-*bis*, e 185, co. 2-*bis*, attualmente idonee a colpire le condotte concernenti *anche* i nuovi strumenti finanziari indicati nell'art. 180, co. 1, lett. a), nn. 2), 2-*bis*) e 2-*ter*); l'introduzione di un nuovo comma 2-*ter* nella struttura dell'art. 185 t.u.f.; l'ampliamento operativo delle fattispecie sanzionatorie derivante dalle modifiche che hanno interessato l'art. 183 t.u.f.

Nonostante alcuni commentatori della riforma abbiano ritenuto che, con riferimento agli innesti di carattere contravvenzionale poc'anzi citati, il vuoto di delega legislativa sia in realtà stato colmato attraverso l'esercizio della facoltà normativa conferita dall'art. 32, co. 1, lett. d), l. n. 234/2012²⁶⁷ – che costituisce, come ricordato, una sorta di generale "delega in bianco" per l'introduzione di nuove contravvenzioni nella fase discendente di attuazione del diritto eurounitario – sembra maggiormente condivisibile l'opinione di quanti, ritenendo che «il meccanismo legale di cui alla legge del 2012 rappresenti un *escamotage* non rispettoso della garanzia costituzionale dell'art. 76 Cost.»²⁶⁸, rinvergono nelle estensioni in esame un profilo di incompatibilità costituzionale.

²⁶⁶ Per un'analogia ricognizione, condotta dall'angolo visuale della sola *market manipulation*, cfr. CONSULICH, *Market manipulation*, cit., p. 558 ss.

²⁶⁷ In tal senso parrebbe orientato BASILE, *Mini-riforma del market abuse*, cit., p. 331, il quale peraltro evidenzia come l'introduzione delle fattispecie contravvenzionali celerebbe un diverso profilo di illegittimità costituzionale, segnatamente riconducibile alla violazione dell'art. 3 Cost. Secondo l'Autore, infatti, non pare conforme al principio di eguaglianza la previsione di un compendio sanzionatorio fortemente differenziato nel *quantum*, dove l'elemento di discriminazione è rappresentato solo dal *luogo* in cui lo strumento finanziario – oggetto di condotta manipolativa o di *insider trading* – è negoziato: reclusione e multa, se si tratta di strumento finanziario negoziato in un mercato regolamentato; arresto e ammenda, se lo strumento "vive" in altre *trading venues* ovvero *over the counter*. Peraltro, secondo l'Autore, la violazione dell'art. 3 Cost., *sub specie* del principio di ragionevolezza, potrebbe emergere anche, e specularmente, analizzando la disciplina degli illeciti *amministrativi* di *market abuse*: posto che l'estensione definitoria contenuta nell'art. 180, co. 1, lett. a), t.u.f. si riverbera anche sugli illeciti amministrativi, la cui portata applicativa è correlativamente ampliata, si «potrebbe [...] sostenere che è irragionevole la differenziazione sul solo versante penalistico in senso stretto (ove tale condotta rientra nell'alveo delle ipotesi contravvenzionali, punite in modo blando rispetto ai corrispondenti delitti), mentre in sede amministrativa si applicano le medesime cornici edittali indipendentemente dall'oggetto materiale dell'*insider trading*». V. anche MUCCIARELLI, *Gli abusi di mercato riformati*, cit., p. 184-185.

²⁶⁸ Così CONSULICH, *Market abuse*, cit., p. 558 ss. Nello stesso senso, MUCCIARELLI, *op. ult. cit.*, p. 181.

Un eccesso di delega sarebbe peraltro ravvisabile in punto di rimodulazione dell'ambito di applicazione delle disposizioni antimanipolative dell'art. 183 t.u.f.: tuttavia, la concreta valenza modificativa *in bonam partem* racchiusa nell'intervento riformatore ridimensiona la rilevanza sostanziale del problema.

Infine, le citate "asimmetrie" operative che connotano le due varianti ablatorie – confisca 'amministrativa' e confisca 'penale' – sembrano certamente rilevanti sia dall'angolo visuale della dubbia compatibilità rispetto al principio di eguaglianza di cui all'art. 3 Cost.²⁶⁹, sia dal punto di vista (ancora) dell'eccesso di delega.

²⁶⁹ MUCCIARELLI, *op. ult. cit.*, p. 187; BASILE, *op. ult. cit.*, p. 335-336.

CAPITOLO II

INSIDER TRADING E MARKET MANIPULATION ALLA LUCE DEL D.LGS. N. 107/2018

SEZIONE I

L'ABUSO DI INFORMAZIONI PRIVILEGIATE

SOMMARIO: 1. Introduzione. – 2. L'evoluzione normativa e...una precisazione metodologica. – 3. L'interesse tutelato. – 4. I soggetti attivi. Il c.d. *insider* “di se stesso”; – 4.1. (segue): l'intervento della Corte d'Appello di Milano nel caso Cremonini; – 4.2. Le categorie soggettive. L'*insider* criminale. – 5. La nozione di «informazione privilegiata»: premessa; – 5.1. (segue): il carattere «preciso» dell'informazione; – 5.2. (segue): la natura «non pubblica» dell'informazione; – 5.3. (segue): l'oggetto dell'informazione privilegiata: l'attinenza a emittenti o a strumenti finanziari; – 5.4. (segue): la c.d. *price sensitivity*. – 6. Le condotte tipiche. Considerazioni generali. – 6.1. Il divieto di *trading*. – 6.2. Il divieto di *tipping*. – 6.3. Il divieto di *tuyantage*. – 7. L'illecito contravvenzionale. – 8. Le c.d. esenzioni. Rinvio. – 9. L'elemento soggettivo. – 10. L'individuazione del momento consumativo e il tentativo. – 11. Cenni sull'illecito amministrativo. – 12. La responsabilità amministrativa degli enti.

1. Introduzione.

La fattispecie di abuso di informazioni privilegiate, o *insider trading*, delinea uno dei due illeciti – l'altro è quello di manipolazione del mercato (su cui *infra*) – che concorrono a definire il versante penalistico del *market abuse*.

La collocazione della fattispecie in apertura del Titolo I-bis t.u.f. non è casuale, ma risponde a una ben precisa consapevolezza, da parte del legislatore, circa il fatto che il mercato finanziario «si alimenta di informazioni, che guidano l'incontro della domanda e dell'offerta ai fini della quotazione dei titoli e determinano ogni successiva correzione dei prezzi» e che il «grado di efficienza del mercato [...] si misura alla stregua della quantità delle informazioni disponibili e la fiducia degli investitori si fonda su tale efficienza, rispettivamente, informativa e allocativa»²⁷⁰. Se il prezzo di scambio degli strumenti finanziari è determinato dalla «combinazione delle informazioni acquisite dal mercato»²⁷¹, può senza dubbio condividersi l'efficace

²⁷⁰ Così SEMINARA S., *Informazione finanziaria e diritto penale (Disclose or abstain? La nozione di informazione privilegiata tra obblighi di comunicazione al pubblico e divieti di insider trading: riflessioni sulla determinatezza delle fattispecie sanzionatorie*, in AA.VV., *Impresa e giustizia penale: tra passato e futuro. Atti del Convegno (Milano, 14-15 marzo 2008)*, Milano, 2009, p. 233.

²⁷¹ TRIPODI A.F., *Informazioni privilegiate e statuto penale del mercato finanziario*, Padova, 2012, p. 16. Nello stesso senso, SEMINARA S., *Diritto penale commerciale*, cit., p. 53-54, il quale evidenzia il nesso sussistente tra efficienza informativa ed efficienza allocativa del mercato.

osservazione per cui, in definitiva, il mercato finanziario altro non è che un mercato di informazioni²⁷² e l'*asimmetria informativa* risulta – pertanto – un tratto *fisiologico* del funzionamento del mercato stesso²⁷³.

Posto tuttavia che la percezione, da parte degli operatori del mercato, di avere a disposizione *meno* informazioni rispetto ad altri operatori genera un intuibile moto di sfiducia che, a sua volta, disincentiva gli investimenti, alla regolazione normativa viene affidato il compito di riequilibrare il *gap* conoscitivo, quale preconditione necessaria per assicurare l'effettiva *libertà* di investimento – in quanto fondata su valutazioni serie, razionali²⁷⁴ e, a loro volta, basate su dati tendenzialmente completi – da parte dei singoli partecipanti al mercato²⁷⁵.

²⁷² In questo senso FLICK G.M., *Criminalità economica e criminalità organizzata: profili giuridici*, in *Note a margine della Questione Europea*, in *Rassegna dell'Arma dei Carabinieri*, 1992, supp. al fasc. 4, p. 43.

²⁷³ Sul tema dell'*asimmetria informativa* come carattere “naturale” del mercato finanziario e come esempio specifico della più generale *asimmetria informativa* che connota le contrattazioni private, v. TRIPODI, *Informazioni privilegiate*, cit., p. 17 s. Più in generale, sulla centralità della teoria dell'*asimmetria informativa* come punto nodale della teoria dell'impresa, v. STIGLITZ J.E., *Information and Economic Analysis: a Perspective*, in *Ec. Jour.*, 1984, p. 95 ss.; ID., *L'informazione nelle economie decentralizzate*, in YAMEY B.S.-TAMBURINI G. (a cura di), *Aspetti dell'economia dell'informazione*, Bologna, 1987, p. 83 ss.; LELAND H.E.-PYLE D.H., *Information Asymmetries, Financial Structures and Financial Intermediation*, in *Journal of Finance*, 1977, 32, p. 371 ss.; SCOGNAMIGLIO C., *Teoria e politica della finanza industriale*, Bologna, 1987, p. 112 ss.; MASERA R., *Intermediari, mercati e finanza d'impresa. Prospettive dell'integrazione finanziaria in Europa e della globalizzazione*, Roma-Bari, 1991. Più di recente, v. HEALY P.M.-PALEPU K.G., *Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature*, in *Journal of Accounting and Economics*, 2001, fasc. 31, p. 405 ss.; BEBEZUK R.N., *Asymmetrci Information in Financial Markets. Introduction and Applications*, Cambridge, 2003, in particolare p. 75 ss.; MESSORI M., *Informazione e mercati finanziari*, in *Analisi giur. econ.*, 2006, fasc.2, p. 203 ss.; BESBES L.-BOUJELBENE Y., *Information Asymmetry within Financial Markets and Corporate Financing Decisions*, in *International Journal of Economics, Finance and Management*, 2014, Vol. 3, 2, p. 50 ss.

²⁷⁴ Non si intende, in questa sede, ripercorrere il confronto tra le diverse tesi che hanno esaminato quali siano i fattori che guidano la (o quantomeno influiscono sulla) formazione della singola scelta di investimento da parte del singolo soggetto, giungendo ad evidenziare come quello della razionalità delle opzioni sia solamente un mito, in quanto la scelta di investimento – come chiarito dalle più recenti ricerche di sociologia economica – è di regola l'esito della combinazione di plurimi fattori – sociali, culturali, politici – che trascendono il puro dato economico: sul punto, per una ampia ricognizione, v. MAGRO M.B., *Manipolazioni dei mercati finanziari e diritto penale. Una critica al modello di razionalità economica*, Milano, 2012, p. 69 ss.; cfr. altresì TVEDE L., *Psicologia della finanza*, trad. it. a cura di TAGLIANI M., Milano, 2001; ESPOSITO E., *Meccanismi divinatori nei mercati finanziari*, in *Rass. di sociologia*, 2005, p. 895 ss.

²⁷⁵ Ancora attuali le riflessioni di PREDIERI A., *Lo Stato come riduttore di asimmetrie informative nella regolazione dei mercati finanziari*, in AA.VV., *Mercato finanziario e disciplina penale*, Milano, 1993, p. 65, secondo il quale «è indubbio che l'informazione diventa una nuova area fondamentale del potere. La riduzione delle asimmetrie, la tutela del cittadino nei rapporti con il potere, del consociato, del consumatore di beni, di servizi, di prodotti, di informazione, la protezione del risparmiatore, dell'investitore, del contraente debole [...] diventano un compito dello Stato».

È in questo scenario “empirico” che irrompe l’arsenale penalistico, al quale l’ordinamento affida – in *tandem* con lo strumentario di matrice amministrativa – il perseguimento dell’esigenza di controllo sul mercato finanziario.

2. L’evoluzione normativa e...una precisazione metodologica.

La vigente morfologia dell’*insider trading* – così come delineata dall’art. 184 t.u.f. – rappresenta l’esito di un articolato percorso evolutivo, le cui tappe fondamentali risultano scandite da plurimi interventi normativi di carattere sovranazionale. L’illecito in esame ha fatto per la prima volta²⁷⁶ ingresso nell’ordinamento italiano per il tramite della tortuosa norma²⁷⁷ contenuta nell’art. 2, l. 17 maggio 1991, n. 157, la quale, nel dare attuazione alla direttiva 89/592/CEE²⁷⁸, al primo comma introduceva il divieto di

²⁷⁶ Giova tuttavia evidenziare che, tra gli anni '70 e '80 del secolo scorso, il legislatore italiano aveva compiuto alcuni timidi tentativi di regolazione normativa di talune ipotesi di sfruttamento di situazioni di privilegio informativo che, tuttavia, non riguardavano direttamente delle condotte di *insider*: il riferimento concerne l’art. 15, d.p.r. 31 marzo 1975, n. 136 (recante “Attuazione della delega di cui all’art. 2, lett. a), della Legge 7 giugno 1974, n. 216, concernente il controllo contabile e la certificazione dei bilanci delle SPA quotate in borsa”, successivamente abrogato dal d.lgs. 58/1998), il quale sanzionava penalmente gli amministratori e i dipendenti delle società di revisione che si fossero serviti «a profitto proprio o altrui, di notizie avute a causa della loro attività, relative alla società assoggettata a revisione» *trading* (v. SEMINARA S., *Insider trading e diritto penale*, Milano, 1989, p. 357, per il quale tale disposizione costituiva un «modesto tentativo» di reprimere l’*insider trading*); l’art. 17, d.l. 8 aprile 1974, n. 95 (recante disposizioni relative al mercato mobiliare ed al trattamento fiscale dei titoli azionari e convertito con modificazioni in l. 7 giugno 1974, n. 216), e successivamente abrogato dal d.lgs. 58/1998, il quale sanzionava gli amministratori, i sindaci e i direttori generali di società con azioni quotate in borsa che non avessero ottemperato all’obbligo di dichiarare per iscritto alla società e alla Consob, le partecipazioni nella società stessa, o in società da questa controllate, possedute direttamente o per tramite di società fiduciaria o per interposta persona da loro, dai coniugi non separati legalmente e dai figli minori; l’art. 4, l. 23 marzo 1983, n. 77 (recante disposizioni in materia di Istituzione e disciplina dei fondi comuni d’investimento mobiliare, legge abrogata dal d.lgs. 58/1998), il quale vietava alle società di gestione di fondi di investimento di investire in quote di fondi istituiti o gestiti da società o enti dei cui organi facessero parte i suoi amministratori. Sul “pregresso” storico, cfr. CASELLA P., *Le legge sulla repressione dell’insider trading*, in *Giur. comm.*, 1991, fasc. 5, p. 864 ss., richiamato anche da MANNO A.M., *Profili penali dell’insider trading*, Milano, 2012, p. 80, nt. 2. A differenza tuttavia dei citati interventi normativi, la l. 157/1991 ha, per la prima volta, disposto il ricorso in via “autonoma” allo strumento penalistico, nel senso che lo *ius terribile* non assume i tratti di un semplice accessorio sanzionatorio rispetto a una disciplina civilistica o amministrativistica di base: sul punto, v. SEMINARA S., *L’insider trading nella prospettiva penalistica*, in *Giur. comm.*, 1992, fasc. 4, p. 644.

²⁷⁷ In questi termini, GALLI S., *Insider trading: un primo commento*, in *Giur. comm.*, 1991, fasc. 5, p. 931.

²⁷⁸ Direttiva 89/592/CEE del Consiglio, del 13 novembre 1989, sul coordinamento delle normative concernenti le operazioni effettuate da persone in possesso di informazioni privilegiate (*insider trading*), abrogata dalla Direttiva 2003/6/Cee, su cui *infra*. Per un’analisi della direttiva, v. SOLIMENA L., *La direttiva sull’insider trading*, in *Giur. comm.*, 1989, fasc. 6, p. 1054-1066, nonché CARRIERO G., *Informazione, mercato, buona fede: il cosiddetto insider trading*, Milano, 1992, *passim*.

compimento – anche per interposta persona – di operazioni su valori mobiliari «qualora si posseggano informazioni riservate ottenute in virtù della partecipazione al capitale di una società ovvero in ragione dell'esercizio di una funzione, anche pubblica, professione o ufficio» e finché l'informazione non venga resa pubblica.

Tale divieto – esteso sia alle condotte di c.d. *tipping* e di c.d. *tuyautage*²⁷⁹, sia alle ipotesi in cui le condotte tipizzate fossero compiute da c.d. *insiders* secondari²⁸⁰ –, oltre ad aver ricevuto ben scarsa applicazione giurisprudenziale²⁸¹, aveva sollevato non poche perplessità in dottrina nella misura in cui, per un verso, subordinava l'attivazione dello strumentario penalistico non tanto al verificarsi di qualche forma di *abuso*, bensì alla semplice violazione di un dovere di astensione, a sua volta radicato sul mero presupposto del possesso di un'informazione²⁸²; e, per altro verso, accomunava all'interno della medesima cornice edittale ipotesi tra loro eterogenee, sia in ragione della differente carica offensiva racchiusa, sia in ragione della diversa provenienza delle notizie possedute²⁸³.

²⁷⁹ Il secondo comma dell'art. 2, l. 157/1991, prevedeva infatti il divieto di «comunicare a terzi, senza giustificato motivo, le informazioni di cui al comma 1 ovvero consigliare a terzi, sulla base delle suddette informazioni, il compimento delle operazioni di cui al comma 1».

²⁸⁰ A mente infatti del quarto comma dell'art. 2, l. 157/1991, «I divieti di cui ai commi precedenti sono estesi a tutti coloro che abbiano direttamente o indirettamente ottenuto informazioni, consapevoli del carattere riservato delle stesse, da soggetti che dette informazioni posseggano in ragione dell'esercizio della loro funzione, professione o ufficio».

²⁸¹ Così AMATI E., *Abusi di mercato e sistema penale*, Torino, 2014, p. 68. La scarsa applicazione della normativa in esame viene sottolineata anche da NAPOLEONI V., *Insider trading: i pallori del sistema repressivo. Una ipotesi di lavoro*, in *Cass. pen.*, 2001, fasc. 7-8, p. 2232.

²⁸² Con evidenti riflessi sul piano dell'individuazione della concreta offensività del comportamento sanzionato: cfr. SEMINARA S., *La tutela penale del mercato finanziario*, in PEDRAZZI C.-ALESSANDRI A.-FOFFANI L.-SEMINARA S.-SPAGNOLO G. (a cura di), *Manuale di diritto penale dell'impresa*, Bologna, 2000, p. 624; ID. *Il reato di insider trading tra obbligo di astensione e divieto di utilizzazione in borsa di informazioni riservate. Considerazioni su riforme ordite, abortite e partorite*, in *Banca, Borsa, tit. cred.*, 1998, p. 333; SGUBBI F., voce *Abusi di mercato*, in *Enc. giur.*, Annali II, Tomo II, Milano, 2009, p. 8. Non solo, ma la rilevanza penale della condotta risultava svincolata da qualsivoglia connessione causale tra disponibilità della notizia e operazione compiuta (vedasi BARTALENA A., *Insider trading*, in COLOMBO G.E.-PORTALE G. (diretto da), *Trattato delle società per azioni*, vol. X, tomo I, Torino, 1993, p. 237; DI AMATO A., voce *Insider trading*, in *Enc. dir.*, *Agg.*, vol. I, Milano, 1997, p. 682), di fatto facendo poggiare l'operatività della sanzione penale su di una mera presunzione: in questo senso, v. GALLI, *Insider trading*, cit., p. 931. Non è mancato chi, in dottrina, ha affermato che la necessità di un collegamento motivazionale tra possesso della notizia *inside* e compimento della condotta fosse un requisito implicito della fattispecie: cfr. PEDRAZZI C., *Riflessioni sull'insider trading in ambito corporativo*, in *Riv. soc.*, 1991, p. 1661.

²⁸³ Per un commento critico sulla l. 157/1991 vedasi, oltre a SEMINARA, *L'insider trading*, cit., p. 632 ss., e a GALLI, *Insider trading: un primo commento*, cit., p. 928 ss., BARTULLI A.-ROMANO M., *Sulla disciplina penale dell'insider trading*, in *Giur. comm.*, 1992, fasc. 4, p. 660 ss., nonché FLICK G.M., *Insider trading: una tappa significativa – anche se controversa – nella lunga marcia verso la trasparenza*, in *Riv. soc.*, 1991, p. 948 ss.; ID., *Insider trading: problemi sostanziali*, in AA.VV., *Mercato finanziario e disciplina penale*, Milano, 1993, p. 88 ss., ove l'Autore afferma che «ci si trova di fronte ad una fattispecie che riveste dei caratteri di marcata emblematicità, di valenza essenzialmente

Ad ogni modo, l'art. 2, l. 157/1991, ha fornito la matrice normativa su cui il legislatore ha modellato la prima "versione" dell'illecito di *insider trading* comparsa nel (in allora neo-introdotta) Testo Unico sulla Finanza, d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58²⁸⁴.

L'art. 180, d.lgs. 58/1998, pur presentando dei chiari tratti di somiglianza rispetto all'antecedente del 1991²⁸⁵, aveva introdotto alcune fondamentali novità che – al netto di talune, minime, variazioni – sono state confermate dai successivi interventi di riforma che hanno interessato la figura normativa dell'abuso di informazioni privilegiate²⁸⁶.

Sul versante *strutturale*, la nuova fattispecie di *insider trading* abbandonava innanzitutto il modello punitivo precedente – basato sulla mera violazione del dovere di astensione – a favore di un paradigma operativo focalizzato sullo *sfruttamento* del vantaggio informativo, compendiato nell'uso del termine «*avvalersi*»²⁸⁷. Subordinando l'applicazione della sanzione penale alla prova dell'effettiva incidenza orientativa della notizia sulla scelta compiuta dall'*insider* nel mercato, il legislatore prendeva dunque le distanze dalla teoria della c.d. *disclose* o *abstrain rule* – attorno alla quale orbitava l'art.

promozionale ed educativa, di significato altrettanto essenzialmente eticizzante». Cfr. altresì BARTALENA A., *L'abuso di informazioni privilegiate*, Milano, 1989; BARTULLI A., voce *Insider trading*, in *Dig. disc. pen.*, vol. VII, Torino, 1993, p. 111 ss.; VASSALLI G., *La punizione dell'insider trading*, in AA.VV., *Studi in memoria di Franco Piga*, vol. II, Milano, 1992, p. 1969 ss.; MUCCIARELLI F., *Speculazione mobiliare e diritto penale*, Milano, 1995.

²⁸⁴ Per una analisi della "prima versione" dell'*insider trading*, cfr. BARTALENA A., *Commento agli artt. 180-187*, in MARCHETTI P.-BIANCHI L.A. (a cura di), *La disciplina delle società quotate nel testo unico della finanza d.lg. 24 febbraio 1998, n. 58*, vol. II, Milano, 1999, p. 1998 ss.; DI CAPUA, *Abuso di informazioni privilegiate*, in DI NOIA C.-RAZZANTE R. (a cura di), *Il nuovo diritto societario e dell'intermediazione finanziaria*, Padova, 1999, p. 607 ss.; MUCCIARELLI F., *La tutela penale dell'intermediazione finanziaria e della trasparenza dei mercati nel d. legisl. n. 58 del 1998*, in *Studium juris*, 1998, p. 1304 ss.; ID., *L'informazione societaria: destinatari e limiti posti dalla normativa in materia di insider trading*, in *Banca borsa*, 1999, I, p. 745 ss.

²⁸⁵ Sulla sostanziale continuità normativa, tra art. 2, l. 157/1991 e art. 180 t.u.f., v. DI AMATO A., *Gli abusi di mercato*, in ID. (a cura di), *I reati del mercato finanziario*, in ID. (a cura di), *Trattato di diritto penale dell'impresa*, Padova, 2007, p. 119 ss.

²⁸⁶ Per un'efficace sintesi delle novità principali, v. NAPOLEONI, *Insider trading: i pallori del sistema repressivo*, cit., p. 2230-2237. Per un confronto tra le due fattispecie, quella dell'art. 2, l. 157/1991, e quella dell'art. 180 t.u.f., cfr. G.i.p. Milano, 1 dicembre 1999, in *Foro Ambr.*, 2000, p. 76 ss., con nota di MUCCIARELLI F., *Due sentenze e tre problemi in tema d'insider trading: modalità della condotta, utilizzazione del consiglio e ostacolo alle funzioni della Consob*.

²⁸⁷ Prevedeva l'art. 180 t.u.f., nella sua prmississima versione, l'applicazione della sanzione penale per chiunque «essendo in possesso di informazioni privilegiate in ragione della partecipazione al capitale di una società, ovvero dell'esercizio di una funzione, anche pubblica, di una professione o di un ufficio: a) acquista, vende o compie altre operazioni, anche per interposta persona, su strumenti finanziari *avvalendosi* delle informazioni medesime; b) senza giustificato motivo, dà comunicazione delle informazioni, ovvero consiglia ad altri, sulla base di esse, il compimento di taluna delle operazione indicate nella lettera a)» (corsivo aggiunto).

2, l. 157/1991 – accogliendo invece l'impostazione che faceva leva sul dato del concreto sfruttamento del privilegio informativo da parte dell'*insider*²⁸⁸.

A differenza di quanto previsto dall'art. 2, l. 157/1991, che – come visto – contemplava dei divieti di identica portata tanto per i c.d. *insiders* primari, quanto per i c.d. *insiders* secondari, la “prima versione” di abuso di informazioni privilegiate disciplinato dal t.u.f. introduceva una graduazione dei divieti medesimi: questi erano *massimi* – riguardando le condotte di *trading*, di *tipping* e di *tuyautage* – per coloro che avessero avuto accesso “diretto” all'informazione, in ragione della posizione ricoperta o della funzione esercitata; coprivano invece la sola ipotesi del *trading*, per quanto riguardava i soggetti che avessero ottenuto conoscenza “mediata”, in virtù di comunicazione da parte dell'*insider* primario, della notizia *price sensitive*²⁸⁹.

Sul versante *sanzionatorio*, l'accresciuto coefficiente di offensività che connotava le nuove ipotesi di *insider trading* aveva recato con sé un parallelo incremento del tasso di afflittività del corredo edittale. Rispetto a quanto previsto dall'art. 2, l. 157/1991, il “nuovo” art. 180 t.u.f. disponeva infatti un raddoppiamento della pena – detentiva e pecuniaria (con possibilità di aumento fino al triplo della multa, allorché quest'ultima risulti inadeguata anche se applicata nel massimo) –, oltre a prevedere un ampio ventaglio di pene accessorie e la confisca obbligatoria dei mezzi, anche finanziari, utilizzati per commettere il reato e dei beni che ne costituivano il profitto (salvo che appartenessero a persone estranee al reato)²⁹⁰.

²⁸⁸ *Contra* GALLI S., *Insider trading: l'accoglimento da parte della Supreme Court federale statunitense della misappropriation theory. Alcune conseguenti riflessioni sulla condotta di trading vietata, come definita nel cosiddetto «Testo unico Draghi»*, in *Giur. comm.*, 1998, p. 731-733, il quale, criticando l'opzione normativa di ricorrere al verbo «avvalere», alquanto ambiguo nella misura in cui «[...] può venir inteso come “fare uso”, ma anche come “trarre giovamento”», riteneva che «[...] la lettura meno favorevole all'imputato della norma (sufficienza per la sua condanna del fatto che egli abbia coscientemente effettuato anche una sola transazione mentre in possesso dell'informazione, senza la necessità che egli intendesse con ciò trarne specifico vantaggio) sia da preferire, posto che egli sarà assolto ogniqualvolta non sia dimostrato che egli era a conoscenza della natura privilegiata della informazione di cui disponeva al momento della transazione effettuata». Obietta tuttavia NAPOLEONI, *Insider trading: i pallori del sistema repressivo*, cit., p. 2232, nt. 15, che tale conclusione «[...] lascia, peraltro, fortemente perplessi, in quanto svaluta, per via d'interpretazione, una chiara scelta di campo del legislatore della riforma».

²⁸⁹ A mente infatti dell'art. 180, co. 2, t.u.f., «Con la stessa pena è altresì punito chiunque, avendo ottenuto, direttamente o indirettamente, informazioni privilegiate dai soggetti indicati nel comma 1, compie taluno dei fatti descritti nella lettera a) del medesimo comma». La restrizione dell'area di intervento penalistico per i c.d. *insiders* secondari non aveva mancato di sollevare perplessità in dottrina, nella misura in cui rischiava di aprire indebiti spazi di impunità: sul punto, ROSSI A., *La tutela dei mercati finanziari*, in *Riv. trim. dir. pen. econ.*, 2000, p. 327; BARTALENA, *Commento agli artt. 180-187*, cit., p. 1997. Altra parte della dottrina, invece, ha accolto l'opzione normativa con favore: cfr. MUSCO, *Diritto penale societario*, Milano, 1999, p. 317, nt. 6; NAPOLEONI, *Insider trading: i pallori del sistema repressivo*, cit., p. 2234, secondo il quale «la soluzione normativa [...] è nello spirito di un diritto penale teleologicamente orientato»; SEMINARA, *Il reato di insider trading*, cit., p. 334.

²⁹⁰ Secondo NAPOLEONI, *op. ult. cit.*, p. 2235-2237, «che [...] a tale “spiegamento di forze” corrisponda una reale efficacia deterrente della cornice repressiva è cosa della quale par lecito dubitare», in ragione

Sulla scorta della l. 18 aprile 2005, n. 62 (c.d. legge comunitaria 2004), il legislatore italiano – allo scopo di recepire le indicazioni sovranazionali contenute nella Direttiva 2003/6/Ce²⁹¹ – è nuovamente intervenuto in materia, elaborando una “seconda versione” normativa dell’*insider trading*, topograficamente dislocata nel nuovo art. 184 t.u.f., a sua volta collocato all’interno del Titolo I-bis, Parte V, d.lgs. 58/1998, specificamente dedicato a «Abuso di informazioni privilegiate e manipolazione del mercato»²⁹².

Muovendo dal medesimo nucleo precettivo e tipologico già delineato nell’art. 180 t.u.f.²⁹³, la l. 62/2005 – pur al netto di taluni ritocchi normativi, complessivamente

non solo della possibilità di vanificare l’effetto afflittivo mediante la combinazione tra patteggiamento e sostituzione della pena detentiva breve – che consentiva all’agente di «monetizzare integralmente [...] la propria responsabilità penale» -, ma anche in considerazione della limitata capacità operativa del rimedio ablatorio: la clausola di salvezza per i beni appartenenti a terzi avrebbe potuto offrire all’*insider* una facile prospettiva di aggiramento, consentendogli di ricorrere «a terzi ignari o a “schermi societari” per attingere i fondi da investire nell’affare», tenuto conto della mancata implementazione della confisca c.d. per equivalente e della mancata previsione di forme di coinvolgimento della responsabilità della società per la quale l’autore abbia eventualmente agito. Nello stesso senso, SEMINARA, *Il reato di insider trading*, cit., p. 335-336; nonché LINCIANO N.-MACCHIATI A., *Insider trading. Una regolazione difficile*, Bologna, 2002, p. 105.

²⁹¹ Più precisamente, la l. n. 62/2005 recepisce una pluralità di atti comunitari: oltre infatti alla citata Direttiva 2003/6/Ce, con la c.d. legge comunitaria per il 2004, il legislatore attua altresì la Direttiva 2004/72/Ce, recante modalità di esecuzione della direttiva 2003/6/CE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le prassi di mercato ammesse, la definizione di informazione privilegiata in relazione agli strumenti derivati su merci, l’istituzione di un registro delle persone aventi accesso ad informazioni privilegiate, la notifica delle operazioni effettuate da persone che esercitano responsabilità di direzione e la segnalazione di operazioni sospette; la Direttiva 2003/124/Ce, recante modalità di esecuzione della direttiva 2003/6/CE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda la definizione e la comunicazione al pubblico delle informazioni privilegiate e la definizione di manipolazione del mercato; la Direttiva 2003/125/Ce, recante modalità di esecuzione della direttiva 2003/6/CE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda la corretta presentazione delle raccomandazioni di investimento e la comunicazione al pubblico di conflitti di interesse.

²⁹² Nella sterminata letteratura che ha riguardato la “seconda versione” (“terza”, se si computa anche il calco normativo rappresentato dall’art. 2, l. 157/1991) dell’illecito (penale e amministrativo) di abuso di informazioni privilegiate, vedasi, senza pretesa di esaustività, ANNUNZIATA F., *Abusi di mercato e tutela del risparmio*, Torino, 2006; AMATI, *Abusi di mercato e sistema penale*, cit., p. 67 ss.; D’ALESSANDRO F., *Regolatori del mercato*, cit., p. 101-169; MANNO, *Profili penali dell’insider trading*, cit., *passim*; TRIPODI A.F., *Informazioni privilegiate*, cit., *passim*; MAZZACUVA-AMATI, *Diritto penale dell’economia*, III ed., Padova, 2016, p. 275-306; SGUBBI F., *L’abuso di informazioni privilegiate*, in SGUBBI F.-FONDAROLI D.-TRIPODI A.F., *Diritto penale del mercato finanziario*, cit., p. 31-69, nonché TRIPODI A.F., *L’illecito amministrativo di abuso di informazioni privilegiate*, *ivi*, p. 113-134; GIAVAZZI S., *L’abuso di informazioni privilegiate*, in CERQUA L.D.-CANZIO G.-LUPARIA L. (a cura di), *Diritto penale delle società*, II ed., Padova, 2016, p. 637-728; ZANNOTTI R., *Il nuovo diritto penale dell’economia. Reati societari e reati in materia di mercato finanziario*, II ed., Milano, 2006, p. 387 ss.; MIEDICO, *Gli abusi di mercato*, cit., p. 328-337. A livello di voci enciclopediche, cfr. NAPOLEONI V., voce *Insider trading*, cit., p. 571-612; SGUBBI, voce *Abusi di mercato*, cit., p. 2-27.

²⁹³ Come osserva GIAVAZZI, *L’abuso di informazioni privilegiate*, cit., p. 639, «la l. 62/2005 non introduce novità assolute sul piano del “tipo”, che è ancora sostanzialmente coerente con l’impostazione

tesi ad attribuire una maggiore pregnanza di significato alle singole ipotesi comportamentali contemplate²⁹⁴ – confermava la rilevanza penale delle condotte di *trading*, *tipping* e *tuyautage*, allorché poste in essere da colui che avesse ottenuto

originaria, ma più che altro recepisce e codifica interpretazioni e soluzioni da tempo consolidate in dottrina e in giurisprudenza». La Corte di Cassazione, chiamata a pronunciarsi sul rapporto intertemporale intercorrente tra la fattispecie di *insider trading* di cui all'art. 180 t.u.f., e quella introdotta nel 2005, ha ritenuto che – salva l'ipotesi di *abolitio criminis* per gli *insiders* secondari – la questione dovesse essere inquadrata nell'ambito dell'art. 2 comma 4 c.p., rilevando dunque una successione di leggi modificative: cfr. Cass., sez. V, 10 luglio 2006, n. 26943, in *Cass. pen.*, 2007, fasc. 4, p. 1537 ss., con nota di ROCCO G.L., *Il delitto di insider trading tra vecchia e nuova fattispecie normativa: successione di leggi penali nel tempo o abolitio criminis?*; in *Dir. & Giust.*, 2005, p. 40 ss., con nota di CORATELLA C., *Dentro l'insider trading dopo la riforma. Perché c'è continuità nel tipo di illecito*; in *Soc.*, 2007, p. 765 ss., con nota di GLIATTA G., *La successione di leggi penali nel reato di insider trading*. Cfr. altresì Cass., sez. V, 20 gennaio 2010, n. 8588, in *Cass. pen.*, 2010, p. 3240 ss.; in *Foro ambr.*, 2010, 1, p. 80; in *Guida dir.*, 2010, 19, p. 82.

²⁹⁴ Con riguardo alla condotta di *trading* (art. 184, co. 1, lett. a)), il legislatore, per un verso, aveva sostituito l'originaria formulazione di operazioni commesse «per interposta persona» con quella, di più ampio respiro, di operazioni compiute «direttamente o indirettamente, per conto proprio o per conto di terzi». Inoltre, il gerundio “avvalendosi” veniva sostituito con quello di “utilizzando”: secondo alcuni, il ricorso al verbo “utilizzare” avrebbe denotato «il collegamento motivazionale tra la informazione privilegiata e la scelta operativa in maniera più forte di quanto esprimeva il verbo “avvalersi”» (così MUCCIARELLI F., *Abuso di informazioni privilegiate e manipolazioni del mercato: le norme della comunitaria 2004 (II)*, in *Dir. pen. proc.*, 2005, fasc. 12, p. 1467; Id., *L'abuso di informazioni privilegiate: delitto e illecito amministrativo*, in *Dir. pen. proc.*, 2005, fasc. 12, p. 1470; TRIPODI A.F., *L'insider trading in una recente pronuncia della Corte di giustizia: “utilizzo (implicito) della notizia” e presunzione d'offesa*, in *Giur. comm.*, 2011, fasc. 1, p. 59. Per contro, secondo SANDRELLI G.G., *Riordino del Tuf con inasprimento delle pene*, in *Guida al diritto*, 2005, dossier n. 5, p. 90, la formula originaria sottolineava meglio lo sfruttamento del possesso dell'informazione privilegiata. Nel senso del carattere meramente formale della variazione lessicale, in quanto già il verbo “avvalersi” doveva essere inteso nel significato di “utilizzare”, PLANTAMURA V., *L'insider trading e la manipolazione del mercato*, in MANNA A. (a cura di), *Corso di diritto penale dell'impresa*, I ed., Padova, 2010, p. 676.

Quanto all'ipotesi del c.d. *tipping* (art. 184, co. 1, lett. b)), la precedente causa di esclusione dell'antigiuridicità, rappresentata dall'aver comunicato l'informazione sulla base di un «giustificato motivo», veniva sostituita con un inciso, dogmaticamente riferibile alle cause di limitazione del tipo: l'aver cioè comunicato la notizia riservata nei limiti «del normale esercizio del lavoro, della professione, della funzione o dell'ufficio» escludeva (e tutt'ora esclude, come si chiarirà *infra*) la tipicità della condotta. Tale modifica è stata salutata con favore in dottrina, dove è stato evidenziato che dalla stessa sembrerebbe derivare «in chiave ermeneutica, una re-inversione probatoria (*rectius*: una corretta riallocazione degli oneri probatori in capo all'accusa [...])» in quanto non sarebbe stato più possibile «[...] “costringere” l'indagato – non solo a provare, ma neppure ad “allegare” per usare un ipocrita eufemismo – i motivi giustificanti»: cfr. PALIERO C.E., “Market abuse” e legislazione penale: un connubio tormentato, in *Corr. merito*, 2005, 7, p. 809.

Infine, con riguardo alla condotta di c.d. *tuyautage* (art. 184, co. 1, lett. c)), l'opera di *restyling* normativo si è tradotta nella sostituzione del verbo “consigliare” con quello di “raccomandare” e quello di “indurre” altri al compimento dell'operazione di cui alla lett. a): questi ultimi due, infatti, parrebbero esprimere una più intensa forza condizionante, nei confronti del destinatario del suggerimento, rispetto al più anodino “consigliare”.

l'informazione privilegiata in ragione della peculiare posizione o funzione rivestita²⁹⁵. I profili di maggiore innovatività si coglievano in punto di estensione del divieto, di cui al comma 1, anche nei confronti del c.d. *insider* criminale – ossia di colui che fosse venuto a conoscenza della notizia riservata «a motivo della preparazione o esecuzione di attività delittuose» (art. 184, co. 2) – e in relazione alla parallela depenalizzazione delle condotte operative poste in essere dal c.d. *insider* secondario: tenuto conto che costui non viene in possesso dell'informazione privilegiata per ragioni connesse a una qualche forma di approfittamento abusivo di una posizione fisiologicamente avvantaggiata, il legislatore aveva ritenuto sufficiente sanzionare le condotte operative dell'*insider* secondario mediante la sola sanzione amministrativa, di cui al neo-introdotta art. 187-bis, co. 4, t.u.f.²⁹⁶. Inoltre, la l. 62/2005 ha esteso la responsabilità degli enti, ex d.lgs. 231/2001 anche in relazione alle ipotesi di *insider trading*: in virtù della novella in parola, tra i reati presupposto della responsabilità dell'ente ha fatto ingresso anche un inedito art. 25-sexies, che si riferisce – appunto – a *insider trading* e *market manipulation*²⁹⁷

È sul versante dell'apparato sanzionatorio che si rinvengono le più rilevanti novità normative, dal momento che proprio con la l. 62/2005 sono state intraprese alcune opzioni di politica repressiva che non solo hanno fortemente ipotocato l'approccio ordinamentale successivo alla lotta contro la criminalità finanziaria, ma altresì hanno costituito il “*casus belli*” da cui è scaturita la tormentatissima vicenda euro-convenzionale del *ne bis in idem*²⁹⁸. Due sono state, più precisamente, le scelte di campo che il legislatore del 2005 ha effettuato.

Per un verso, sulla scia di un più generalizzato *trend* di origine *nordamericana* che ha condizionato le strategie sanzionatorie europee in materia di *market abuse*, il legislatore italiano ha disposto un esteso incremento verticale del tasso di severità delle sanzioni irrogate per l'*insider trading* (oltre che per la manipolazione di mercato²⁹⁹). Per altro verso, il sistema normativo contenuto nel Titolo I-bis del t.u.f., così come delineato dal legislatore italiano in recepimento della direttiva 2003/6/Ce e tutt'ora

²⁹⁵ La disposizione dell'art. 180 t.u.f. *ante* 2005 individuava due differenti situazioni, al ricorrere delle quali il venire in possesso della notizia privilegiata – allorché ovviamente venga “sfruttato” dal possessore – avrebbe potuto assumere astratta rilevanza penale: tali situazioni consistevano nell'aver ottenuto l'informazione in ragione della «partecipazione al capitale di una società», ovvero «dell'esercizio di una funzione, anche pubblica, di una professione o di un ufficio». Rispetto a tali presupposti, l'art. 184 t.u.f. “seconda versione”, contemplava anche il caso in cui la notizia fosse stata appresa in «qualità di membro di organi di amministrazione, direzione o controllo dell'emittente»: sulla valenza per lo più formale di tale innovazione, v. MUCCIARELLI, *Abuso di informazioni privilegiate e manipolazioni del mercato*, cit., p. 1468.

²⁹⁶ Sul punto, MUCCIARELLI, *Abuso di informazioni privilegiate e manipolazione del mercato*, cit., p. 1471.

²⁹⁷ Cfr. MUCCIARELLI F., *Gli illeciti di abuso di mercato, la responsabilità dell'ente e l'informazione*, in *Riv. trim. dir. pen. econ.*, 2008, p. 823 ss.

²⁹⁸ Su cui ampiamente *infra*, Cap. III, Sez. II.

²⁹⁹ *Infra*, Sez. II.

vigente, veniva costruito su di un delicato equilibrio³⁰⁰ caratterizzato da una *duplicazione* degli illeciti e delle sanzioni: al versante *penalistico* dell'*insider trading* (art. 184) faceva (e fa) da *pendant* un corredo amministrativistico (art. 187-bis), che dava (e da) vita a un sistema sanzionatorio «ipermuscolare» ed efficientista³⁰¹, in virtù del quale sul medesimo fatto finivano (e finiscono) per convergere sia sanzioni penali – irrogate dal giudice penale – sia sanzioni amministrative – comminate dalla Consob.

Lasciando momentaneamente da parte il tema del c.d. *doppio binario sanzionatorio* – oggetto di approfondimento specifico nel prosieguo del lavoro –, può osservarsi che il legislatore nazionale ha inteso focalizzare l'attenzione innanzitutto sul versante del *quantum* edittale, tanto che a distanza di pochi mesi dall'entrata in vigore della l. 62/2005 quest'ultimo è intervenuto nuovamente sulla materia, prevedendo un "bruto" inasprimento del corredo sanzionatorio per l'*insider trading* (e la manipolazione del mercato), il cui esito è stato quello di aver conferito al comparto normativo del *market abuse* il primato assoluto di severità repressiva nell'intero settore del diritto penale dell'economia³⁰².

A conclusione di una «faticosa e disturbata gestazione»³⁰³, l'art. 39, co. 1, l. 28 dicembre 2005, n. 262 (sulla tutela del risparmio) determinava infatti un «indiscriminato e generalizzato»³⁰⁴ raddoppio delle sanzioni prescritte per l'illecito penale (art. 184) e la quintuplicazione di quelle stabilite per l'illecito amministrativo (art. 187-bis), raggiungendo vette draconiane³⁰⁵ di afflittività: con l'esito per cui la sanzione detentiva si attestava (e ancor oggi s'attesta) sulla soglia massima di dodici anni di reclusione, mentre la multa variava (e varia) entro un *range* compreso tra euro quarantamila ed euro sei milioni³⁰⁶. Senza dimenticare la circostanza aggravante prevista dal comma 3, la quale consente al giudice di «aumentare la multa fino al triplo o fino al maggiore importo di dieci volte il prodotto o il profitto conseguito dal reato quando, per la rilevante offensività del fatto, per le qualità personali del colpevole o

³⁰⁰ In questi termini, D'ALESSANDRO, *Regolatori del mercato*, cit., p. 218.

³⁰¹ Cfr. FLICK, *Cumulo tra sanzioni penali e amministrative*, cit., p. 953 ss.

³⁰² Sul punto, AMATI, *Abusi di mercato*, cit., p. 70.

³⁰³ Così ALESSANDRI A., *Un esercizio di diritto penale simbolico: la c.d. tutela penale del risparmio*, in AA.VV., *Scritti per Federico Stella*, vol. II, Napoli, 2007, p. 926.

³⁰⁴ Cfr. FOFFANI L., *sub art. 180 d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58*, in PALIERO C.E.-PALAZZO F. (a cura di), *Commentario breve alle leggi penali complementari*, II ed., Padova, 2007, p. 714.

³⁰⁵ Così ZANNOTTI R., *Diritto penale dell'economia. Reati societari e reati in materia di mercato finanziario*, III ed., Milano, 2017, p. 409.

³⁰⁶ Il citato art. 39, co. 1, l. 262/2005, conteneva peraltro un inciso, a mente del quale il raddoppio delle sanzioni fosse comunque contenuto «entro i limiti posti per ciascun tipo di pena dal libro I, titolo II, capo II, del codice penale». Muovendo dalla considerazione per cui la sanzione pecuniaria, prevista per l'*insider trading*, già prima dell'inasprimento sanzionatorio disposto dall'art. 39, sfiorava ampiamente i limiti previsti dal codice penale per la multa, ci si è interrogati circa la riferibilità del citato art. 39 anche alla multa, oltre che alla pena detentiva, stabilita dall'art. 184 t.u.f. Mentre taluni hanno risposto positivamente, valorizzando proprio il dato per cui la sanzione pecuniaria base già superava le soglie previste dall'art. 24 c.p. (ZANNOTTI, *op. loc. cit.*), altri hanno invece escluso tale possibilità (PALIERO, *op. ult. cit.*, p. 809 ss.).

per l'entità del prodotto o del profitto conseguito dal reato, essa appare inadeguata anche se applicata nel massimo».

La materia del *market abuse* faticava ad uscire dal *focus* d'interesse del legislatore nostrano che, pochi anni dopo rispetto al doppio intervento del 2005, ritornava nuovamente a mettere mano alla disciplina del t.u.f. Il quadro normativo veniva infatti ulteriormente arricchito in virtù dell'introduzione, a opera del d.lgs. 17 luglio 2009, n. 101, di un nuovo comma 3-*bis* all'interno dell'art. 184, mediante il quale veniva – poco comprensibilmente³⁰⁷ – attribuito rilievo solo *contravvenzionale* alla condotta di colui che avesse commesso una delle tre condotte, tipizzate dal comma 1 dell'art. 184, in relazione agli strumenti finanziari di cui all'art. 1, co. 2, t.u.f. ammessi alla negoziazione in un sistema multilaterale di negoziazione italiano, per i quali l'ammissione fosse stata richiesta o autorizzata dall'emittente.

La parabola normativa sinora tracciata rende evidente come «in meno di tre lustri si è passati [...] da una situazione di completa indifferenza nei confronti di un fenomeno da sempre presente nel mercato finanziario [...] ad una situazione di dettagliata disciplina [...], che da ultimo prevede una severa quanto irragionevole complessa doppia risposta sanzionatoria sia di natura penale sia penale-amministrativa, in contraddizione con i principi fondamentali in tema di sanzioni amministrative»³⁰⁸. Una parabola, tuttavia, che sembra ancora lontana dal trovare un punto d'approdo sufficientemente stabile e soddisfacente.

Infatti, nonostante la necessità di adeguare l'impianto normativo esistente alla nuova strategia eurounitaria in tema di repressione degli abusi di mercato, compendiata nel binomio costituito dal Reg. (UE) 596/2014 e dalla direttiva 2014/57/UE, abbia condotto – all'esito di un assai travagliato *iter* legislativo – all'emanazione del d.lgs. 10 agosto 2018, n. 107, il *novum* – pur avendo introdotto alcune innovazioni in materia (anche) di *insider trading* – non pare affatto in grado di assicurare un effettivo allineamento della disciplina domestica rispetto al programma normativo eurounitario³⁰⁹.

Il percorso evolutivo della normativa – qui rapidamente tratteggiato – è non solo scandito da una serie di tappe in cui la disciplina dell'*insider trading* è stata

³⁰⁷ In senso critico sulla novella del 2009, BASILE E., *Contravvenzioni e contraddizioni in tema di abusi di mercato: tutela penale dei sistemi multilaterali di negoziazione*, in *Riv. trim. dir. pen. econ.*, 2011, p. 747 ss., secondo il quale il crescente sviluppo dei sistemi multilaterali avrebbe per contro dovuto ispirare una ben diversa attenzione dall'angolo visuale della politica criminale, tenuto conto che il blando tenore delle sanzioni irrogate dall'art. 184, co. 3-*bis*, t.u.f., in uno con il breve termine prescrizione, rende proprio tali mercati particolarmente “appetibili” per potenziali autori di *market abuse*.

³⁰⁸ ZANNOTTI, *op. ult. cit.*, p. 410. Trattasi peraltro di una parabola comune a molti sistemi giuridici nazionali, come evidenziato da SEMINARA S., *L'evoluzione europea del diritto penale del mercato finanziario nella prospettiva italiana*, in di CANESTRARI S.-FOFFANI L. (a cura di), *Il diritto penale nella prospettiva europea. Quali politiche criminali per quale Europa?*, Milano, 2005, p. 223

³⁰⁹ Sul punto, in via generale, MUCCIARELLI F., *Gli abusi di mercato riformati e le persistenti criticità di una tormentata disciplina. Osservazioni a prima lettura sul decreto legislativo 10 agosto 2018, n. 107*, in *Riv. trim. dir. pen. cont.*, 2018, 3, p. 175.

progressivamente rimodellata e raffinata, a partire da un “primo” sostrato regolativo, ma risulta altresì accompagnato da un costante monitoraggio decennale di carattere scientifico – che ne ha puntualmente evidenziato i profili di novità e di funzionalità, oltre che di criticità e inadeguatezza –: tale assetto complessivo suggerisce allora uno specifico approccio metodologico nell’esposizione dei tratti caratterizzanti la fattispecie in esame.

Lungi dal voler appesantire la trattazione con una capillare, dettagliata e “monografica” ricognizione della disciplina normativa dell’*insider trading*, pare per contro sufficiente – in relazione ai fini del presente lavoro – soffermare l’attenzione su quelle questioni e problematiche – sia interpretative, sia applicative – che hanno attirato gli sforzi ricostruttivi della dottrina e della giurisprudenza. Verrà in particolare puntualmente segnalata la presenza di variazioni e innovazioni introdotte dal d.lgs. 107/2018, le quali a loro volta saranno esaminate dall’angolo prospettico della nuova disciplina eurounitaria, allo scopo di evidenziare profili di coerenza o di discrepanza tra le indicazioni del legislatore europeo e il recepimento del legislatore italiano.

3. *L’interesse protetto.*

Nella scansione espositiva che tradizionalmente guida l’interprete nell’analisi delle fattispecie incriminatrici, il problema dell’individuazione del bene giuridico tutelato costituisce uno *step* logicamente preliminare rispetto alla successiva descrizione dell’apparato strutturale che connota la disposizione volta per volta esaminata: al di là infatti della fondamentale funzione *selettiva* degli interessi che paiono meritevoli di protezione mediante il ricorso allo *ius terribile*, il cui intervento – almeno in linea teorica – dovrebbe essere ispirato dal canone dell’*extrema ratio*, la riflessione sull’oggettività giuridica protetta offre un contributo esegetico fondamentale per colmare eventuali *deficit* di tipicità della singola fattispecie considerata, consentendo – appunto – di *interpretare* la lettera normativa in una prospettiva teleologicamente orientata.

In materia di *insider trading*, l’individuazione di quale sia il bene giuridico tutelato ha costituito – e tutt’ora costituisce – non solo uno dei profili su cui, con maggiore intensità, si è manifestato lo sforzo ricostruttivo di quella parte della dottrina che ha approfondito lo studio dello specifico comparto degli abusi di mercato, ma rappresenta altresì, più in generale, uno dei *topoi* di discussione dell’intero diritto penale dell’economia³¹⁰. La fisiologica proiezione offensiva del delitto di *insider trading* verso una dimensione (*macro*-)economica, rende infatti tale fattispecie il luogo d’elezione per la convergenza di riflessioni in ordine alla possibilità di far rientrare, nel

³¹⁰ Sul tema, in particolare, v. PEDRAZZI C., *Interessi economici e tutela penale*, in STILE A.M. (a cura di), *Bene giuridico e riforma della parte speciale*, Napoli, 1985, 306 s., ora in *Diritto penale, III, Scritti di diritto penale dell’economia*, Milano, 2003, p. 187 ss.

focus della tutela penalistica, beni a carattere *superindividuale*³¹¹: tra questi, vi rientra proprio quell'interesse al "corretto e regolare funzionamento del mercato mobiliare" che viene di regola additato – quantomeno dalla dottrina prevalente – come oggetto di tutela dell'*insider trading*³¹².

Tale conclusione, invero, rappresenta il precipitato di un articolato percorso ricognitivo che, procedendo secondo un metodo di progressiva "falsificazione", ha consentito di escludere la validità di altre impostazioni teoriche che – pure – avevano individuato *aliunde* il fulcro della tutela penalistica.

Se l'opzione di sanzionare l'abuso di informazioni privilegiate, condivisa ormai a livello planetario³¹³, sembra costituire un argomento "empirico" insuperabile, tale da sconfessare quelle più risalenti linee interpretative che, muovendo dall'angolo visuale delle conseguenze strettamente *economiche* dell'abuso informativo, giungevano a dubitare della stessa opportunità di reprimere le condotte di *insider trading*³¹⁴, è sul

³¹¹ Per un cenno, GAMBARELLA, *Condotte economiche*, cit., p. 29-30; cfr. altresì FLICK, *Insider trading: problemi sostanziali*, cit., p. 88 e p. 96-97.; MOCCIA S., *Dalla tutela di beni alla tutela di funzioni: tra illusioni postmoderne e riflussi illiberali*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 1995, fasc. 1, p. 348 ss.; ROMANO M., *Diritto penale in materia economica, riforma del codice, abuso di finanziamenti pubblici*, in AA.VV., *Comportamenti economici e legislazione penale. Atti del convegno Arel del 17 marzo 1978*, Milano, 1978, p. 189, il quale rifletteva sulle tecniche di tutela di quelli che egli definiva "beni-prestazione", ossia «beni rappresentati dalle disponibilità economico-finanziarie, senza le quali è impossibile l'assolvimento delle funzioni tipiche di uno stato sociale di diritto [...]».

³¹² Senza pretesa di esaustività: SEMINARA, *Insider trading e diritto penale*, cit., p. 88 ss.; ID., *La tutela penale del mercato finanziario*, cit., p. 620 ss.; ID., *Diritto penale commerciale*, cit., p. 72-75; FLICK, *Insider trading: una tappa significativa*, cit., p. 975 ss.; GALLI S., *Insider trading: l'inizio di una giurisprudenza di tipo statunitense?*, in *Giur. comm.*, 1997, fasc. 2, p. 217 e 220; MUCCIARELLI F., *L'abuso di informazioni privilegiate*, cit., p. 1466; NAPOLEONI, voce *Insider trading*, cit., p. 580; TRIPODI, *Informazioni privilegiate*, cit., in particolare p. 71-73 e 118 ss.; AMATI, *Abusi di mercato*, cit., p. 73 s.; D'ALESSANDRO, *Regolatori del mercato*, cit., p. 111; GIAVAZZI, *L'abuso di informazioni privilegiate*, cit. p. 682; ZANNOTTI, *Diritto penale dell'economia*, cit., p. 414.

³¹³ V. TRIPODI, *Informazioni privilegiate*, cit., p. 119.

³¹⁴ La tesi della liceità dell'*insider trading* rinviene le proprie radici nelle riflessioni della dottrina nord-americana di fine anni '60. La più compiuta tematizzazione dell'impostazione favorevole alla liceità di tali condotte è offerta da MANNE H.G., *Insider Trading and the Stock Market*, New York, 1966, p. 80 ss. Vedasi altresì EASTERBROOK F.H.- FISCHER D.R., *The economics structure of corporate law*, Harvard, 1992; ID., *Operazioni su titoli in base a informazioni «interne»*, in *Foro it.*, 1991, vol. 114, p. 217/218 ss.; LEHN K., *Gli aspetti economici dell'insider trading*, in RABITTI BEDOGNI C. (a cura di), *Il dovere di riservatezza nel mercato finanziario. L'Insider trading*, Milano, 1992, pp. 5 ss. Per un'ampia ricognizione della tesi formulata dalla Scuola di Chicago, oltre che delle sue critiche, v. CARBONE P.L., *Tutela civile del mercato e insider trading*, Padova, 1993, p. 144 ss.; in termini più contenuti, v. MACCABRUNI F., *Insider trading e analisi economica del diritto*, in *Giur. comm.*, 1995, p. 600-604. In buona sostanza, la tesi della liceità dell'*insider trading* poggia su alcuni argomenti che, a loro volta, riflettono talune specifiche funzioni "utili" che tale pratica svolgerebbe nel mercato. Essa in particolare garantirebbe una migliore *allocazione* degli investimenti sul mercato, in quanto il flusso informativo sarebbe più rapido e gli investitori potrebbero anticipare la percezione del successivo andamento dei titoli. Non solo, ma essa svolgerebbe una fondamentale funzione di *stabilizzazione*, nella misura in cui il *trading* dell'*insider* consentirebbe un "graduale" assorbimento della notizia da parte del mercato, evitandosi così gli scossoni derivanti da un annuncio improvviso. Infine, l'*insider trading* costituirebbe

altri piani – attinenti alle *rationes* normative, o al concreto atteggiarsi delle dinamiche del mercato finanziario – che debbono ricercarsi i profili di criticità e fragilità di quelle tesi che hanno ritenuto di focalizzare la proiezione offensiva del reato su *interessi* più

un efficiente metodo di remunerazione del *management*: «il *trading* da parte di *insiders* (nella specie, *managers* e loro *tippees*) può fornire alla società un meccanismo importante per comunicare le informazioni ai partecipanti al mercato. Permettere agli *insiders* di effettuare scambi può anche creare incentivi a massimizzare il valore della società a uguale beneficio sia degli *insiders* che degli *outsiders*» (così EASTERBROOK-FISCHEL, *Operazioni su titoli*, cit., p. 219). Sottolinea la peraltro la diversità dei piani di indagine – economico e giuridico – MAZZA L., *La repressione dell'insider trading nel quadro della tutela del mercato azionario*, in *Banca Borsa*, 1988, p. 678, osservando che, se pure risulta «vero che il commercio degli *insiders* può agevolare un più veloce adeguamento del prezzo del titolo al suo valore intrinseco, che la speculazione in borsa è l'unico mezzo di remunerazione, che non sempre all'imposizione di un dovere di pubblicità corrisponde una migliore conoscenza del mercato», ciò non toglie che «tali rilievi di ordine prevalentemente economico non scalfiscono però l'illiceità giuridica dell'*insider trading*, che altera il buon funzionamento del mercato, stimolando la caccia alla informazione «riservata» attraverso mezzi e strumenti che oltrepassano la sfera del consentito, con ciò richiedendosi l'intervento del legislatore per delimitare i confini di dette sfere». Più di recente ZANNOTTI, *Diritto penale dell'economia*, cit., p. 412-413, secondo il quale la necessità di sanzionare l'*insider trading* è particolarmente avvertita soprattutto «[...] in una situazione come quella italiana, dove la *governance* societaria è sbilanciata in favore degli azionisti di controllo», sicché «l'abuso delle informazioni privilegiate rappresenta un modo per estrarre *benefici privati*, che possono ledere non solo l'integrità e il buon funzionamento del mercato, ma anche quell'etica della *business community*, che sempre dovrebbe caratterizzare l'operare della stessa».

specifici, individuati ora nel *patrimonio*³¹⁵, ora nella *segretezza e riservatezza*³¹⁶, oppure nella tutela della *par condicio* degli investitori (nella prospettiva di realizzare

³¹⁵ Il presupposto dell'inquadramento dell'*insider trading* tra i reati posti a presidio del patrimonio è quello della ricostruzione del rapporto tra *insider-outsider* come una sorta di truffa contrattuale: la lesione del patrimonio dell'*outsider* si coglierebbe nella perdita economica subita per aver contrattato con un *intraneus* dotato di conoscenze informative non rese note alla controparte e che, se da questa conosciute, non l'avrebbero indotta a contrarre o, quantomeno, a non contrarre a quelle condizioni. Plurime sono le considerazioni critiche espresse avverso tale impostazione esegetica, a partire dalla difficoltà a ricondurre la relazione tra investitori nei termini di una classica contrattazione a carattere truffaldino: le transazioni finanziarie avvengono su piattaforme telematiche, a elevato livello di personalizzazione. Sicché il singolo investitore «una volta che ha deciso di dare l'ordine in borsa, non ha alcun interesse a stipulare con uno o con altro contraente [...] e, in particolare, a non stipulare con un *insider* che, in possesso dell'informazione rilevante, sceglie, invece, *cognita causa*» (cfr. PETRONE M., *L'insider trading: tecniche sanzionatorie e posizione della Consob*, in *Cass. pen.*, 1991, p. 331; nello stesso senso MANNO, *Profili penali dell'insider trading*, cit., p. 160; cfr. altresì BRICOLA F., *Profili penali della disciplina del mercato finanziario*, in *Banca, borsa, titoli di credito*, 1990, p. 51). Se pure tale obiezione presta a sua volta il fianco a critiche (v. per tutti ABBADESSA P. *L'insider trading nel diritto privato italiano: prima e dopo la legge n. 157/1991*, in *Banca, borsa, titoli di credito*, 1992, p. 755 ss., secondo il quale il profilo di illiceità dell'*insider trading* – da cui scaturirebbe peraltro il diritto al risarcimento civilistico per l'*outsider* – si coglierebbe nella violazione del dovere di informazione nei confronti della controparte, quale precipitato del più generale principio di buona fede che ispira la disciplina dei contratti), indicazioni ben più decisive si ricavano dall'analisi della struttura della fattispecie, priva di qualsivoglia riferimento a eventuali pregiudizi per l'*outsider* (cfr. PEDRAZZI C., *Problemi di tecnica legislativa*, in AA.VV., *Comportamenti economici e legislazione penale*, Milano, 1979, p. 34). Inoltre, la stessa criminalizzazione delle condotte di *tipping* e di *tuyautage* – che, all'evidenza, non implicano la presenza di alcuna controparte, né di un danno a carico di questa – costituisce un argomento difficile superabile per la tesi patrimonialistica (v. MANNO, *ibid.*). Allo stesso modo non paiono condivisibili quegli orientamenti che – muovendo sempre dalla prospettiva patrimoniale – ampliano la dimensione lesiva della condotta, assumendo a oggetto di tutela l'interesse patrimoniale *collettivo* degli investitori che hanno operato in senso opposto a quello seguito dall'*insider*: a tacer d'altro, sarebbe quanto mai utopistico «ricostruire un rapporto di causalità, fra l'operazione dell'*insider* e quelle di segno opposto dei terzi, che non siano in contatto con lui» (FLICK, *Insider trading: problemi sostanziali*, cit., p. 87, il quale peraltro sottolinea che «l'interesse degli altri investitori sul mercato è leso non tanto dallo sfruttamento privilegiato della notizia ad opera dell'*insider*, quanto dalla mancata disponibilità di tale notizia per essi [...]»). Neppure convince il tentativo di ancorare l'oggettività giuridica al patrimonio della società emittente, che si assume leso per effetto dell'operazione dell'*insider*: basti considerare che tale lesione è meramente eventuale (cfr. FLICK, *op. ult. cit.*, p. 86-87; SEMINARA, *Insider trading e diritto penale*, cit. p. 8 ss. *Contra*, LENER R., *La diffusione delle informazioni «price sensitive» fra informazione societarie e informazione riservata*, in *Soc.*, 1999, fasc. 2, p. 144. Parzialmente difforme l'opinione di chi ritiene invece ravvisabile sempre un danno, *sub specie* di lesione reputazionale per la società: PETRONI, *op. ult. cit.*, p. 331; nonché ABBADESSA, *op. ult. cit.*, p. 750. *Contra* NAPOLEONI, voce *Insider trading*, cit., p. 579, il quale evidenzia che neppure tale pregiudizio è una costante, «non foss'altro perché è legato, non all'illecito in sé, ma alla sua scoperta»).

³¹⁶ Secondo alcuni – muovendo dalla teoria della c.d. «*breach of fiduciary duty*» - il delitto di *insider trading* sarebbe posto a presidio del dovere di fedeltà che lega l'intraneo alla società emittente: con diversità di accenti, cfr. CARBONE P.L., *Nuovi illeciti attinenti alla negoziazione di 'valori mobiliari'. Profili della disciplina. Spunti critici*, in *Foro it.*, 1991, p. 476.; ABBADESSA, *op. ult. cit.*, p. 749-753. *Contra* NAPOLEONI, *op. ult. cit.*, p. 579, il quale osserva che il commercio dell'iniziatore ha «ad oggetto informazioni destinate ad essere necessariamente diffuse tra il pubblico e che, spesso, non possono essere

l'obiettivo – invero utopistico³¹⁷ – del *market egalitarianism*)³¹⁸, oppure ancora nella protezione della *trasparenza*³¹⁹ – per quanto quest'ultima linea interpretativa

considerate riservate neppure nel lasso di tempo che precede la loro divulgazione ufficiale: la violazione della sfera della riservatezza è, dunque, solo accidentale»; nello stesso senso FLICK, *op. ult. cit.*, p. 92 e p. 98, il quale evidenzia la differente portata della disciplina sull'*insider trading* (nella sua primigenia morfologia del 1991) rispetto a quella degli artt. 622 c.p. e 2622 c.c.: figure criminose, queste ultime, peraltro già di per sé idonee a reprimere adeguatamente il fenomeno, come ricordato da AMATI, *Abusi di mercato*, cit., p. 75. Cfr. altresì SGUBBI, *Abusi di mercato*, cit., p. 4, secondo il quale «l'*insider*, salvo casi eccezionali, non viola la sfera di riservatezza della società, bensì usa a proprio vantaggio informazioni ancora pubblicizzate (ma destinate a divenire prima o poi tali), acquisite in ragione della propria posizione funzionale».

³¹⁷ Così MUSCO E., *I reati di insider trading*, in *Riv. pen.*, 1993, p. 375.

³¹⁸ L'idea di fondo, secondo i sostenitori della teoria, è che l'*insider trading* sarebbe posto a garanzia della parità di accesso alle informazioni tra gli operatori del mercato: cfr. CARRIERO, *Informazione, mercato, buona fede*, cit., p. 5 ss.; BARTULLI-ROMANO, *Sulla disciplina penale dell'insider trading*, cit., p. 667; CRESPI A., *Insider trading e frode sul mercato dei valori mobiliari*, in *Riv. soc.*, 1991, fasc. 6, p. 1675. Più di recente, sul rapporto tra esigenza di *disclosure* e realizzazione del *market egalitarianism*, quale principio funzionale al corretto funzionamento del mercato, v. MONTALENTI P., «Disclosure» e riservatezza nei mercati finanziari: problemi aperti, in *Analisi giur. econ.*, 2013, fasc. 1, p. 245. Se però – come accennato *supra*, p. – la disparità informativa tra gli operatori costituisce una condizione fisiologica del mercato finanziario, nella misura in cui è proprio sulla convinzione di avere informazioni “buone” che matura la scommessa d'investimento (e la speranza di guadagno) del singolo investitore, l'intervento regolativo potrebbe al più limitare il gap informativo, senza tuttavia giungere ad annullarlo: sul punto, v. SEMINARA, *Insider trading*, cit., p. 80 ss.; ID., *Diritto penale commerciale*, cit., p. 73; BARTALENA, *Insider trading*, cit., p. 230; MUCCIARELLI, *Speculazione mobiliare e diritto penale*, cit., p. 7; MANNO, *op. ult. cit.*, p. 165, il quale osserva che «in un gioco in cui la differenza tra le capacità di conoscenza dei diversi giocatori determina il vincitore, è conforme alle regole che un soggetto sappia e possa sapere più di altri». V. altresì ROSSI G., *L'informazione societaria al bivio*, in *Riv. soc.*, 1986, p. 1091, per il quale è necessario «trovare la misura critica socialmente accettabile tra repressione di speculazioni eccessive ed eccessiva repressione di quel tanto di speculazione che sola stimola il reperimento di informazioni da parte degli intermediari. Debbono cioè bilanciarsi l'esigenza di garantire il dinamismo del mercato con quella di tutelare i risparmiatori più deboli»; nonché ALESSI R., *Market egalitarianism e insider trading*, *ivi*, 1980, p. 945 ss., il quale evidenzia come negli Stati Uniti, quantomeno a partire dal caso Chiarella (*Chiarella v. U.S.*, 100 S.Ct. 1108 (1980)) era stato abbandonato il principio della parità d'informazione quale criterio fondante l'illiceità dell'*insider trading*. Con riguardo al profilo della parità informativa tra gli investitori, in giurisprudenza, v. Cass., n. 8588/2010, cit., che, nel ripercorrere l'evoluzione normativa che ha segnato la disciplina dell'*insider trading*, sottolinea come sia sempre rimasto immutato «il nucleo di disvalore del fatto (lesione della tutela del "market egalitarianism" o della "parità informativa", premessa essenziale per la regolare formazione dei prezzi)» (par. 2) Per una recente riproposizione della tesi in dottrina, v. ONADO M., *Economia e regolamentazione del sistema finanziario*, IV ed., Bologna, 2016, p. 219; nonché BARTALENA A., *O.p.a. per delisting e insider trading: brevi riflessioni sull'insider di se stesso*, in *Banca, borsa, titoli di credito*, 2018, fasc. 6, p. 698 ss. È stato peraltro osservato che la *par condicio* informativa degli investitori appare più come una precondizione per la tutela di altri, diversi, beni: cfr. ZANNOTTI R., *La tutela penale del mercato finanziario*, cit. p. 92 ss.

³¹⁹ Muovendo dalla premessa per cui la libera circolazione delle informazioni costituisce una condizione essenziale per il corretto funzionamento del mercato, taluni hanno ritenuto che la condotta dell'*insider*, il quale utilizza delle informazioni non disponibili agli altri operatori, impedirebbe tale circolazione informativa: cfr. ABBADESSA P., *Doveri di riservatezza ed insider trading: un rapporto discutibile*, in

sembrasse trovare un appoggio nel considerando n. 15 della Direttiva 2003/6/Ce, a mente del quale «L'abuso di informazioni privilegiate e la manipolazione del mercato sono di ostacolo alla reale e piena trasparenza del mercato, che è requisito fondamentale perché tutti gli operatori economici siano in grado di operare su mercati finanziari integrati»³²⁰ –, senza scordare infine quelle impostazioni ermeneutiche che hanno ritenuto di individuare nell'*insider trading* una fattispecie posta a presidio *non* di un *bene giuridico*, quanto piuttosto di una *funzione*³²¹.

RABITTI BEDOGNI C. (a cura di), *Il dovere di riservatezza nel mercato finanziario. L'insider trading*, Milano, 1992, p. 213 ss.; BARTULLI-ROMANO, *op. ult. cit.*, p. 667; v. altresì PEDRAZZI C., *Problemi di tecnica legislativa*, cit., p. 28, ora anche in ID., *Scritti di diritto penale dell'economia*, Milano, 2003, p. 129. Al di là della circostanza che può dubitarsi dell'effettiva riconducibilità della “trasparenza” nell'alveo dei beni giuridici (cfr. CARRIERO, *Informazione, mercato, buona fede*, cit., p. 33 ss.), e fermo il legame tra *insider trading* e obblighi di *disclosure* (sul punto, in termini ampi, MONTALENTI, «Disclosure» e riservatezza nei mercati finanziari, cit., *passim*; cfr. altresì NAPOLEONI, voce *Insider trading*, cit., p. 579), occorre comunque evidenziare che esigenza di *trasparenza* e divieto di sfruttamento di notizie privilegiate corrono su piani distinti: cfr. SEMINARA S., *Informazione finanziaria e mercato: alla ricerca di una strategia del controllo penale e amministrativo*, in *Analisi giur. econ.*, 2006, fasc. 2, p. 260, secondo il quale deve evidenziarsi che «[...] l'adempimento degli obblighi informativi e il precetto sull'*insider trading* si muovono lungo strade diverse, alla luce delle differenti funzioni adempiute dalle due fattispecie, l'una diretta ad eliminare le asimmetrie informative attraverso la divulgazione delle conoscenze privilegiate e l'altra volta ad impedire lo sfruttamento di esse, nonché la loro indebita trasmissione selettiva a terzi fin quando, appunto, rivestano natura privilegiata [...]». In termini ancor più efficaci, SGUBBI, voce *Abusi di mercato*, cit., p. 4, il quale, prendendo le distanze dalla “tesi della trasparenza”, osserva non solo che l'*insider trading* «[...] concerne notizie soggette a divulgazione non di rado in un momento successivo a quello in cui si prestano allo sfruttamento [...]», ma altresì che «[...] se è indiscutibile il rapporto di reciproca esclusione intercorrente tra il divieto di *insider trading* e gli obblighi di *disclosure*, è allo stesso modo evidente che la tutela della *trasparenza* è assicurata dalla previsione dei suddetti obblighi e non dal mancato sfruttamento dell'informazione non divulgata, che si atteggia piuttosto a condotta abusiva realizzata sulla base della mancata trasparenza». In giurisprudenza, individua il bene giuridico tutelato dalla fattispecie dell'*insider trading* nella “trasparenza”, Trib. Milano, 23 gennaio 2007, in *Corr. merito*, 2007, fasc. 5, p. 615 ss. con nota di D'ARCANGELO F., *Il concorso dell'extraneus nel delitto di abuso di informazioni privilegiate*; G.i.p. Milano, 21 novembre 2002, in *Riv. dott. comm.*, 2003, fasc. 2, p. 366-367.

³²⁰ Sul punto, MANNO, *Profili penali*, cit., p. 164-165, nota 254. Per un maggiore approfondimento, v. GIAVAZZI, *L'abuso di informazioni privilegiate*, cit., p. 685-686.

³²¹ In termini generali, sul diritto penale economico come *locus* ideale per la proliferazione di forme di tutela di funzioni, v. PADOVANI T., *Diritto penale della prevenzione e mercato finanziario*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, fasc. 3, p. 634 ss., il quale ritiene che il diritto penale del mercato finanziario rappresenti un settore particolarmente significativo per «l'analisi dei problemi connessi allo sviluppo dei reati ad offesa funzionale» (p. 640), a loro volta da intendersi come una “sottocategoria” di «reati a pericolo presunto, caratterizzati dalla loro destinazione alla tutela di una funzione o di una struttura organizzata» (p. 639), in quanto la «disciplina del mercato finanziario è [...] essenzialmente e necessariamente costituita dalla sanzione delle “regole del gioco”: espressione [...] che richiama [...] le norme di organizzazione e di funzionamento del mercato finanziario, relative all'accesso, alle garanzie di affidabilità dei soggetti legittimati, allo svolgimento delle contrattazioni, alla tutela delle pari opportunità di intervento e così via» (p. 642). In particolare, secondo VENAFRO E., *Il nuovo oggetto di tutela della fattispecie di insider trading*, in *Dir. pen. proc.*, 2007, fasc. 7, p. 948 ss., la norma penale sarebbe posta a presidio del meccanismo amministrativo di *disclosure* previsto dall'art. 114 t.u.f.: «la sanzione penale si lega alla

La linea interpretativa maggioritaria, secondo la quale il *focus* di tutela dell'*insider trading* è rappresentato dall'*efficienza* del mercato finanziario, pare a tutt'oggi quella preferibile.

Pur nella consapevolezza del rischio di confondere l'oggettività giuridica della disposizione con lo *scopo* della stessa³²², e pur al netto di alcune osservazioni critiche³²³ (anche in relazione alla natura «effimera» di un tale bene giuridico)³²⁴, la tesi dell'interesse al corretto funzionamento del mercato – specialmente laddove inteso come la proiezione *astratta* e *collettiva* dell'interesse del *singolo risparmiatore* all'*efficienza economica delle proprie scelte*³²⁵ – come oggetto di protezione della disciplina sull'*insider trading*, sembra infatti trovare conforto sia sul piano dell'architettura concreta della fattispecie, sia a livello di strategia repressiva eurounitaria.

Per un verso, come correttamente osservato, la fattispecie incriminatrice contenuta nel t.u.f. (anche nella versione *post* d.lgs. 107/2018, oggi vigente) presenta la morfologia tipica di un reato di pericolo astratto³²⁶, prescindendo sia dall'accertamento di un'effettiva lesione patrimoniale a danno di terzi, sia da un concreto pericolo per l'integrità complessiva del mercato³²⁷.

Per altro verso, che proprio l'integrità e l'efficienza del mercato finanziario costituiscano il fulcro della repressione dell'*insider trading*, è conclusione che si ricava

funzione di impedire che attraverso un abuso funzionale si metta in crisi il delicato meccanismo di bilanciamento tra ciò che si deve rendere pubblico e ciò che, viceversa, può rimanere segreto [...] Il reato di *insider trading* si pone, quindi, come norma di 'chiusura' della procedura amministrativa, ad ulteriore garanzia della correttezza del sistema».

³²² Sul punto BRICOLA, *Profili*, cit., p. 51 ss., anche in ID., *Tecniche di tutela penale e tecniche alternative di tutela*, in DE ACUTIS M.-PALOMBARINI G. (a cura di), *Funzioni e limiti del diritto penale. Alternative di tutela*, 1984, p. 29 ss. Evidenzia tale rischio anche SGUBBI, *Diritto penale del mercato finanziario*, cit., p. 34, nonché TRIPODI, *Informazioni privilegiate*, cit., p. 121.

³²³ Secondo VENAFRO, *Il nuovo oggetto di tutela*, cit., p. 948 ss., l'opzione normativa di depenalizzare la condotta abusiva posta in essere dall'*insider* secondario – esercitata con l. 62/2005 – costituirebbe una chiara indicazione per escludere che l'interesse tutelato sia quello del corretto funzionamento del mercato: anche l'*insider* secondario sarebbe in grado di minarne l'integrità. A tale obiezione si risponde tuttavia che la «degradazione a illecito amministrativo» delle condotte dell'*insider* secondario «non segnala alcun mutamento di oggettività giuridica, bensì risponde all'esigenza di inquadrare l'intervento penale in una rigorosa cornice di meritevolezza e sussidiarietà della pena»: TRIPODI, *op. ult. cit.*, p. 127.

³²⁴ Cfr. GIAVAZZI, *op. ult. cit.*, p. 688.

³²⁵ In tal senso TRIPODI, *op. ult. cit.*, p. 131 ss., nonché ID., *D.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, artt. 180-187 quaterdecies*, in PADOVANI T. (a cura di), *Leggi penali complementari*, Milano, 2007, p. 2519 ss.

³²⁶ *Contra*, per la tesi del reato di pericolo concreto, v. Trib. Milano, 23 gennaio 2007, cit.

³²⁷ Così D'ALESSANDRO, *Regolatori del mercato*, cit., p. 112; nonché GIAVAZZI, *op. ult. cit.*, p. 687, il quale sottolinea che si tratta di una forma di pericolo che «non qualifica tanto la condotta, quanto piuttosto il suo presupposto: è infatti l'informazione privilegiata che, essendo «idonea» ad alterare in modo sensibile il prezzo dello strumento finanziario a cui si riferisce, rende la condotta dell'agente pericolosa per il mercato».

dalle indicazioni contenute nella Direttiva 2003/6/Ce – prima³²⁸ – e nel binomio *MAR-MAD II* – poi³²⁹ –: se il presupposto indispensabile per l’efficienza del mercato azionario è rappresentato dalla fiducia degli investitori circa la correttezza delle informazioni sugli strumenti finanziari (*faith on the market*), a sua volta derivante da una piena interazione tra momento informativo e momento valutativo, pare allora evidente che, laddove un soggetto operi sulla base di un vantaggio informativo, ciò produrrebbe un effetto distorsivo sui meccanismi di formazione dei prezzi degli strumenti finanziari. La percezione che il mercato sia popolato da operatori in posizione di superiorità informativa, grazie alla quale possono sottrarsi alla fisiologica ripartizione dei rischi delle contrattazioni, avrebbe dei riverberi negativi sull’*appetibilità* del mercato³³⁰, nella misura in cui si tradurrebbe in un fattore disincentivante per i risparmiatori, orientandoli verso forme alternative di

³²⁸ Cfr. considerando n. 12: «Gli abusi di mercato comprendono l’abuso di informazioni privilegiate e la manipolazione del mercato. La normativa contro l’abuso di informazioni privilegiate persegue lo stesso obiettivo della normativa contro la manipolazione del mercato: assicurare l’integrità dei mercati finanziari comunitari e accrescere la fiducia degli investitori nei mercati stessi. È pertanto opportuno adottare norme combinate per combattere sia l’abuso di informazioni privilegiate che la manipolazione del mercato. Una direttiva unica garantisce in tutta la Comunità uno stesso quadro in materia di ripartizione delle competenze, di applicazione e di cooperazione». Sul punto v. AMATI, *Abusi di mercato*, cit., p. 77; nonché D’ALESSANDRO, *op. ult. cit.*, p. 108 ss. Nella giurisprudenza recente, sull’integrità del mercato quale *ratio* del divieto di *insider trading*, v. Cass. civ., sez. II, 16 ottobre 2017, n. 24310, in *ilsocietario.it*, 11 dicembre 2017, fasc. 11, con nota di GIORDANO L., *Abuso di informazioni privilegiate: sanzionato anche l’insider “di se stesso”*.

³²⁹ Vedasi, rispettivamente, considerando n. 2, Reg. (Ue) n. 596/2014, a mente del quale «Un mercato finanziario integrato, efficiente e trasparente non può esistere senza che se ne tuteli l’integrità. 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 nei valori mobiliari e negli strumenti derivati», e considerando n. 1, Direttiva 2014/57/Ue, secondo il 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 nei valori mobiliari, negli strumenti derivati e negli indici di riferimento (benchmarks)». Come osserva BASILE E., *Insider trading riformato...ma non troppo: criticità e prospettive all’indomani del d.lgs. n. 107/2018*, in *Soc.*, 2019, fasc. 5, p. 570 ss., «lo scopo della tutela è focalizzato in via immediata sulla “fiducia” degli investitori e, in via mediata, sull’ “integrità” dei mercati finanziari [...]». Si noti peraltro che tale indicazione “finalistica” è stata oggetto di una diversa collocazione topografica, nel corso dell’*iter* di approvazione della Direttiva: originariamente situata nel considerando n. 10 della *Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on insider dealing and market manipulation* ([*First reading*], 2011/0297/COD, 12 dicembre 2012), è stato quindi dislocato in apertura del testo – poi approvato – della Direttiva c.d. *MAD II*.

³³⁰ Sul punto, MUCCIARELLI F., *L’abuso di informazioni privilegiate*, cit., p. 1466.

investimento³³¹: in tale prospettiva può peraltro cogliersi la funzione anche *promozionale ed eticizzante* affidata alla repressione dell'*insider trading*³³².

Dall'angolo visuale della copertura costituzionale dell'oggettività giuridica, l'efficienza del mercato sembra rientrare nell'area di operatività dell'art. 47 Cost., dedicato alla tutela del risparmio: il mercato azionario – espressamente richiamato nella citata disposizione – può infatti efficacemente svolgere la propria funzione di collettore del risparmio popolare nella misura in cui il mercato funzioni regolarmente e in maniera trasparente. Verrebbe dunque a delinarsi una tutela *bipolare*, focalizzata sull'interesse patrimoniale degli investitori, per lo più collettivamente considerati (nell'orbita della tutela del risparmio secondo la direttiva dell'art. 47 Cost.) e al contempo mirata a valori macroeconomici, compendiabili nella qualità dei mercati finanziari, dei quali si intende promuovere l'efficienza e l'affidabilità, e di conseguenza la competitività³³³.

4. I soggetti attivi del reato. Il c.d. insider “di sé stesso”.

A mente del primo comma dell'art. 184, t.u.f., è punito «con la reclusione da due a dodici anni e con la multa da euro ventimila a euro tre milioni *chiunque*, essendo in possesso di informazioni privilegiate in ragione della sua qualità di membro di organi di amministrazione, direzione o controllo dell'emittente, della partecipazione al capitale dell'emittente, ovvero dell'esercizio di un'attività lavorativa, di una professione o di una funzione, anche pubblica, o di un ufficio», compia attività di *trading*, *tipping* o *tuyautage* (su cui *infra*).

³³¹ Cfr. SEMINARA, *La tutela penale del mercato finanziario*, cit., p. 622.

³³² Come chiaramente indicato da FLICK, *Insider trading: problemi sostanziali*, cit., p. 89, già sotto la vigenza della l. 157/1991, «il ricorso allo strumento della repressione penale può apparire inevitabile, per la formazione e il consolidamento di un atteggiamento collettivo di riprovazione del fenomeno, proprio la carica notoriamente stigmatizzante di quel tipo di repressione». Nello stesso senso, ZANNOTTI, *Diritto penale dell'economia*, cit., p. 413, il quale coglie la «forte connotazione etica dell'incriminazione in argomento», mentre PETRONE, *Insider trading*, cit., p. 313, chiaramente evidenzia l'utilità della sanzione penale ai fini di instillare e consolidare, nella pubblica opinione, la «il fatto in questione [l'*insider trading*] presente un accentuato carattere di disvalore morale». Coglieva la strumentalità della repressione penale nei mercati finanziari, quale elemento capace di concorrere «a definire le regole del gioco», PEDRAZZI, voce *Mercati finanziari (disciplina penale)*, 1993, cit., p. 656. Sulla necessità della sanzione penale, quale strumento indispensabile per assicurare la credibilità del sistema finanziario e delle transazioni che avvengono al suo interno, attesa l'ineffettività di semplici “codici di autodisciplina”, MAZZA, *La repressione dell'insider trading*, cit., p. 678. In termini problematici, v. SEMINARA, *Diritto penale commerciale*, cit., p. 74, per il quale la «strumentalizzazione del divieto penale al conseguimento di scopi come la credibilità del mercato finanziario o la fiducia degli investitori solleva forti perplessità, a causa della traslazione così operata tra lo scopo finale del divieto e la lesività intrinseca della condotta, assunta in una dimensione seriale e proiettata su conseguenze talmente mediate e impalpabili da indurre a ravvisare un'esasperazione della funzione promozionale del diritto penale».

³³³ Così PEDRAZZI C., voce *Mercati finanziari (disciplina penale)*, *Dig. disc. pen. Agg.*, Torino, 2000, p. 455; cfr. altresì AMATI, *op. ult. cit.*, p. 79; ZANNOTTI, *op. ult. cit.*, p. 415, nonché ID., *La tutela penale del mercato finanziario*, cit., p. 117 ss.; GAMBARDELLA, *Condotte economiche*, cit., p. 310.

La ricognizione della platea dei potenziali soggetti attivi dell'*insider trading* impone, preliminarmente, di affrontare il problema della necessaria *alterità*, o meno, tra *utilizzatore* dell'informazione e *fonte* dell'informazione. In altri termini, occorre interrogarsi sulla configurabilità dell'illecito qualora la notizia *price sensitive* sia prodotta *dallo stesso soggetto che la utilizza*, ossia sulla rilevanza penale di quell'insieme eterogeneo di ipotesi che tendenzialmente vengono ricondotte alla figura del c.d. *insider* "di sé stesso"³³⁴.

Trattasi di un tema d'indagine che, già ampiamente esaminato sin dall'entrata in vigore della l. 157/1991 e quindi nuovamente esplorato alla luce delle successive modifiche normative in tema di *insider trading* (d.lgs. 58/1998; l. 62/2005), ha ricevuto nuovo impulso a seguito di un recente arresto di legittimità.

In effetti, all'indomani dell'introduzione del divieto di *insider trading*, parte della dottrina, con l'intento di scongiurare il rischio che la nuova disciplina potesse impedire qualsivoglia *utilizzazione* di un'informazione non pubblica da parte di un soggetto che ne avesse – per *qualunque ragione* – il *possesso*, ivi compresa l'ipotesi in cui le operazioni sul mercato fossero compiute avvalendosi «della conoscenza dei propri eventi o dei propri propositi»³³⁵, ha prontamente individuato alcuni argomenti a sostegno della tesi dell'irrelevanza penale del c.d. *insider* "di se stesso".

In primis, veniva valorizzato un dato *semantico*: il sostantivo "informazione" evocherebbe infatti l'idea della trasmissione intersoggettiva³³⁶ della notizia da un

³³⁴ Sul tema, ampiamente, TRIPODI, *op. ult. cit.*, p. 281-335. La soluzione del quesito è peraltro strettamente collegata all'opzione di fondo, tra un c.d. «*information-connected approach*» e un «*person-connected approach*» al tema dell'*insider trading*. Nel primo caso, il fulcro di disvalore si coglierebbe nel semplice fatto di approfittare di un vantaggio conoscitivo "incolmabile", a prescindere dalle modalità e dalla fonte dell'acquisizione informativa: ciò che conta è il *possesso* della notizia. Nel secondo caso, invece, il divieto richiede un *quid pluris* rispetto al dato oggettivo del possesso, ossia la violazione di un legame fiduciario o l'abuso della posizione/ruolo rivestito. Per un cenno a tale distinzione, e i relativi richiami bibliografici, v. NAPOLEONI, voce *Insider trading*, cit., p. 591.

Per una ricognizione delle principali ipotesi che potrebbero essere ricondotte alla categoria descrittiva dell'*insider* "di se stesso", cfr. GILOTTA S., *Riflessioni sull'insider di se stesso*, in *Nuove leg. civ. comm.*, 2019, fasc. 2, p. 395, il quale ne individua almeno cinque: il caso del c.d. *insider* criminale; il caso di acquisto di azioni proprie (o altri titoli da essa emessi) da parte di una società; il caso di operazioni su titoli compiuti dal socio di controllo sulla propria società, a loro volta esecutive di una determinazione di voto che il socio intende esternare in assemblea; il caso dell'amministratore che decida di interrompere il proprio rapporto lavorativo con la società e, prima di comunicare le proprie intenzioni, venda le azioni da lui possedute; il caso di c.d. rastrellamento di azioni o di altri titoli quotati da parte di chi intenda promuovere un'o.p.a. su tali titoli.

³³⁵ Così GALGANO F., *Gruppi di società, insider trading, Opa obbligatoria*, in GALGANO F.-GENGHINI R., *Il nuovo diritto societario*, in GALGANO F. (diretto da), *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia*, vol. XXIX, tomo I, Padova, 2006, p. 1016

³³⁶ Oltre a GALGANO, *op. ult. cit.*, vedasi DI BRINA L., *Il divieto di insider trading*, in RABITTI BEDOGNI C. (a cura di), *Il dovere di riservatezza nel mercato finanziario*, Milano, 1992, p. 430; GRANDE STEVENS F., *Questioni in tema di insider trading e acquisto di azioni proprie*, in *Riv. soc.*, 1991, fasc. 4, p. 1007-1008. La tesi favorevole alla liceità dell'*insider* «di se stesso» è sostenuta anche da DIAMATO, *Gli abusi*

“informatore” ad un “informato”, postulando quindi una relazione di alterità tra il “creatore” della notizia ed il suo recettore. Dovrebbe pertanto desumersi che non integrerebbe una “informazione” rilevante qualsivoglia dato conoscitivo, bensì unicamente quello che sia stato oggetto di trasmissione³³⁷.

L’orientamento “liceista”³³⁸ trovava peraltro conforto in un’ulteriore indicazione di carattere *semantico-normativo*. Il tenore letterale dell’art. 2, l. 157/1991, delineava infatti la modalità di acquisizione dell’informazione riservata utilizzando il verbo “ottenere”, nel cui perimetro contenutistico sembrerebbero rientrare solo quelle ipotesi di “provenienza dall’esterno” della notizia. Se pure tale argomento ha perduto oggi di significatività, atteso che il rapporto tra il possesso dell’informazione privilegiata e colui che agisce in base a essa non è più definito in termini di “ottenimento”, ma è affidato alla più generica locuzione «in ragione di»³³⁹, ciò non toglie che la variazione del lessico normativo non pare comunque in grado di assumere un valore dirimente, nell’opposta prospettiva di sostenere la *rilevanza* penale del c.d. *insider* “di se stesso”: come osservato in dottrina, a tale esito continuerebbe ad opporsi il concetto – poc’anzi delineato – di “informazione” che, come noto, continua invece a costituire un elemento descrittivo della fattispecie incriminatrice³⁴⁰.

Una conferma *interpretativa* della liceità della condotta di chi, avendo assunto una certa determinazione in merito al futuro acquisto o alla futura cessione di titoli, operi sui predetti prima che la sua decisione venga annunciata o eseguita, veniva peraltro rintracciata nelle indicazioni comunitarie. Il considerando n. 11 della Direttiva 89/592 – integralmente confluito nel considerando n. 30 della Direttiva 2003/6 e, con alcune (rilevanti) modifiche³⁴¹, nel successivo considerando n. 31 del *MAR* – precisava che, «poiché l’acquisizione o la cessione di valori mobiliari implica necessariamente una decisione preliminare di acquisire o di cedere da parte della persona che procede

di mercato, cit., p. 97; cfr. altresì SOLIMENA, *La direttiva sull’insider trading*, cit., p. 1062, nota 23, nonché AMATI, *Abusi di mercato*, cit., p. 310 ss.

³³⁷ Pur senza giungere a postulare una “trasmissione intersoggettiva” della notizia, secondo questo filone interpretativo sarebbe in ogni caso necessario che il patrimonio conoscitivo dell’agente si arricchisca di un elemento non “auto-prodotto”, ma etero-introdotta: si pensi a chi acquisisca l’informazione leggendo un determinato documento, in ragione del rapporto di lavoro. In questo senso, ancorché con riguardo alla disciplina *post* l. 62/2005, MUCCIARELLI, *sub Art. 184*, cit., p. 2323.

³³⁸ Così TRIPODI, *op. ult. cit.*, p. 289.

³³⁹ Mentre il primo comma dell’art. 2, l. 157/1991, vietava l’attività di *trading* da parte di chi possedesse delle informazioni riservate «ottenute in virtù della partecipazione al capitale di una società ovvero in ragione di una funzione, anche pubblica, professione o ufficio», sin dalla “versione” del 1998 il legislatore italiano ha inteso sanzionare le operazioni su informazioni privilegiate di cui il soggetto abbia il possesso «in ragione della partecipazione al capitale di una società, ovvero dell’esercizio di una funzione, anche pubblica, di una professione o di un ufficio» (corsivo aggiunto).

³⁴⁰ Sul punto, SGUBBI, voce *Abusi di mercato*, p. 23, secondo il quale la scomparsa del verbo “ottenere” «non può intaccare il significato che sul piano semantico si riconosce al termine “informazione”, né tantomeno cancellare le aporie che sotto il profilo logico si produrrebbero nel caso si aderisse alla tesi contraria».

³⁴¹ Su cui *infra*.

ad una di queste operazioni, il fatto di effettuare questo stesso acquisto o cessione non costituisce di per sé una utilizzazione di un'informazione privilegiata»: il legislatore comunitario, in altri termini, avrebbe riconosciuto come sia del tutto fisiologico che venga portata ad attuazione una precedente deliberazione concernente strumenti finanziari, a condizione – precisava tuttavia la dottrina – che vi sia una «corrispondenza biunivoca tra l'oggetto della decisione medesima e l'operazione nei mercati finanziari a rischio *insider trading* che ne rappresenta lo sviluppo esecutivo»³⁴².

In ossequio ai sostenitori della tesi liceista, un ulteriore argomento a favore dell'irrelevanza penale dell'*insider of itself* potrebbe desumersi *a contrariis* dall'espressa incriminazione del c.d. *insider* criminale, disposta dall'art. 184, co. 2, t.u.f. Posto infatti che tale figura costituisce un esempio paradigmatico di *insider* “di se stesso”, nella misura in cui il soggetto agente sfrutta un'informazione (la propria intenzione di compiere un'attività delittuosa) che è “geneticamente” in suo possesso, la sua espressa incriminazione rivelerebbe una *voluntas* legislativa tesa a riconoscere, in generale, la non punibilità dell'*insider* di se stesso: in altri termini, la sanzionabilità dell'*insider* criminale costituirebbe una deroga alla regola generale dell'irrelevanza penale dell'*insider of itself*. Trattasi tuttavia di un argomento ambiguo, che potrebbe suffragare anche l'opposta tesi della punibilità dell'*insider* “di se stesso”: come osservato in dottrina, «la previsione della fattispecie del *criminal insider* può essere interpretata quale indice della volontà legislativa di dare esplicito risalto – nell'ambito di un fenomeno comunque ordinariamente punibile a titolo di *insider trading* – a un comportamento connotato da un grado di disvalore particolarmente accentuato»³⁴³.

Da ultimo – senza considerare il paradosso logico-cognitivo, insito nell'accusare taluno di essere a conoscenza di una propria decisione, cui condurrebbe l'opposta tesi

³⁴² Escludendo che possano rientrarvi i casi di dissociazione tra oggetto della decisione – su cui poi l'agente compie operazioni speculative – e l'attività sui mercati finanziari: si pensi all'ipotesi di un amministratore che decida di dimettersi e, prima di comunicare la propria decisione, venda le azioni. In tale caso «la notizia in ipotesi informazione privilegiata “utilizzata” non è costituita dalla decisione di vendere le azioni, bensì dalla scelta di dimettersi». Per una esemplificazione di quali operazioni rientrino nell'area del divieto di *insider trading*, e quali invece no, v. altresì RIGOTTI M., *L'abuso di informazioni privilegiate*, in *Intermediari finanziari, mercati e società quotate*, in PATRONI GRIFFI A.-SANDULLI M.-SANTORO V. (a cura di), Torino, 1999, p. 1369 ss., ove si richiama peraltro la Relazione per l'anno 1996, p. 80 ss., della Consob, ove si afferma che il considerando n. 11 della Direttiva 89/592 «[...] fa sì che, in taluni casi, si potrebbe arrivare a non considerare violato il divieto di *insider trading* qualora l'ente creatore dell'informazione riservata effettui sul mercato operazioni costituenti un'informazione riservata o, comunque, prodromiche alla realizzazione della stessa (si pensi al caso dei rastrellamenti effettuati prima di un'Opa». Come precisa NAPOLEONI, voce *Insider trading*, cit., p. 583, in tanto potrebbe affermarsi la liceità dell'«*initiè de soimeme*», in quanto sia strettamente limitata ai casi «in cui l'intento proprio, fonte del vantaggio conoscitivo, consista nella stessa decisione di intervenire sul mercato finanziario o in una decisione cui tale intervento è strumentale».

³⁴³ In questi termini GILOTTA, *Riflessioni sull'insider di se stesso*, cit., p. 395 ss.; v. altresì TRIPODI, *op. ult. cit.*, p. 295. Nel senso per cui l'introduzione normativa del *criminal insider* sarebbe indicativa della volontà legislativa di sanzionare l'*insider* di se stesso, v. POSTIGLIONE A., *I confini soggettivi dell'insider trading: il c.d. insider di se stesso*, in *Riv. dir. impr.*, 2018, fasc. 1, p. 260.

della rilevanza penale della figura³⁴⁴ –, si è osservato che la liceità delle condotte riconducibili alla al c.d. *insider* “di sé stesso” costituirebbe un esito normativo del tutto coerente rispetto alle logiche di mercato e all’idea “meritocratica” che le attraversa³⁴⁵. L’esclusione della punibilità poggerrebbe, in particolare, sulla mancanza di quel connotato parassitario tipicamente stigmatizzato nella condotta dell’*insider*: colui che è in grado di concretizzare il proprio progetto economico-finanziario, al quale si riferisce l’informazione privilegiata, “merita” di trarne vantaggio³⁴⁶.

L’articolato argomentativo rapidamente esposto, teso ad affermare la liceità della figura dell’*insider* “di se stesso”, pur prestando il fianco a talune osservazioni critiche³⁴⁷ e pur perdendo – come detto – uno dei due “puntelli semantici” che ne

³⁴⁴ Come osservato da SGUBBI, *op. ult. cit.*, p. 23, costituirebbe un *non sense* logico il qualificare la decisione assunta da un soggetto come “informazione privilegiata”, in quanto «è ovvio che un soggetto conosca gli intendimenti del proprio foro interno, a meno che non si ipotizzi una sorta di dissociazione a livello psichico».

³⁴⁵ V. GRANDE STEVENS, *Questioni in tema di insider trading*, cit., p. 1008, nonché NAPOLEONI, *L’insider trading*, cit., p. 661-662; ABBADESSA, *L’insider trading nel diritto privato italiano*, cit., p. 751, nota 3, e i riferimenti dottrinari di carattere comparato ivi effettuati.

³⁴⁶ Cfr. BALLERINI S., *Insider trading: problemi attuali e profili di comparazione*, in *Contratto e impresa*, 1990, p. 1209 ss. Si pensi all’ipotesi di un rastrellamento di azioni di una società-*target*, effettuato dalla società che intende lanciare un’Opa: l’offerta costituisce il piano, il progetto, l’idea finanziaria, mentre il rastrellamento dei titoli ne rappresenta l’esecuzione, ossia la “concretizzazione”. Più di recente, cfr. SEMINARA, *Diritto penale commerciale*, cit., p. 76, il quale, nel ribadire la tesi della necessaria alterità tra agente e fonte dell’informazione, evidenzia che «a ragionare diversamente, non solo si smarrirebbe l’idea dell’*insider trading* come sfruttamento “parassitario” dell’informazione privilegiata, ma perderebbe di fondamento la stessa formula normativa, incentrata sulle ragioni di accesso alla conoscenza e dunque della sua alterità rispetto alla fonte».

³⁴⁷ In particolare, di dubbia significatività appare l’argomento che fa leva sul “merito economico”: al di là infatti delle difficoltà a rinvenire in concetti di matrice puramente economica degli ausili interpretativi sufficientemente stabili e univoci, lo stesso legislatore pare non aver attribuito rilievo a considerazioni “meritocratiche”. La fattispecie dell’*insider trading*, come correttamente osservato in dottrina, è imperniata attorno al concetto di “informazione”, il quale risulta asetticamente richiamato, ossia privo di «qualsiasi connotato assiologico», nulla avendo a che fare con profili di meritevolezza delle operazioni considerate: cfr. TRIPODI, *op. ult. cit.*, p. 294. Nel senso di una “perimetrazione” dell’area di liceità, muovendo pur sempre dalla logica “meritocratica”, v. SEMINARA S., *Insider trading e gruppi di società*, in *Riv. pen.*, 1998, n. 6, p. 546-547. Peraltro, sulla scorta delle novità introdotte dalla l. 62/2005, a sua volta attuativa della Direttiva 2003/6/Cee, taluna parte della dottrina aveva ritenuto di trarre argomento, a sostegno dell’opposta tesi dell’illiceità dell’*insider* di sé stesso, dal disposto normativo del “nuovo” art. 183 t.u.f. In particolare, la scelta del legislatore comunitario – puntualmente trasfusa a livello interno – di introdurre una specifica causa di esclusione dell’antigiuridicità, riconducibile allo schema dell’esercizio di un diritto (art. 51 c.p.), allorché le condotte di *insider trading* consistano – oltre che in operazioni compiute nell’ambito di programmi di politica monetaria, valutaria o di gestione del debito pubblico – in «negoziazioni di azioni proprie di cui all’articolo 180, comma 1, lettera a), effettuate nell’ambito di programmi di riacquisto da parte dell’emittente o di società controllate o collegate, ed alle operazioni di stabilizzazione di strumenti finanziari di cui all’articolo 180, comma 1, lettera a), che rispettino le condizioni stabilite dalla Consob con regolamento», è stata da taluno intesa come una chiara presa di posizione della generale illiceità dell’*insider* di se stesso che, per contro, rientrerebbe nell’area di liceità solo nei casi espressamente indicati dall’art. 183 t.u.f. In questo senso, NAPOLEONI, voce *Insider*

rafforzavano la solidità, ha sostanzialmente retto all’impatto delle novelle legislative succedutesi a partire dal d.lgs. 58/1998: nonostante alcune posizioni interpretative più prudenti, tese a limitare l’area di non punibilità dell’*insider* “di sé stesso”, l’indicazione dottrina pare insomma orientata verso la tendenziale affermazione per cui, in linea di principio «mere decisioni interne relative a operazioni su strumenti finanziari non sono “informazioni” e, a maggior ragione, non possono considerarsi informazioni privilegiate»³⁴⁸.

A fronte di un coro dottrinario tendenzialmente univoco, assai meno lineare risulta essere invece l’approccio della giurisprudenza, in seno alla quale la trattazione del tema del c.d. *insider* “di sé stesso” ha dapprima condotto alla formazione di orientamenti contrastanti e, quindi, all’affermazione – sostenuta dalla Suprema Corte di Cassazione – della *rilevanza sanzionatoria* dell’*insider of itself*. Estremamente significativa appare, in tal senso, una recente vicenda processuale che – oltre ad offrire un’efficace e “concentrata” rappresentazione delle diverse impostazioni ermeneutiche maturate a livello applicativo – ha rinfocolato l’interesse scientifico sullo statuto giuridico dell’*insider* “di sé stesso”.

Il riferimento concerne un filone giurisprudenziale che ha tratto origine da una complessa operazione finanziaria, imbastita da una società quotata e tesa al *delisting*, ossia alla revoca delle azioni dalla quotazione in borsa³⁴⁹.

Due mesi prima di annunciare alla Consob e al mercato – in ossequio alla previsione dell’art. 102, co. 1, t.u.f. – la volontà di promuovere un’o.p.a. di tali azioni, totalitaria e volontaria, una delle società facenti parte del gruppo di controllo della società quotata, per il tramite del proprio amministratore delegato e in attuazione di una decisione condivisa dal presidente e dall’a.d. della società *target*, acquistava (in gergo: *rastrellava*) un notevole quantitativo di azioni di quest’ultima ad un prezzo unitario sensibilmente inferiore rispetto a quello indicato nella successiva o.p.a. (2,27 euro invece che 3).

Circa due anni dopo, all’esito di un’indagine sullo svolgimento dell’o.p.a., Consob contestava ai due amministratori delegati e al presidente della società *target*

trading, p. 583, secondo il quale la soluzione “liceista” sarebbe «inconciliabile, non solo con la *ratio* dell’incriminazione, ma anche con precisi segnali normativi», tra i quali rientrerebbe appunto «il regime delle “esenzioni” di cui all’art. 183 t.u.f.». *Contra* TRIPODI, *op. ult. cit.*, p. 310-311 il quale, richiamano il considerando n. 2, del Reg. (CE) n. 2273/2003 – secondo cui eventuali negoziazioni di azioni proprie all’interno di programmi di riacquisto di azioni proprie (oltre che di stabilizzazione di uno strumento finanziario) non integrano *automaticamente* un abuso, anche laddove non rientranti nella deroga impressa dall’art. 8, Direttiva 2003/6/Cee –, osserva che l’art. 183 t.u.f. non può essere interpretato nel «senso di un espresso riconoscimento normativo della rilevanza penale della figura».

³⁴⁸ Così VENTORUZZO M., *Qualche nota sul cosiddetto “insider di sé stesso” alla luce del Regolamento Ue sugli abusi di mercato*, in *Soc.*, 2018, fasc. 6, p. 739 ss., secondo il quale il discorso non muterebbe neppure laddove vengano in rilievo delle operazioni su titoli che siano soggette a specifici obblighi di comunicazione, come nel caso di offerte pubbliche di acquisto.

³⁴⁹ Per una descrizione del c.d. *delisting*, v. POMELLI A., *Delisting di società quotata tra interesse dell’azionista di controllo e tutela degli azionisti di minoranza*, in *Riv. soc.*, 2009, p. 407 ss.

l'illecito (amministrativo) di *insider trading*. Muovendo infatti dalla qualificazione del progetto di lancio dell'o.p.a., finalizzata al *delisting*, in termini di "informazione privilegiata", Consob giungeva a ritenere che l'utilizzo della stessa per acquistare le azioni *prima* dell'annuncio dell'operazione al mercato e a un prezzo inferiore, rispetto a quello successivamente previsto, avesse integrato una ipotesi di *trading* rientrante negli estremi dell'illecito di cui all'art. 187-*bis* t.u.f.: di qui, l'applicazione delle sanzioni amministrative sia a carico delle persone fisiche (ai sensi del citato art. 187-*bis* t.u.f.), sia a carico della società acquirente (*ex art. 187-quinquies* t.u.f.).

Il TAR Lazio³⁵⁰, chiamato a pronunciarsi sui ricorsi presentati dai soggetti colpiti dalle sanzioni Consob, i quali avevano in particolare sottolineato – tra gli altri profili di impugnazione³⁵¹ – come non potessero essere qualificati come *insider* essendo – al più – degli *insider* “di se stessi”, ha negato che il preventivo “rastrellamento” di azioni, in vista del successivo lancio di un'o.p.a. finalizzata al *delisting*, integrasse una condotta punibile. La decisione del TAR è maturata non solo su di un ermeneusi restrittiva del concetto di “informazione” – intesa come trasferimento intersoggettivo di conoscenze³⁵² –, ma altresì sulla netta perimetrazione dell'area di operatività del divieto di *insider trading*, a sua volta determinata dalla *ratio* che lo sorreggerebbe: non

³⁵⁰ Tar Lazio, Sez. I, 10 luglio 2012, n. 6257, in *Soc.*, 2013, fasc. 1, p. 47 ss., con nota di LOMBARDO S., *Opa, informazione privilegiata e insider di se stessi*; in *Banca, borsa, titoli di credito*, 2014, fasc. 1, p. 99 ss., con nota di LAUDONIO A., *Rastrellamento di azioni, delisting ed il fantasma dell'insider di se stesso*; nonché in *Riv. dir. banc., dirittobancario.it*, 23, 2013, con nota di MORELLO A., *L'insider che crea ed utilizza l'informazione privilegiata: uso o abuso?*.

³⁵¹ Oltre al tema della punibilità del c.d. *insider* di sé stesso, i ricorrenti contestavano altresì che l'informazione-decisione di lanciare l'o.p.a., nel periodo compreso tra il 9 gennaio e il 20 febbraio 2008 (arco temporale nel quale è stato effettuato il rastrellamento delle azioni della società *target*), integrasse effettivamente una informazione privilegiata: in particolare, in quanto difettava il requisito della “precisione” dell'informazione concernente il lancio dell'o.p.a. Il quesito si inserisce all'interno della più ampia tematica della c.d. informazione privilegiata in fattispecie a formazione progressiva – o nel contesto di “processi prolungati” – che, a sua volta, nel periodo di vigenza della Direttiva 2003/6/Ce e della Direttiva 2003/124/Ce, aveva costituito lo specifico oggetto d'analisi della sentenza CGUE, 28 giugno 2011, *Markus Geltl c. Daimler AG*, causa C-19/11. La Corte di Giustizia, chiamata a chiarire se l'informazione concernente la singola fase di un più ampio processo non ancora concluso possedesse il requisito della “precisione”, aveva in particolare precisato che «in una fattispecie a formazione progressiva diretta a realizzare una determinata circostanza o a produrre un certo evento possono costituire informazioni aventi un carattere preciso ai sensi di tali disposizioni non solo la detta circostanza o il detto evento, bensì anche le fasi intermedie di tale fattispecie collegate al verificarsi di questi ultimi», sottolineando tuttavia che l'obbligo di *disclosure* scatta solamente non appena si possa “ragionevolmente ritenere” che il completamento del singolo passaggio intermedio si verificherà. Il Tar Lazio, nell'escludere la sussistenza del requisito della “precisione” dell'informazione (l'intento di lanciare un'o.p.a.), evidenzia che al momento del rastrellamento delle azioni, mancando un elemento essenziale per il lancio dell'offerta quale l'accordo con le banche finanziatrici, non si fosse in presenza di una informazione privilegiata: la decisione soggettiva – per divenire informazione privilegiata – «si deve infatti concretizzare giuridicamente con eventi, atti e fatti, tali da ritenere che la successione dei singoli passi sia funzionalmente legata al raggiungimento dello scopo e sia quindi identificabile come informazione privilegiata a fattispecie progressiva» (cfr. LOMBARDO, *op. ult. cit.*, p. 52).

³⁵² Tar Lazio, n. 6257/2012, cit., par. 3.1. e 3.2.2.

quella di sanzionare qualsiasi sfruttamento di uno squilibrio informativo, ma quella di «punire chi sfrutta indebitamente conoscenze acquisite per ragioni professionali»³⁵³.

A conclusioni radicalmente opposte è invece pervenuta la Corte d'Appello di Bologna³⁵⁴ che, per un verso, ha ritenuto che già al momento del “rastrellamento” di azioni, l'intento di procedere a una successiva o.p.a. integrasse una conoscenza *precisa*, tale da costituire “informazione privilegiata”³⁵⁵; e, per altro verso, ha accolto la tesi della rilevanza sanzionatoria del c.d. *insider* “di sé stesso”. Tale soluzione, a parere della Corte, sarebbe in particolare giustificata dalla sostituzione del verbo “ottenere” – contenuto nell'art. 2, l. 157/1991 – con il verbo “possedere” – previsto dall'art. 180, t.u.f., prima, e nell'art. 187-*bis*, t.u.f., poi –: la variazione lessicale sarebbe infatti indicativa del fatto che ciò che assume rilievo è il *possesso in sé* dell'informazione. Di qui l'ulteriore conseguenza per cui la nozione di informazione non presuppone affatto alcuna relazione di *alterità* tra fonte della notizia e utilizzatore della medesima: a parere della Corte, insomma, non sarebbe normativamente ravvisabile alcuna distinzione tra soggetto che crea l'informazione e soggetto che utilizza la stessa.

Come di regola accade allorché venga contestata da Consob una condotta astrattamente riconducibile alle fattispecie di *market abuse*, il medesimo fatto storico – nel caso di specie, la medesima operazione di rastrellamento di azioni finalizzata al *delisting* – aveva assunto rilevanza non solo “amministrativa”, ai sensi dell'art. 187-*bis* t.u.f., ma altresì aveva condotto all'apertura di un parallelo procedimento penale,

³⁵³ Tar Lazio, n. 6257/2012, cit., par. 3.2.1.

³⁵⁴ App, Bologna, 29 ottobre 2013, in *Giur. comm.*, 2015, fasc. 3, p. 568 ss., con nota di RECCIA E., “Insider di se stesso” e la distinzione tra *opa per la scalata* e *opa per il delisting*. Occorre segnalare che, nelle more della pubblicazione della pronuncia del Tar Lazio, è intervenuta la Corte costituzionale che, con sentenza del 27 giugno 2012, n. 162 (in *Giur. comm.*, 2012, fasc. 6, p. 1157 ss., con nota di CLARICH M., *Le sanzioni amministrative della Consob nel “balletto” delle giurisdizioni*; in *Giur. cost.*, 2012, fasc. 3, p. 2204 ss., con nota di SERGES G., *La giurisdizione in materia di sanzioni inflitte dalla Banca d'Italia tra principi elastici di delega e reviviscenza di disposizioni abrogate*), ha dichiarato l'incostituzionalità degli artt. 133, co. 1, lett. l), 135, co. 1, lett. c), e 134, co. 1, lett. c), d.lgs. 2 luglio 2010, n. 104, nella parte in cui attribuiscono alla giurisdizione esclusiva del giudice amministrativo con cognizione estesa al merito e alla competenza funzionale del TAR Lazio – sede di Roma, le controversie in materia di sanzioni irrogate dalla Consob, e dell'art. 4, comma 1, numero 19), dell'Allegato numero 4, del medesimo d.lgs. n. 104 del 2010. Sulla scorta di tale pronuncia, la Consob aveva impugnato la sentenza del Tar Lazio avanti al Consiglio di Stato, deducendo il difetto di giurisdizione del giudice amministrativo. A seguito dell'accoglimento del ricorso, il Consiglio di Stato annullava la sentenza del Tar e gli “originali” ricorrenti riproponevano quindi l'impugnazione contro il provvedimento sanzionatorio di Consob avanti alla Corte d'Appello di Bologna.

³⁵⁵ Osserva la Corte che «la mancata definizione del prezzo dell'o.p.a. non è di per sé elemento idoneo a escludere il carattere preciso dell'informazione, posto che l'informazione relativa al lancio dell'Opa può ritenersi precisa già nella fase intermedia e prima che sia definita in tutti i suoi elementi, dunque anche nella fase delle trattative, nel momento in cui vi siano circostanze tali da far ritenere fondata la prospettiva che l'operazione si realizzi, anche se in seguito la stessa non dovesse andare a buon fine, non assumendo a tal fine rilievo decisivo la mancata determinazione del prezzo dell'o.p.a.». In particolare, secondo il Collegio, nel caso di specie già al momento degli acquisti *ante* lancio dell'o.p.a. vi sarebbe stata la certezza del reperimento delle risorse finanziarie, necessarie per l'o.p.a. stessa.

avente ad oggetto la presunta violazione della variante *penalistica* dell'*insider trading*: quella tipizzata all'art. 184 t.u.f.

Le stesse questioni esaminate dal Tar Lazio, prima, e dalla Corte d'Appello di Bologna, poi, sono state sollevate altresì dinanzi al Tribunale di Milano³⁵⁶, chiamato a decidere sulla *penale* responsabilità degli imputati (ricorrenti, in sede amministrativa) rispetto al delitto di *insider trading*.

Il giudice milanese – sulla scorta di un *iter* motivazionale la cui matrice argomentativa si rinviene agevolmente nella sentenza della Corte d'Appello di Bologna – ha non solo ritenuto che la notizia, utilizzata dagli imputati per effettuare l'acquisto delle azioni (ossia, il proposito di lanciare un'o.p.a. finalizzata al *delisting*), presentasse quel carattere di *precisione* che costituisce requisito imprescindibile per attribuire la qualifica di “informazione privilegiata” a un dato elemento conoscitivo³⁵⁷, ma altresì che l'analisi congiunta del dato normativo³⁵⁸, delle indicazioni lessicali³⁵⁹ e dell'argomento teleologico³⁶⁰ – concernente la *ratio* di tutela che, secondo il giudicante, sarebbe sottesa alla disciplina dell'abuso di informazioni privilegiate – inducono ad affermare la penale rilevanza dell'*insider of itself*.

Le conclusioni raggiunte dal Tribunale di Milano in sede penale e, prima ancora, dalla Corte d'Appello di Bologna, sono state confermate anche in sede di legittimità.

³⁵⁶ Trib. Milano, sez. III, 5 febbraio 2016, in *Soc.*, 2016, fasc. 11, p. 1272 ss., con nota di CONFALONIERI S., *I rischi di insider trading nelle fasi propedeutiche all'o.p.a.: problemi e prospettive*; nonché *ivi*, 2016, p. 513 ss., con nota di SCOLETTA M.-INGRASSIA A., *Insider di se stesso e abuso di informazioni privilegiate nelle fasi intermedie del processo decisionale*.

³⁵⁷ Il Tribunale ha infatti valorizzato – in linea con quanto osservato dalla Corte d'Appello di Bologna – una serie di elementi fattuali per affermare che, al momento in cui l'opera di rastrellamento era stata effettuata, gli imputati già avrebbero potuto ragionevolmente prevedere la futura offerta pubblica d'acquisto. Sulla nozione di “ragionevole prevedibilità”, quale connotato indispensabile per affermare la natura privilegiata di un'informazione, merita peraltro di essere evidenziato che il giudicante ha disatteso la lettura restrittiva proposta dalla difesa – secondo la quale potrebbe predicarsi la ragionevole prevedibilità solamente in presenza di un'informazione talmente precisa da poter essere diffusa nel pubblico –, adottando invece un'interpretazione più ampia: la qualifica di “privilegiata” non è limitata alle sole informazioni che appaiano sufficientemente precise da essere idonee alla diffusione nel pubblico, essendo per contro bastevole un grado minore di certezza.

³⁵⁸ L'espressa previsione della punibilità dell'*insider* criminale, lungi dal costituire un argomento *a contrariis*, tale da confermare cioè la *generale* irrilevanza penale dell'*insider* di se stesso, altro non esprimerebbe – secondo il giudicante – che la *voluntas* legislativa di ampliare l'ambito di applicazione della disciplina dell'art. 184 t.u.f., sino a colpire anche coloro che non presentino la qualifica di *insiders* primari.

³⁵⁹ Il Giudice milanese evidenzia quanto già la Corte d'Appello di Bologna aveva sottolineato: il passaggio normativo dal sintagma “ottenuto in virtù di” a quello “in ragione di” e, più in generale, dal verbo “ottenere” al verbo “possedere”, sarebbe indicativo dell'irrilevanza, ai fini della punibilità dell'*insider trading*, della relazione di alterità o meno tra fonte dell'informazione e suo utilizzatore.

³⁶⁰ Evidenzia il Tribunale che la *ratio* sottesa al delitto di *insider trading* sarebbe quella di inibire lo sfruttamento abusivo delle informazioni privilegiate, non quella di impedire il trasferimento (come dimostrerebbe la rilevanza solo amministrativa della condotta dell'*insider* secondario).

La Suprema Corte di Cassazione³⁶¹ ha infatti aderito all'interpretazione "statico-oggettiva" del termine «informazione» ritenendo che, nel contesto normativo delineato dall'art. 187-bis. t.u.f. (in allora) vigente, il termine stesso non implichi alcun requisito di necessaria *alterità* tra fonte dell'informazione e utilizzatore della medesima, né alcun rapporto di causalità tra il possesso della notizia e la qualità di *insider*: il termine in questione, in buona sostanza, deve essere inteso come un semplice sinonimo di «conoscenza»³⁶², essendo del tutto irrilevante la *provenienza* della conoscenza stessa.

Sulla scorta del medesimo canovaccio argomentativo offerto dalla Corte territoriale³⁶³, il Giudice di legittimità ha peraltro esaminato il problema dell'*insider* di sé stesso distinguendo due ipotesi: quella dell'o.p.a. "da scalata" e quella dell'o.p.a. "da *delisting*".

La Suprema Corte muove infatti dall'osservazione per cui il considerando n. 30 della Direttiva 2003/6/Ce, nella parte in cui «afferma che il fatto di effettuare acquisti

³⁶¹ Cass. civ., sez. II, 16 ottobre 2017, n. 24310, in *ilsocietario.it*, 11 dicembre 2017, con nota di GIORDANO, *Abuso di informazioni privilegiate*, cit.; in *Banca, borsa, titoli di credito*, 2018, fasc. 6, p. 689 ss., con nota di BARTALENA, *O.p.a. per delisting e insider trading*, cit., p. 739 ss.; in *Soc.*, 2018, con nota di VENTORUZZO, *Qualche nota sul cosiddetto "insider di sé stesso"*, cit.; in *Giur. comm.*, 2018, fasc. 4, p. 666 ss., con nota di LOMBARDO S., *L'insider di se stesso alla luce della decisione della Corte di Cassazione (civile)*; in *Cass. pen.*, 2018, fasc. 7-8, p. 2617 ss., con nota di PESUCCI M., *Possibili ricadute penalistiche dell'affermata punibilità dell'insider "di se stesso" da parte della Cassazione civile*; in *Giur. comm.*, 2019, fasc. 1, p. 105 ss., con nota di CADORIN F., *Opa per il delisting fra insider di se stesso ed efficienza del mercato*.

³⁶² Cass. civ., n. 24310/2017, par. 5: «Nel contesto dell'articolo 187 bis T.U.F. la parola "informazione" non è accompagnata da alcun riferimento alla relativa provenienza e viene usata in senso meramente oggettivo e statico, come sinonimo di "conoscenza" o "notizia" oggetto di possesso. La circolazione che l'informazione possa avere avuto prima di entrare nel possesso dell'agente non trova alcuna eco semantica (quale poteva essere, nel testo della L. n. 157 del 1991, art. 2, comma 1, l'aggettivo "ottenute") né nel testo dell'art. 187 bis T.U.F., né nel testo dell'art. 1, n. 1, della Direttiva 2003//CE (che così definisce la nozione di "informazione privilegiata": "un'informazione che ha un carattere preciso, che non è stata resa pubblica e che concerne, direttamente o indirettamente, uno o più emittenti di strumenti finanziari o uno o più strumenti finanziari, che, se resa pubblica, potrebbe influire in modo sensibile sui prezzi di tali strumenti finanziari ovvero sui prezzi di strumenti finanziari derivati connessi"); può aggiungersi che nemmeno nella direttiva 2003/124/CE, recante modalità di esecuzione della direttiva 2003/6/CE per quanto riguarda, tra l'altro, la definizione delle informazioni privilegiate, può rinvenirsi un qualche riferimento che induca a ritenere che la nozione di "informazione" rilevante ai fini della disciplina Europea degli abusi di mercato postuli la trasmissione di materiale conoscitivo da uno ad altro soggetto. In definitiva va quindi affermato che nel testo dell'articolo 187 bis T.U.F. l'espressione "informazione" va intesa quale "conoscenza", indipendentemente dal fatto che tale conoscenza sia stata o meno trasmessa da altri all'agente».

³⁶³ App. Bologna, cit., secondo la quale, in caso di o.p.a. per finalità da scalata, vi sarebbe una deroga al principio della parità di condizioni e all'interesse degli azionisti di minoranza di conoscere le intenzioni di un soggetto che non ha ancora manifestato l'intenzione di promuovere l'offerta e ciò in quanto si tratta di un soggetto terzo, estraneo alla società. Del tutto diversa sarebbe invece la situazione in ipotesi di o.p.a. per *delisting*, lanciata da parte dell'azionista di maggioranza della società: in quest'ultimo caso, sostiene la Corte, si sarebbe dinanzi ad un'operazione che non solo non appare funzionale rispetto all'efficienza e alla trasparenza del mercato societario ma che, al contrario, risulta finalizzata all'interesse – opposto a quello del mercato – esclusivo del gruppo di controllo della stessa società.

o cessioni non può essere considerato una utilizzazione dell'informazione privilegiata relativa alla decisione dell'agente (necessariamente antecedente) di effettuare tali operazioni, postula l'identità tra le operazioni oggetto della previa decisione e le operazioni successivamente poste in essere dall'operatore in esecuzione della stessa». In altri termini, seguendo l'ermeneusi del considerando n. 30 proposta dalla Corte di Cassazione, il legislatore comunitario avrebbe stabilito la liceità delle sole operazioni compiute *successivamente* alla pubblicizzazione dell'o.p.a.: per contro, dal citato considerando n. 30 non sarebbe desumibile alcuna indicazione in ordine alle operazioni di acquisto e vendita *antecedenti* al lancio dell'o.p.a.

La Corte osserva che l'opportunità di differenziare le due diverse tipologie di o.p.a., del resto, sarebbe coerente con le indicazioni offerte dal Giudice dell'Unione nel caso *Spector Photo Group*³⁶⁴. In particolare, la Corte di Giustizia avrebbe chiarito che la presunzione *relativa*, secondo cui il compimento di operazioni su titoli da parte dell'*insider* che possiede un'informazione privilegiata su tali titoli integrerebbe *insider trading*, è destinata a venire meno qualora l'interessato dimostri che l'operazione stessa non viola le finalità della (in allora) Direttiva 2003/6/Ce: *id est*, che tale operazione non comporta alcuna lesione della parità informativa tra gli operatori del mercato.

Ciò premesso, la Suprema Corte evidenzia che il "rastrellamento" di azioni, prima del lancio di un'o.p.a. finalizzata al *delisting*, non costituisce un'operazione coerente con la *ratio* della disciplina del *market abuse*, integrando piuttosto un'ipotesi tipica di sfruttamento abusivo di una posizione "dominante" di privilegio informativo³⁶⁵ che, invece, non ricorrerebbe nel caso di o.p.a. "da scalata"³⁶⁶.

³⁶⁴ CGUE, 23 dicembre 2009, *Spector Photo Group NV e Chris Van Raemdonck contro Commissie voor het Bank-, Financier- en Assurantiewezen (CBFA)*, Causa C-45/08, par. 53, 53 e 62.

³⁶⁵ Cass. civ., sent. n. 24310/2017, cit., secondo la quale, nel caso di o.p.a. finalizzata al *delisting* «l'iniziativa parte non da un soggetto esterno alla società investita dall'OPA stessa, bensì dal socio di maggioranza di tale società, il quale, compiendo operazioni di acquisto di titoli nel periodo intercorrente tra la decisione e la comunicazione al pubblico del lancio dell'OPA, utilizza l'informazione privilegiata relativa al prossimo lancio dell'OPA proprio al fine di (ab)usare della disparità informativa esistente tra di lui, che è al corrente dell'imminente lancio dell'OPA, e gli altri azionisti della stessa società che, ignari di tale imminente lancio, sono disposti a cedergli le azioni in loro possesso a un prezzo minore di quello destinato ad essere offerto nella futura OPA».

³⁶⁶ Come ben evidenziato da LOMBARDO, *L'insider di se stesso*, cit., p. 679 ss., alle due tipologie di o.p.a. corrisponderebbero due diversi contesti economici di riferimento. Nell'o.p.a. da scalata, infatti, è teoricamente possibile ipotizzare una forma di concorrenza tra plurimi potenziali pretendenti: si tratterebbe di «un sistema idealmente strutturato ad asta competitiva e previsto dal legislatore, perché volto appunto a valorizzare al meglio il valore delle azioni». In questo contesto, il combinato normativo degli artt. 102 e 114 t.u.f. in tema di *disclosure*, interpretato alla luce del considerando n. 30 della MAD, consentirebbe l'utilizzo di una informazione privilegiata, avente a oggetto il lancio di un'o.p.a., con rastrellamento delle azioni. Diverso sarebbe invece lo scenario nel quale si colloca l'attività di rastrellamento di titoli prima di un'o.p.a. finalizzata al *delisting*: qui «vi è un solo "pretendente" che gode quindi di una posizione dominante è [...] che può appunto sfruttare, come si può abusare di una posizione dominante, approfittando della sua decisione di lanciare l'o.p.a., poiché ha il concreto interesse di minimizzare il relativo esborso». V. anche ID, *Opa, informazione privilegiata e insider di se stessi*, cit., p. 47 ss. Sulle differenze economico-strutturali tra le due operazioni, cfr. altresì GILOTTA, *Riflessioni*

4.1. (segue): l'intervento della Corte d'Appello di Milano nel caso Cremonini.

L'iter giurisprudenziale, poc'anzi cursoriamente tratteggiato, ha senza dubbio impresso nuova *verve* al dibattito orbitante attorno alla *vexata quaestio* della rilevanza, o meno, del c.d. *insider of itself*. In effetti, gli approdi esegetici raggiunti dalla Suprema Corte di Cassazione hanno profondamente scosso la solidità del tradizionale orientamento liceista, spingendo diversi Autori ad aderire – pur con alcune precisazioni – alla tesi della punibilità dell'*insider* “di sé stesso”.

Mentre l'opzione giurisprudenziale di distinguere, ai fini del riconoscimento della liceità o meno delle operazioni compiute, tra o.p.a. “da scalata” e o.p.a. “da *delisting*” non sembra del tutto convincente, nella misura in cui l'argomento tipologico viene utilizzato in modo eccessivamente *tranchant* dalla Corte – non essendo infatti possibile affermare, *a priori*, che un'o.p.a. “da scalata” sia sempre *legittima* e, per contro, che un'o.p.a. “da *delisting*”, risulti sempre *illegittima*³⁶⁷ –, la generale

sull'*insider di se stesso*, cit., p. 395 ss., il quale peraltro esprime talune perplessità in ordine alla possibilità di punire l'*insider* di se stesso nel contesto di operazioni di *delisting*: egli ritiene infatti che «[...] la natura penale (e comunque fortemente afflittiva) del sistema di sanzioni che corredano il divieto di *insider trading* richieda qualcosa di più, rispetto al generale diverso grado di “meritevolezza di tutela” degli acquisti preventivi nei due contesti, per sancire l'estensione del divieto agli acquisti preventivi compiuti in occasione del *delisting*».

³⁶⁷ Sul punto, BARTALENA, *O.p.a. per delisting e insider trading*, cit., p. 712 ss. e 716, che, esaminando la questione dall'angolo visuale dell'efficienza del mercato – quale obiettivo di tutela della disciplina interna ed europea in materia di *market abuse* –, ritiene che «la distinzione operata dalla Corte di Cassazione non appare convincente, giacché la questione investe in ugual maniera tutte e due le fattispecie, l'o.p.a. per scalata e l'o.p.a. per *delisting*, ponendosi in entrambi i casi la medesima esigenza di salvaguardare la parità di trattamento fra gli investitori e, in definitiva, l'efficienza del mercato». Secondo l'Autore lo scrutinio dovrebbe focalizzarsi «[...] sul grado di avanzamento e di definizione del processo relativo al lancio dell'o.p.a. e, quindi, sul carattere della precisione dell'informazione privilegiata», trattandosi pertanto «[...] di stabilire quando l'idea iniziale si sia, per così dire, addensata e, per effetto del progressivo sviluppo delle indagini preliminari, delle verifiche e delle analisi di tipo economico patrimoniale, dei contatti (per esempio, come nel caso di specie, con le banche finanziatrici), degli incontri anche con i manager della società-bersaglio (qualora l'o.p.a. non abbia carattere ostile), l'operazione abbia assunto contorni sufficientemente definiti da far prevedere che la sua divulgazione possa avere un impatto rilevante sulle quotazioni dei titoli oggetto della prossima offerta». Nello stesso senso VENTORUZZO, *Qualche nota sul c.d. insider di se stesso*, cit., p. 739 ss., per il quale la distinzione tra le due ipotesi «appare arbitraria e non sorretta dal dato normativo». *Contra* però CADORIN, *Opa per il delisting fra insider di se stesso ed efficienza del mercato*, cit., p. 126 ss. e nt. 121, secondo la quale sarebbe possibile cogliere degli evidenti profili di differenza tra le due tipologie operative, essendo di regola solo l'o.p.a. finalizzata alla scalata un'operazione apprezzabile dal punto di vista dell'*efficienza del mercato* e, quindi, *legittima* ai sensi dell'art. 9, par. 5, *MAR* e del considerando n. 31 *MAR*: valutazione che, invece, non potrebbe formularsi con riguardo a un'operazione di rastrellamento di titoli nell'ambito di un'o.p.a. tesa al *delisting*. Per quanto *tranchant*, la soluzione proposta sarebbe, secondo l'Autrice, preferibile in quanto i «costi imposti dall'accoglimento della soluzione proposta (in termini di sacrificio dell'efficienza del mercato del controllo societario [...]) sarebbero comunque inferiori a quelli che deriverebbero da un'interpretazione orientata alla valutazione caso per caso dell'efficienza del progetto di offerta», *sub specie* di certezza del diritto e di effettività del divieto di *insider trading*. Nella

affermazione della rilevanza sanzionatoria dell'*insider* di se stesso è stata salutata con favore da quanti ritengono che un'ermeneusi in chiave *oggettiva* del termine «informazione», come slegata dal requisito dell'*alterità*³⁶⁸, appaia preferibile in quanto maggiormente aderente alla *ratio* sottesa al divieto di *insider trading*: quello di presidiare l'integrità e l'efficienza dei mercati³⁶⁹.

Secondo altri, invece, gli approdi interpretativi raggiunti dalla giurisprudenza – maturati sulla scorta della sostanziale espunzione del requisito dell'*alterità* dalla nozione di informazione – sarebbero al più validi sul piano dell'applicabilità dell'illecito *amministrativo* di *insider trading*, mentre non potrebbero essere esportati sul versante *stricto sensu* penalistico. Tenuto conto infatti del già consistente tasso di approssimazione che connota la fattispecie penale di *insider trading*, l'equiparazione semantica tra “informazione” e “conoscenza” – con le difficoltà di individuare un perimetro sicuro di operatività del concetto – finirebbe non solo per arrecare un *vulnus* profondo alla determinatezza della condotta tipizzata, ma altresì per far divenire assai umbratile l'offensività del fatto³⁷⁰.

Ad ogni modo, il *trend* interpretativo sembra oramai orientato verso la conferma della rilevanza criminale dell'*insider of itself*. La Corte d'appello di Milano³⁷¹ – recentemente pronunciatasi sul caso *Cremonini* – oltre ad aver escluso che l'applicazione congiunta, in capo agli appellanti, della sanzione penale e della sanzione

medesima direzione, condivide l'opzione ermeneutica di distinguere gli esiti in ragione della tipologia di o.p.a. considerata, LOMBARDO, *op. ult. cit.*, 681.

³⁶⁸ Cfr. in particolare CADORIN, *op. ult. cit.*, p. 116.

³⁶⁹ Oltre a LOMBARDO, *op. ult. cit.*, p. 648, il quale peraltro, pur ritenendo che «[...] anche giuseconomicamente valide le ragioni che portino a sanzionare l'*insider* di se stesso in genere e nel caso specifico [...]», criticava la scelta della Corte di Cassazione di non investire la Corte di Giustizia con una questione pregiudiziale, tesa a chiarire il concetto di «informazione»: «[...] l'opportuna formulazione di una domanda pregiudiziale basata sul sostantivo informazione in relazione alla caratteristica della alterità e intersoggettività, avrebbe maggiormente garantito sia per il regime della MAD del caso specifico che per il regime MAR per casi futuri, pure in chiave di ricostruzione dogmatica e non solo giuseconomica, la certezza del diritto e la sua uniforme applicazione all'interno dell'Unione europea». Condivide la tesi della rilevanza sanzionatoria dell'*insider of itself* anche GILOTTA, *op. ult. cit.*, p. 359 ss., ritenendo che l'interpretazione “oggettiva” del termine «informazione» sia “teleologicamente” preferibile, in quanto coerente con la sostanziale identità di effetti che l'*insider* di se stesso produce sul mercato, rispetto a quelli cagionati da una “ordinaria” condotta di *insider trading*. Cfr. altresì, pur con riguardo alla pronuncia del Tribunale di Milano, CONFALONIERI, *I rischi di insider trading nelle fasi propedeutiche all'o.p.a.*, cit., p. 1282, secondo la quale «l'argomento teleologico e, ancor più, la carenza di riferimenti testuali univoci ci sembrano, invero, decisivi per poter condividere quanto concluso dal Tribunale [...]».

³⁷⁰ V. PESUCCI, *Possibili ricadute penalistiche*, cit., p. 2629-2630.

³⁷¹ App. Milano, Sez. II, sent. 15 gennaio 2019 (dep. 15 aprile 2019), n. 284, in *Dir. pen. cont.*, 20 giugno 2019, con nota di PAGELLA C., *Riflessi applicativi del principio di proporzionalità del trattamento sanzionatorio complessivamente irrogato per fatti di market abuse e punibilità dell'"insider di sé stesso": la Corte d'appello di Milano sul caso Cremonini*.

amministrativa integrasse una violazione del principio del *ne bis in idem*³⁷², ha altresì confermato *in toto* l'impianto motivazionale che sorreggeva la sentenza del Tribunale. In particolare, il giudice territoriale ha dapprima ribadito la dimensione 'statica' sottesa alla nozione di informazione, come tale da intendersi alla stregua di un mero sinonimo di 'conoscenza'³⁷³; ha quindi sottolineato che il considerando n. 30 della *MAD* – pur invocato dagli appellanti – postula l'identità tra le operazioni poste in essere e quelle che erano oggetto della precedente decisione, identità invero assente nel caso di specie in quanto gli acquisti posti in essere dagli imputati non erano in esecuzione dell'OPA, ma a questa precedenti³⁷⁴; da ultimo, ha ravvisato come la punibilità dell'*insider* 'di sé stesso' sarebbe giustificata dalla stessa *ratio* di tutela sottesa alla disciplina del *market abuse*: segnatamente, quella di garantire la (tendenziale) parità informativa nello svolgimento delle operazioni di mercato, inevitabilmente frustrata allorché l'intraneone ponga in essere operazioni di mercato pur in possesso di un'informazione privilegiata³⁷⁵.

4.2. Le categorie soggettive. L'*insider* criminale.

Nonostante l'*incipit* della disposizione – caratterizzato dal termine «*chiunque*» – sembri identificare un reato comune, l'esegesi dottrina è pressoché granitica nell'individuare nella struttura del delitto di *insider trading* le cadenze tipiche di un *reato proprio*, in quanto le condotte tipizzate possono essere realizzate solo da alcune categorie specifiche di soggetti³⁷⁶.

L'originaria impostazione normativa, inaugurata dagli artt. 2 e 5, l. 157/1991 e articolata sulla previsione di due distinte categorie soggettive – quella degli *insiders* primari e quella degli *insiders* secondari – a loro volta identificate sulla base dell'esistenza, o meno, di un *collegamento funzionale-causale* tra la posizione occupata, l'attività svolta e l'accesso all'informazione³⁷⁷, non è stata mai sconfessata dal legislatore (quantomeno quello nazionale): ancora oggi, all'esito delle modifiche

³⁷² Il tema del *ne bis in idem* è esaminato *funditus*, nell'ambito del Capitolo III, Sez. II, (al quale si rinvia). In questa sede ci si limita a evidenziare come la Corte territoriale abbia confermato quello che appare oramai come un *acquis* interpretativo consolidato, ossia che il *ne bis in idem* è canone che non esprime più una garanzia di tipo procedimentale, consistente nel divieto di sottoposizione a un doppio procedimento penale, bensì in un principio di matrice sostanziale, inteso come divieto di infliggere una sanzione che ecceda la gravità del fatto commesso (v. par. 4.1 ss.).

³⁷³ App. Milano, n. 284/2019, cit., par. 4.2, pag. 16-17.

³⁷⁴ *Ibid.*, pag. 19-20.

³⁷⁵ *Ibid.*, pag. 20.

³⁷⁶ Limitando i riferimenti alle voci principali, cfr. D'ALESSANDRO, *Regolatori del mercato*, cit., p. 128; GAMBARDELLA, *Condotte economiche*, cit., p. 311; NAPOLEONI, voce *Insider trading*, cit., p. 593; SEMINARA, *Diritto penale commerciale*, cit., p. 75; SGUBBI, voce *Abusi di mercato*, cit., p. 4; ZANNOTTI, *Diritto penale dell'impresa*, cit., p. 416 (e bibliografia ivi citata, nt. 18).

³⁷⁷ AMATI, *Abusi di mercato*, cit., p. 124.

apportate dal d.lgs. 107/2018, la tradizionale bipartizione tassonomica continua a caratterizzare la disciplina dell'*insider trading*³⁷⁸.

Tuttavia, come anticipato, alla perpetuazione della differenziazione categoriale si è accompagnata una diversa *modulazione* delle conseguenze sanzionatorie: le diverse “fasi” normative che hanno scandito l’evoluzione della disciplina sull’*insider trading* evidenziano infatti una chiara tendenza legislativa verso la progressiva limitazione – prima³⁷⁹ – ed esclusione – poi – della rilevanza *penale* delle condotte poste in essere dall’*insider* secondario. Di talché, la puntuale distinzione tra le due categorie di intranei, lungi dall’assumere una valenza meramente *descrittiva*, riveste oggi un rilievo assolutamente fondamentale, nella misura in cui la riconduzione di un soggetto nell’alveo degli *insiders* primari, piuttosto che in quello degli *insiders* secondari, reca con sé delle immediate conseguenze *applicative*³⁸⁰.

Quanto ai c.d. *insiders* primari, trattasi di coloro i quali – a mente dell’art. 184, co. 1, t.u.f. – sono in possesso dell’informazione privilegiata «in ragione» della loro qualità «di membro di organi di amministrazione, direzione o controllo dell'emittente, della partecipazione al capitale dell'emittente, ovvero dell'esercizio di un'attività lavorativa, di una professione o di una funzione, anche pubblica, o di un ufficio».

Dall’analisi del dato normativo è possibile desumere l’esistenza di due “sottocategorie” di *insiders* primari, distinte sul piano letterale dalla congiunzione «ovvero»³⁸¹ ma tra loro accomunate sia sul versante del trattamento sanzionatorio, sia

³⁷⁸ Non senza alcune perplessità, atteso che la nuova strategia eurounitaria di focalizzare, in via “esclusiva”, la disciplina del *market abuse* sulla tutela dell’integrità del mercato, avrebbe probabilmente suggerito una *parificazione*, quantomeno a livello di *tipologia sanzionatoria* – e non anche di *quantum sanzionatorio* – tra *insider* primario e *insider* secondario: v. BASILE, *L’insider trading riformato...ma non troppo*, cit., p. 571.

³⁷⁹ Mentre l’art. 2, l. 157/1991, estendeva la sanzione penale prevista per gli *insiders* primari anche «a tutti coloro che avessero direttamente o indirettamente ottenuto informazioni, consapevoli del carattere riservato delle stesse, da soggetti che dette informazioni posseggano in ragione dell’esercizio della loro funzione, professione o ufficio» (sui rischi di eccessiva estensione del divieto, *in primis*, anche ai c.d. *second generation tippees*, ossia a coloro che avessero ottenuto l’informazione da soggetti a loro volta qualificabili come *tippees* di un *insider* primario, e sulle correlate soluzioni proposte in dottrina, v. TRIPODI, *op. ult. cit.*, p. 195), l’art. 180, co. 2, d.lgs. 58/1998, circoscriveva l’area del penalmente rilevante, per gli *insiders* secondari, alle sole ipotesi di *trading* compiute «sulla base di informazioni privilegiate ottenute, direttamente o indirettamente, dai soggetti di cui al comma 1°»: *tipping* e *tuyautage* restavano prive di copertura normativa. La disciplina attualmente vigente – confermando l’impostazione adottata con l. 62/2005 – ha relegato sul piano amministrativo *tutte* le ipotesi di *insider trading* commesse da *insiders* secondari, senza distinzioni.

³⁸⁰ Il punto è ben evidenziato da GIAVAZZI, *L’abuso di informazioni privilegiate*, cit., p. 727-728.

³⁸¹ Cfr. AMATI, *op. ult. cit.*, p. 124.

sul piano dello specifico legame causale/funzionale che determina il loro *diretto*³⁸² possesso di un'informazione privilegiata³⁸³.

Da un lato, vengono in rilievo i c.d. *corporate insiders* (o *insiders* istituzionali), ossia coloro che entrano in possesso dell'informazione *price sensitive* in virtù del ruolo ricoperto all'interno degli organi di amministrazione, direzione o controllo della società emittente, oppure in quanto titolari di una partecipazione al capitale azionario (per costoro è stata coniata l'espressione «soci *insiders*»³⁸⁴): si tratta dei «destinatari più naturali del divieto di *insider trading*»³⁸⁵.

Dall'altro, il legislatore estende il divieto a quell'eterogenea schiera di soggetti che, pur non rivestendo un ruolo – appunto – “istituzionale” in seno all'emittente, tuttavia svolgano un'attività professionale o lavorativa, più o meno continuata nel tempo, a favore della società. Questi ultimi soggetti – proprio in quanto non inseriti nella struttura societaria – vengono solitamente qualificati come «*temporary insiders*».

In relazione ai membri di organi e ai partecipi al capitale (*corporate insiders*), l'esplicito riferimento all'emittente sembrerebbe *prima facie* ridurre notevolmente l'ambito applicativo della norma: si dovrebbe, in altre parole, necessariamente escludere il riferimento ad informazioni che non riguardino l'emittente stesso al quale il soggetto appartiene. Una simile limitazione, invero ben poco coerente rispetto alla “normalità” delle relazioni di mercato (per le quali è tutt'altro che infrequente l'apprensione di notizie, da parte degli organi di una società, concernenti un diverso emittente), sembra superabile valorizzando il dato letterale della disposizione. Con riguardo ai membri di organi dell'emittente, soccorrerebbe infatti la portata ampia della clausola generale che conclude il primo comma, ove si fa riferimento all'esercizio di «una funzione» ovvero di «un ufficio» senza ulteriori specificazioni limitative. Non v'è dubbio, infatti, che le cariche societarie costituiscono funzioni o uffici «privati», tant'è che nelle precedenti normative i membri di organi di amministrazione, direzione e controllo dell'emittente, benché non espressamente menzionati nelle disposizioni

³⁸² Sottolinea che il tratto comune alle sottocategorie di *insider* primari si coglie nel fatto che quei soggetti «vengono in contatto *direttamente* con l'informazione privilegiata», ZANNOTTI, *op. ult. cit.*, p. 418.

³⁸³ Come efficacemente osserva SEMINARA, *op. ult. cit.*, p. 75, la locuzione «in ragione di» esprime «un collegamento qualificato per un verso dalla natura della funzione, [...] tale da dare accesso a informazioni privilegiate, e per altro verso dalla rilevanza causale dell'attività svolta rispetto all'apprendimento [...]». Sul punto cfr. altresì NAPOLEONI, voce *Insider trading*, cit., p. 593; GIORDANENGO G., *Le fattispecie in tema di abuso di informazioni privilegiate e manipolazione del mercato*, in ANTOLISEI F., *Manuale di diritto penale. Leggi complementari*, a cura di GROSSO G., Milano, 2007, p. 588; nonché Tripodi, *op. ult. cit.*, p. 190 e p. 200, ove viene chiarito come, a partire dalla riforma del 2005, il reato di *insider trading* consiste «nel solo abuso dei depositari “funzionali” dell'informazione privilegiata, c.d. abuso funzionale, che si attua attraverso il compimento delle condotte tipiche, approfittando di uno *status* di fisiologica [...] superiorità conoscitiva». Resta pertanto al di fuori del perimetro operativo della disposizione l'ipotesi di abuso di informazioni carpite in via del tutto occasionale o casuale.

³⁸⁴ D'ALESSANDRO, *op. ult. cit.*, p. 129.

³⁸⁵ Così NAPOLEONI, *op. loc. cit.*

incriminatrici, rientravano senz'altro nel novero dei soggetti attivi grazie al generico richiamo all'«esercizio di una funzione o di un ufficio»³⁸⁶.

Soluzione radicalmente differente s'impone, invece, per i partecipanti al capitale «dell'emittente».

L'inciso finale³⁸⁷ non pare superabile in via ermeneutica, nella misura in cui la qualità di socio non può essere ricondotta all'interno dell'ampia clausola relativa all'esercizio di un'attività lavorativa, di una professione o di una funzione, oppure di un ufficio: la disposizione dell'art. 184 t.u.f. si applica pertanto solamente all'azionista della società che ha emesso il titolo oggetto di notizia privilegiata mentre, con riferimento ai soci di società *diverse* che – essendo in possesso dell'informazione privilegiata compiano una delle condotte tipizzate – al più potrà applicarsi l'illecito amministrativo dell'art. 187-bis t.u.f.³⁸⁸.

³⁸⁶ Cfr. SGUBBI, voce *Abusi di mercato*, cit., p. 5, nonché SEMINARA, *La tutela penale*, cit., p. 623; GIORDANENGO, *op. ult. cit.*, p. 588, nt. 60; MUCCIARELLI, *L'abuso di informazioni privilegiate*, cit., p. 1469. La tesi “estensiva”, secondo la quale il divieto si riferirebbe anche agli apicali di società diversa dall'emittente, allorché siano venuti a conoscenza dell'informazione privilegiata *in ragione* delle proprie funzioni o attività istituzionali, ha trovato conferma anche in giurisprudenza. Nel caso *Gnutti* (Cass., n. 26493/2006, cit.), la Suprema Corte ha ritenuto che il divieto di cui all'art. 184 t.u.f. si estendesse anche all'amministratore di società *diversa* dall'emittente. In questo senso anche Cass., n. 8588/2010, cit. Nel caso esaminato la Corte, evidenziando non solo che «il percettore del ragguaglio informativo era esponente del Consiglio di Amministrazione di società commerciale (azienda bancaria) che, così, venne in possesso dell'informazione in ragione della sua qualità di amministrativa», ma altresì che pure l'altro imputato «apprese la notizia incriminata nello svolgimento delle sue funzioni di amministratore di *Banca profilo*, essendo membro del comitato esecutivo del medesimo istituto», giunge a ritenere che sarebbero dunque «riscontrati i tratti connotativi sia dell'art. 180, comma 1 nella formulazione originaria sia del D.Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, vigente art. 184, comma 1». Nella medesima direzione, Trib. Milano, sez. III, 5 marzo 2008, n. 2727, in *Guida dir.*, 2008, 42, p. 102, secondo il quale «riveste la qualifica di "insider primario" anche chi, pur estraneo alla società emittente, venga in possesso di notizie privilegiate in ragione dell'esercizio di un'attività lavorativa, di una professione, di una funzione o di un ufficio e, quindi, anche il presidente del consiglio di amministrazione di una banca che riceva da un alto dirigente di altro istituto di credito un invito a formulare un'offerta di acquisto della quota maggioritaria del capitale di un terzo istituto, da esso posseduta, con l'avvertenza che la cessione sarà imminente». Così anche Trib. Milano sez. III, 25 ottobre 2006, in *Riv. dott. comm.*, 2007, fasc. 2, p. 308.

³⁸⁷ Che pure non compariva, prima della l. 62/2005.

³⁸⁸ Soluzione, questa, adottata dalla giurisprudenza. V. Cass., sez. V, 9 febbraio 2006, n. 9391, in *Dir. prat. soc.*, 2007, fasc. 9, p. 79 ss., con nota di GLIATTA G., «Insider trading»: *nuovi criteri di individuazione del soggetto agente*, dove la Corte, in relazione a una notizia concernente il lancio di un'o.p.a., ha evidenziato come la l. 62/2005 «[...] ha modificato profondamente la disciplina del reato in esame, che risulta ora configurabile effettivamente solo nei confronti di chi partecipi alla società emittente, oltre che nei confronti di soggetti investiti di particolari uffici (D.Lgs. n. 5 del 1998, nuovo art. 184). Il socio partecipe del capitale di altre società, diverse da quella emittente i titoli oggetto delle informazioni privilegiate, può rispondere ora solo di un illecito amministrativo (D.Lgs. n. 58 del 1998, art. 187 bis)». La soluzione è stata peraltro criticata, in quanto la partecipazione azionaria in una società potrebbe comunque garantire al socio posizioni di privilegio informativo anche in relazione a notizie riguardanti un diverso emittente: cfr. NAPOLEONI V., *L'insider trading*, in SANTORIELLO C. (a cura di), *La disciplina penale dell'economia*, vol.I, *Società, fallimento, finanza*, Torino, 2008, p. 706, nonché lo stesso GLIATTA, *op. ult. cit.*, p. 83. Sul punto, v. anche DI AMATO A., *Artt. 181-184 t.u.f.*, in ID., *Codice*

Deve peraltro evidenziarsi che il legislatore, nell'includere in via generica gli azionisti dell'emittente tra i potenziali *insiders* primari, non si è preoccupato di selezionare le partecipazioni *effettivamente* rilevanti da quelle *quantitativamente* minimali o irrilevanti³⁸⁹. In realtà, come correttamente osservato, trattasi di una mancanza solamente apparente, in quanto l'attivazione del divieto di *insider trading* rispetto al socio è pur sempre condizionata dalla sussistenza di un «nesso strumentale tra posizione soggettiva e possesso dell'informazione: requisito che limita automaticamente le partecipazioni azionarie rilevanti a quelle sole che, in concreto, garantiscano canali privilegiati di acquisizione delle conoscenze»³⁹⁰.

A ben vedere, la platea degli *insiders* primari annovera anche un'ulteriore figura, quella del c.d. *criminal insider*: trattasi di colui il quale venga in possesso di informazioni privilegiate «a motivo della preparazione o esecuzione di attività delittuose» (art. 184, co. 2, t.u.f.)³⁹¹.

L'espressa criminalizzazione della figura in esame – non preveduta prima della l. 62/2005 – pur avendo rappresentato l'esito di una precisa opzione (comunitaria, prima che nazionale) di carattere politico, e pur avendo contribuito a rafforzare il divieto di *insider trading*, ampliandone la portata operativa, ha tuttavia sollevato alcune perplessità in dottrina, nella misura in cui avrebbe introdotto un elemento di distonia all'interno della disciplina penalistica in materia di abuso di informazioni privilegiate, capace di spezzarne la complessiva «armonia» dogmatica.

Il fondamento «politico» della disposizione è agevolmente desumibile dal «combinato disposto» del considerando n. 14 e del considerando n. 17 della Direttiva 2003/6/Cee³⁹²: muovendo infatti dalle «preoccupazioni espresse dagli Stati membri in seguito agli attacchi terroristici dell'11 settembre 2001 per quanto riguarda la lotta al finanziamento delle attività terroristiche» (considerando n. 14), il legislatore

di diritto penale delle imprese e delle società, I ed., Milano, 2011, p. 1115. Si pensi all'azionista che sia stato informato di progetti futuri dell'emittente dall'analista finanziario al quale si era rivolto per consigli di investimento, qualora il professionista svolgesse consulenze anche per l'emittente: il socio potrebbe rispondere in qualità di *tippee* ai sensi dell'art. 187-bis, co. 4, t.u.f. (cfr. MAZZACUVA-AMATI, *Diritto penale dell'economia*, cit., p. 305).

³⁸⁹ Come evidenziato da BARTALENA, *Artt. 180-187*, cit., p. 1988; nonché da CARRIERO, *Informazione, mercato, buona fede*, cit., p. 119 ss., e da FOFFANI L. *La nuova disciplina penale dell'«insider trading» e delle frodi nel mercato mobiliare*, in *Riv. trim. dir. pen. econ.*, 1991, p. 911.

³⁹⁰ Così NAPOLEONI, voce *Insider trading*, cit., p. 593. Vedasi, pur con riferimento alla disciplina dettata dalla l. 157/1991, BARTULLI-ROMANO, *Sulla disciplina penale dell'insider trading*, cit., p. 663, ove si precisa che, ai fini dell'applicazione del divieto «[...] non basterà che il soggetto sia azionista più o meno consistente della società, dovendosi provare, *in più*, che è stata proprio *tale qualità* a consentirgli di entrare in possesso dell'informazione riservata». Cfr. altresì MANNO, *Profili penali*, cit., p. 128-129.

³⁹¹ Secondo NAPOLEONI, *op. ult. cit.*, p. 592, i *criminal insiders* si collocherebbero «in posizione particolare» rispetto agli *insiders* primari e agli *insiders* secondari.

³⁹² La matrice politico-criminale è stata confermata anche dalla Direttiva 57/2014/Ue, il cui art. 3, par. 3, lett. *d*), espressamente invita gli Stati membri ad applicare la sanzione penale allorché le condotte di *insider trading* siano commesse da chi possieda l'informazione privilegiata «in ragione del suo coinvolgimento in attività delittuose».

comunitario espressamente evidenzia che «per quanto riguarda l'abuso di informazioni privilegiate, si dovrebbe tener conto dei casi in cui la fonte di tali informazioni non è legata a una professione o a una funzione ma allo svolgimento di attività criminali, la cui preparazione o esecuzione potrebbe influire in modo sensibile sui prezzi di uno o più strumenti finanziari o sulla formazione dei prezzi del mercato regolamentato in quanto tale».

L'esplicito invito ad includere anche la figura del c.d. *criminal insider* tra i potenziali autori di *insider trading* discende dunque dalla maturata consapevolezza legislativa che «anche l'attività terroristica potrebbe essere utilizzata a fini speculativi»³⁹³. In tal senso, l'estensione della soggettività attiva, indicata a livello comunitario e concretamente positivizzata sul piano interno all'art. 184, co. 2, t.u.f., pare senz'altro condivisibile, nella misura in cui ha colmato un ingiustificato vuoto di tutela.

Come osservato in dottrina, tale esito è stato tuttavia raggiunto al «prezzo di spezzare il *fil rouge* che collega la fattispecie sul piano soggettivo»³⁹⁴. Se il tratto comune alle varie figure soggettive ricomprese nel novero degli *insiders* primari – quello che conferisce all'utilizzo dell'informazione da parte di costoro quella consistenza offensiva che invece difetta nel caso di sfruttamento della notizia ad opera di un *insider* secondario – si coglie nell'*abuso di posizione o di funzione*, inteso come uso “scorretto” di un dato conoscitivo che il soggetto *fisiologicamente* apprende nell'esercizio del proprio ruolo, pare allora evidente la non riconducibilità della figura del *criminal insider* a tale matrice tipologica: il possesso dell'informazione da parte di quest'ultimo non è causalmente (e funzionalmente) connessa alla funzione o al ruolo rivestito dal soggetto all'interno dell'emittente.

D'altra parte, la refrattarietà della figura ad armonizzarsi nel contesto complessivo della disciplina sull'*insider trading* si manifesta anche in una differente direzione. S'allude al problema – diffusamente affrontato in sede di analisi del c.d. *insider of itself*³⁹⁵ - del rapporto di *alterità* tra fonte dell'informazione e utilizzatore della stessa, quale condizione, o meno, per la punibilità a titolo di abuso di informazioni privilegiate.

Laddove si seguisse la tradizionale tesi “liceista” (orientata a escludere la rilevanza sanzionatoria dell'*insider* “di sé stesso”), in tanto potrebbe aversi “informazione” (privilegiata) in quanto l'utilizzatore della stessa non sia anche il suo

³⁹³ ZANNOTTI, *Diritto penale dell'economia*, cit., p. 417; cfr altresì FERRARINI G., *La nuova disciplina europea degli abusi di mercato*, in *Riv. soc.*, 2004, fasc. 1, p. 56. Come ricorda SEMINARA, *Diritto penale commerciale*, cit., p. 77, all'attentato terroristico dell'11 settembre 2001 «seguirono significativi effetti per i listini di borsa e, in particolare, per i titoli delle società maggiormente coinvolte nel disastro; la constatazione che l'attentato fosse stato preceduto da ingenti vendite di azioni sul mercato [...] ha evidenziato l'esigenza di dilatare l'ambito soggettivo del delitto [...]».

³⁹⁴ In questi termini, NAPOLEONI, *op. ult. cit.*, p. 594. Nello stesso senso, ZANNOTTI, *Diritto penale dell'economia*, cit., p. 417, secondo il quale la previsione normativa dell'art. 184, co. 2, «ha comunque alterato il profilo oggettivo della fattispecie».

³⁹⁵ Cfr. *supra*, par. 4.

creatore ma, al contrario, sia un soggetto che abbia appreso la conoscenza *ab externo*. Così argomentando dovrebbe tuttavia ammettersi che la figura dell'*insider* criminale non risponderebbe affatto a tale schema ricostruttivo: colui che intende commettere un delitto possiede una notizia (appunto, l'intenzione di commettere il delitto) che non ha reperito *aliunde*, ma che egli stesso ha "prodotto" sicché, laddove la utilizzasse starebbe evidentemente agendo in qualità di *insider of itself*.

Tralasciando quelle proposte interpretative – già *supra* ricordate – tese a evidenziare come la previsione espressa della rilevanza penale del *criminal insider* sarebbe un'eccezione (giustificata dal particolare connotato offensivo della condotta tipizzata) alla generale regola dell'*irrelevanza* dell'*insider* "di se stesso", vi è stato anche chi ha superato il "cortocircuito" dogmatico ritenendo che «l'art. 184, comma 2 tratteggia un reato diverso da quello tipizzato al comma precedente»³⁹⁶, mentre secondo altri ancora la non punibilità dell'*insider of itself* sarebbe da intendersi come «logicamente riferita ai soli propositi leciti»³⁹⁷.

Ovviamente, qualora dovesse invece condividersi la linea ermeneutica "rigorista", seguita dalla Suprema Corte³⁹⁸, la specifica previsione della sanzionabilità dell'*insider* criminale costituirebbe un logico corollario del postulato della punibilità dell'*insider* "di sé stesso".

Muovendo l'analisi sul piano della concreta struttura della disposizione, può notarsi che l'art. 184, co. 2, t.u.f., esprime il rapporto tra il possesso dell'informazione privilegiata, da parte di colui che la utilizza commettendo una delle condotte tipizzate al comma 1, e la preparazione o esecuzione di attività delittuose, attraverso la locuzione «*a motivo di*», e non mediante l'espressione «*in ragione di*» che, per contro, compare nel primo comma.

Per quanto i due sintagmi esprimono la medesima necessità che sussista un rapporto causale tra il possesso dell'informazione e l'attività "di base" compiuta (sia essa l'attività istituzionalmente svolta in seno all'emittente, oppure l'attività criminosa), la locuzione «*a motivo di*» sembra assicurare un *range* applicativo più ampio di quello tracciato dalla parallela locuzione «*a ragione di*». L'uso dell'espressione «*a motivo*» si presta infatti a un'interpretazione ampia, suscettibili di ricomprendere nel perimetro contenutistico della stessa sia l'ipotesi in cui è *l'evento delittuoso in sé* a incidere sull'andamento dei prezzi degli strumenti finanziari (es. l'incendio della sede di una società quotata), sia il caso in cui il compimento dell'illecito abbia costituito *lo strumento, il mezzo*, per apprendere l'informazione privilegiata (si pensi, ad es., al delitto di accesso abusivo a sistema informatico o telematico, di corruzione privata, di furto di documenti etc.)³⁹⁹.

³⁹⁶ Così SEMINARA, *Diritto penale commerciale*, cit., p. 77.

³⁹⁷ In tal senso NAPOLEONI, *L'insider trading*, cit., p. 710.

³⁹⁸ Il riferimento concerne ovviamente Cass., n. 24310/2017, cit.

³⁹⁹ Trattasi di opinione che, per quanto «meno aderente alla *ratio* storica» che ha sollecitato la previsione specifica dell'*insider* criminale (sul punto, NAPOLEONI, voce *Insider trading*, cit., p. 594), risulta largamente prevalente in dottrina: v. AMATI, *Abusi di mercato*, cit., p. 156; D'ALESSANDRO, *Regolatori*

Per quanto concerne i c.d. *insiders* secondari, il panorama normativo vigente – in continuità con la linea inaugurata dalla l. 62/2005, che aveva depenalizzato le condotte dell'*insider* secondario⁴⁰⁰ – prevede l'applicazione del solo illecito amministrativo di cui all'art. 187-*bis*, co. 4, t.u.f.

La distinzione tra *insiders* secondari e *insiders* primari corre sul piano delle *modalità* di accesso all'informazione privilegiata: mentre gli *insiders* primari acquisiscono l'informazione in via *fisiologica*, in quanto l'accesso a tale conoscenza è funzionalmente connesso alla carica o al ruolo da essi rivestito, la categoria degli *insiders* secondari ricomprende tutti coloro che ottengono l'informazione privilegiata in via *mediata* – in quanto destinatari di comunicazione da parte di un *insider* primario (si parla anche di *tippees*⁴⁰¹) – o in via *occasionale* – in quanto apprendono la notizia in modo del tutto casuale e fortuito (si pensi al classico esempio dell'addetto alle pulizie che apprenda la notizia riservata dalla lettura di un documento gettato in un cestino).

La netta contrapposizione tra *insiders* primari/sanzione penale e *insiders* secondari/sanzione amministrativa è temperata dall'incidenza della disciplina generale in materia di concorso di persone nel reato proprio⁴⁰². Laddove infatti un *outsider* dovesse compiere delle operazioni su titoli, utilizzando un'informazione *price sensitive*, in concorso con l'*insider*, non vi sono dubbi che sussisterebbero gli estremi per una contestazione di concorso in *insider trading*, ai sensi degli artt. 110 ss. c.p., e 184 t.u.f.⁴⁰³: ciò quantomeno nell'ipotesi in cui l'*insider* secondario «istiga, determina (concorso morale) o aiuta ponendo in essere una parte della condotta tipica o una

del mercato, cit., p. 128; FOFFANI, *Artt. 180-183 t.u.f.*, cit., p. 720; GIAVAZZI, *L'abuso di informazioni privilegiate*, cit., p. 683; GIORDANENGO, *Le fattispecie in tema di abuso di informazioni privilegiate*, cit., p. 454; NAPOLEONI, *L'insider trading*, cit., p. 710). Tale lettura trova peraltro oggi un riscontro normativo, posto che, a tenore dell'art. 3, par. 3, direttiva 2014/57/UE e dell'art. 8, par. 4, reg. (UE) n. 596/2014, la qualifica di *criminal insider* spetta a colui che possiede un'informazione privilegiata in quanto (genericamente) coinvolto in attività criminali. Sulla possibilità che il delitto di *insider trading* venga commesso in relazione a informazioni possedute a motivo della preparazione o della esecuzione di una *market manipulation*, v. CONSULICH F., *Il caso Antonveneta. Abuso di informazioni privilegiate e ostacolo alle funzioni di vigilanza*, in FOFFANI L.-CASTRONUOVO D. (a cura di), *Casi di diritto penale economico*, I, Bologna, 2015, p. 153 ss.

⁴⁰⁰ Sulla depenalizzazione operata dalla l. 62/2005, in giurisprudenza, v. Trib. Roma, 7 dicembre 2005, in *Cass. pen.*, 2006, p. 3343 ss., con nota di MANDUCHI C., *Un primo intervento giurisprudenziale sulla nuova fattispecie di insider trading: la sorte dei c.d. insiders secondari*.

⁴⁰¹ V. NAPOLEONI, *op. ult. cit.*, p. 592.

⁴⁰² Sul tema, MANNO, *Profili penali*, cit., p. 131 ss.; AMATI, *op. ult. cit.*, p. 145; D'ARCANGELO, *Il concorso dell'extraneus*, cit., p. 617 ss., nonché ID., *Il concorso dell'extraneus nell'insider trading e la responsabilità da reato dell'ente*, in *Riv. 231*, 2008, n. 1, p. 38 ss.; GIAVAZZI, *L'abuso di informazioni privilegiate*, cit., p. 681 ss.

⁴⁰³ Cfr. Cass., sez. V, 7 novembre 2008, n. 48005, in *Cass. pen.*, 2009, fasc. 11, p. 4419, che, nel confermare la decisione di Trib. Milano, 23 gennaio 2007, in *Corr. merito*, 2007, p. 617 ss., con nota di D'ARCANGELO, *Il concorso dell'extraneus*, cit., ha ritenuto la convivente di un *trader* di una Sim responsabile a titolo di concorso in *insider trading*, per aver effettuato delle operazioni di *front running* su indicazione del compagno. Sul tema vedasi altresì MIEDICO, *Gli abusi di mercato*, cit., p. 331 ss.

condotta atipica di efficace supporto rispetto alla realizzazione della condotta tipica (concorso materiale)»⁴⁰⁴.

In altri termini, sussistono gli estremi per la contestazione del solo illecito “amministrativo”, di cui all’art. 187-*bis*, co. 4, t.u.f., laddove «l’agente abbia operato in assenza di qualsiasi partecipazione nel fatto dell’*insider* primario ulteriore alla mera trasmissione delle notizia»⁴⁰⁵.

Sull’assetto regolativo così tracciato, frutto della stratificazione normativa che ha segnato lo sviluppo della fattispecie dell’*insider trading* dall’angolo visuale della platea dei soggetti attivi, non ha inciso in alcun modo la riforma del 2018. Oltre infatti a ribadire la “autonoma” punibilità dell’*insider* criminale, l’art. 184 t.u.f., *post* d.lgs. 107/2018, conferma l’impianto duale inaugurato con la l. 62/2005, riservando la sanzione penale ai soli *insiders* primari e relegando sul piano delle conseguenze (meramente) amministrative le condotte di *trading*, *tipping* e *tuyautage* poste in essere dagli *insiders* secondari (art. 187-*bis* t.u.f.).

L’opzione “conservatrice” seguita dal legislatore italiano determina tuttavia un palese contrasto tra la normativa interna e le indicazioni eurounitarie, in quanto da combinato disposto degli artt. 3, par. 3; 4, par. 3, e 7, della direttiva 2014/57/UE, emerge chiaramente la necessità di provvedere alla criminalizzazione (anche) della condotta abusiva che sia posta in essere dall’*insider secondario*⁴⁰⁶.

5. La nozione di «informazione privilegiata»: premessa.

La c.d. «informazione privilegiata» costituisce il fulcro concettuale attorno al quale orbita l’operatività del divieto – penale e “amministrativo” – di *insider trading* (artt. 184 e 187-*bis* t.u.f.).

Se pure sul piano dogmatico non sorgono particolari difficoltà nel catalogare tale locuzione come un elemento normativo di carattere giuridico⁴⁰⁷, che rinviene oggi il proprio ancoraggio positivo nell’art. 7, par. 1, Reg. (Ue) n. 596/2014 (al quale

⁴⁰⁴ Così Trib. Milano, 23 gennaio 2007, cit.

⁴⁰⁵ In questi termini, SEMINARA, *Diritto penale commerciale*, cit., p. 86.

⁴⁰⁶ L’art. 3, par. 3, MAD II (richiamato anche dall’art. 4, par. 3) prevede infatti che «Il presente articolo si applica anche a chiunque abbia ottenuto informazioni privilegiate anche in ragione di circostanze diverse da quelle indicate al primo comma e sia a conoscenza del carattere privilegiato di tali informazioni». Sul punto, cfr. MUCCIARELLI, *La nuova disciplina eurounitaria sul market abuse*, cit., p. 315; ID., *Gli abusi di mercato riformati*, cit., p. 177 e 184.

⁴⁰⁷ Cfr. TRIPODI, *Informazioni privilegiate*, cit., p. 221; più di recente MUCCIARELLI, *Gli abusi di mercato riformati*, cit., p. 180. Non è peraltro mancato chi abbia qualificato la “definizione” contenuta nell’art. 180 (*prima*, nell’art. 181) come una vera e propria *definizione legislativa*: cfr. SIRACUSANO P., *Principio di precisione e definizioni legislative di parte speciale*, in DOLCINI E.-PALIERO C.E. (a cura di), *Studi in onore di Giorgio Marinucci*, 2006, vol. I, p. 748.

espressamente rinvia l'art. 180, co. 1, lett. b-ter), t.u.f., rubricato "Definizioni")⁴⁰⁸, è sul versante dell'individuazione del suo *concreto* contenuto precettivo che la locuzione «informazione privilegiata» ha sollevato non pochi problemi interpretativi e – di conseguenza – applicativi⁴⁰⁹: nonostante l'intenso sforzo definitorio profuso a livello normativo, *in primis* in sede sovranazionale e, di riflesso, in quella interna, l'«informazione privilegiata» continua ad essere l'«autentico ventre molle» della disciplina sull'*insider trading*⁴¹⁰.

Anzi, paradossalmente è proprio quell'ansia definitoria che ha caratterizzato l'approccio normativo a costituire la principale causa del dibattito sorto attorno al concetto di «informazione privilegiata». Il ruolo baricentrico che la nozione gioca nella configurazione strutturale complessiva del delitto di *insider trading*, oltre che della disciplina generale sull'informazione societaria, *ex art.* 114 t.u.f.⁴¹¹, da un lato, e

⁴⁰⁸ Prima dell'entrata in vigore del d.lgs. n. 107/2018, con la l. 62/2005 il legislatore nazionale aveva affidato ad una disposizione autonoma e generale (di apertura del sottosistema del *market abuse*), l'art. 181 t.u.f., la definizione di «informazione privilegiata» mentre, risalendo ancor più lungo il percorso normativo che ha contrassegnato la materia, la l. 58/1998 – nella sua veste "originaria", in continuità sostanziale rispetto all'art. 2, l. 157/1991 – collocava la definizione di «informazione privilegiata» all'interno della stessa disposizione incriminatrice dell'*insider trading* (più precisamente al comma 3 dell'art. 180 t.u.f.). Tale ultima definizione era stata peraltro sottoposta all'attenzione della Consulta da parte di alcuni Tribunali di merito che, ravvisando marcati profili di indeterminatezza della disposizione, nella misura in cui l'informazione doveva essere «idonea a influenzare sensibilmente il prezzo» degli strumenti finanziari ai quali si riferiva, avevano dubitato della compatibilità costituzionale dell'art. 180, co. 3, t.u.f. Con sentenza del 14 dicembre 2004, n. 382 (in *Giur. comm.*, 2005, fasc. 2, p. 107 ss., con nota di CASSANI C., *L'insider trading tra indeterminatezza ed eccesso di delega*), la Corte ha dichiarato inammissibile la questione, ritenendo che i giudici *a quo* avessero sollecitato un indebito intervento creativo da parte della Corte stessa. In dottrina, sull'inafferrabilità dell'art. 180, co. 3, *ante* l. 62/2005, cfr. CARMONA A., *Al capolinea l'insider trading? La legittimità costituzionale delle soglie quantitative indeterminate. A proposito dell'idoneità a influenzare 'sensibilmente' il prezzo*, in *Riv. pen.*, 2003, p. 821 ss.

⁴⁰⁹ Oltre all'incidenza che tale locuzione ha in punto di ricostruzione delle condotte tipiche del reato, su cui *infra*, si pensi al tema, già trattato *supra*, della rilevanza o meno dell'*insider* "di se stesso": il *discrimen* fondamentale, tra soluzione liceista e soluzione sanzionatoria, corre infatti sul crinale della definizione del termine "informazione", nell'alternativa tra una lettura "oggettiva/statica" (informazione come semplice "conoscenza") e una lettura "dinamica" (informazione come trasmissione intersoggettiva di notizie, con arricchimento *ab externo* del patrimonio conoscitivo del soggetto). Ecco quindi che la definizione di uno dei due elementi del sintagma «informazione privilegiata» (ossia il sostantivo, «informazione») condiziona l'ampiezza della stessa platea dei soggetti attivi dell'illecito.

⁴¹⁰ L'espressione è di NAPOLEONI, voce *Insider trading*, cit., p. 582.

⁴¹¹ Come osservato da SEMINARA, *Disclose or abstain?*, cit. p. 333, «posto che negli illeciti di *insider trading* viene represso lo sfruttamento di un vantaggio informativo inaccessibile al pubblico, non dipendente da studi o ricerche o da una superiore capacità di analisi di fatti già noti, che consente di prevedere il futuro corso di uno strumento finanziario, viene così affermata una ([...], parziale) equivalenza tra l'obbligo di *disclose* nei confronti degli emittenti e l'obbligo di *abstain* a carico di quanti siano in possesso di tali conoscenze privilegiate». In altri termini, fermi taluni punti di differenza, obbligo di informazione e divieto di *insider trading* sono due facce della medesima medaglia, che ruota attorno alla comune nozione di «informazione privilegiata»: v. SEMINARA S., *Informazione finanziaria e*

l'elevato tasso di tecnicismo che pervade la materia, dall'altro, hanno spinto il legislatore comunitario a *scomporre* l'«informazione privilegiata» in una pluralità di sotto-elementi, di veri e propri “tasselli”: di modo che può aversi «informazione privilegiata» solo laddove le singole sotto-componenti – a loro volta oggetto di ulteriore specificazione definitoria normativa – vengano tra loro ricompattate.

In questo meccanismo di definizioni «a catena»⁴¹² – peraltro reso ancor più labirintico dall'ampio ricorso, da parte del legislatore nazionale, alla tecnica del rinvio al *MAR*⁴¹³ –, la perimetrazione concettuale dell'«informazione privilegiata» postula la preliminare identificazione dei singoli elementi-base, costringendo l'interprete a una faticosa impresa definitoria “a doppio livello”: egli è infatti dapprima chiamato a definire i diversi requisiti che congiuntamente compongono l'«informazione privilegiata», dovendosi peraltro destreggiare tra clausole elastiche difficilmente afferrabili, e, quindi, a valle di tale opera ricostruttiva, a distillare una definizione complessiva e condivisibile di «informazione privilegiata». Il rischio di smarrirsi, all'interno di uno scenario a tal punto frammentato e confuso, è tutt'altro che remoto: non a caso, forse, la Consob ha recentemente provveduto a emanare delle *Linee guida* volte a fornire delle indicazioni chiare agli operatori su come gestire le informazioni privilegiate, in particolare soffermandosi su taluni punti fermi, su cui convergono gli sforzi ricostruttivi⁴¹⁴.

Nell'ordito normativo antecedente alle modifiche apportate dal d.lgs. 107/2018, la definizione “generale” di «informazione privilegiata» era contenuta all'interno dell'art. 181, co. 1, t.u.f. che, recependo le indicazioni normative dell'art. 1, par. 1, della direttiva 2003/6/Ce, e dell'art. 1, par. 1 e 2 della direttiva 2003/124/Ce, delineava i quattro (concorrenti) requisiti affinché un'informazione, sulla base di una valutazione da effettuarsi *ex ante* e in concreto, potesse essere considerata *privilegiata*: il *carattere preciso* dell'informazione; la *natura non pubblica* dell'informazione; l'attinenza, diretta o indiretta, dell'informazione a *uno o più emittenti strumenti finanziari* o a *uno o più strumenti finanziari*; la *c.d. price sensitivity*⁴¹⁵.

mercato, cit., p. 259 ss., nonché SERRAINO G., *Informazione privilegiata nel “market abuse”*, in *Dir. prat. soc.*, 2007, p. 745 ss.,

⁴¹² Così TRIPODI, *op. ult. cit.*, p. 234.

⁴¹³ Come già evidenziato *supra*, Cap. I, Sez. II, par. 5.

⁴¹⁴ Il riferimento concerne le *Linee guida n. 1/2017 - Gestione delle informazioni privilegiate*, del 13 ottobre 2017, consultabili all'indirizzo <http://www.consob.it/web/area-pubblica/abusi-mercato-orientamenti-consob>.

⁴¹⁵ Oltre alle voci dottrinali già citate, sui singoli “mattoncini” che compongono l'informazione privilegiata, nella vasta letteratura: AMATI, *Abusi di mercato*, cit., p. 81 ss.; D'ALESSANDRO, *Regolatori del mercato*, cit., p. 113 ss.; FOFFANI L., *Artt. 180-183 t.u.f.*, in VELLA F. (a cura di), *Commentario T.U.F.*, Torino, 2012, p. 1770 ss.; GIAVAZZI, *L'abuso di informazioni privilegiate*, p. 655 ss.; NAPOLEONI, voce *Insider trading*, p. 582 ss.; PLANTAMURA V., *L'insider trading e la manipolazione del mercato*, in MANNA A. (a cura di), *Corso di diritto penale dell'impresa*, Padova, 2015, p. 988-933; SEMINARA, *Diritto penale commerciale*, cit., p. 58 ss.; SGUBBI, voce *Abusi di mercato*, cit., p. 13 ss.; ID., *Le disposizioni generali*, in SGUBBI-FONAROLI-TRIPODI (a cura di), *Diritto penale del mercato finanziario*, cit. p. 7 ss.; ZANNOTTI, *Diritto penale dell'economia*, cit., p. 422 ss.

A “cascata” rispetto alla definizione di carattere generale richiamata, i successivi commi dell’art. 181 si preoccupavano di definire *specificamente* alcuni dei requisiti (dei “tasselli”) identificati: il comma 3 era dedicato al canone della *precisione* dell’informazione; il comma 4, invece, forniva il parametro normativo per valutare quando un’informazione fosse *price sensitive*⁴¹⁶.

Come anticipato, a seguito dell’abrogazione della direttiva 2003/6/Ce (e della direttiva 2003/124/Ce), per effetto dell’entrata in vigore del reg. (UE) n. 569/2014, il referente normativo sovranazionale per la nozione di «informazione privilegiata» è divenuto il nuovo art. 7 del citato Regolamento che, pur *ampliando l’area del penalmente rilevante* attraverso alcune precisazioni in tema di c.d. processi prolungati, di informazioni relative a strumenti su merci, di quote di emissione o prodotti oggetto d’asta e, infine, di trasmissione dell’informazione dal cliente all’esecutore dell’ordine su strumenti finanziari, non ha tuttavia apportato (almeno a prima vista)⁴¹⁷ alcuna alterazione sostanziale della precedente nozione, né ha abbandonato la via della definizione «a catena»: a ben vedere, anzi, nel complesso normativo eurounitario del 2014, la *verve* definitoria è risultata ancor più accentuata, come dimostra l’ulteriore *specificazione* della nozione allorché parametrata, rispettivamente, agli strumenti derivati su merci (art. 7, par. 1, lett. b)), alle quote di emissioni o ai prodotti oggetto d’asta correlati (art. 7, par. 1, lett. c)), nonché all’ipotesi del *front running* (art. 7, par. 1, lett. d)).

Prima di esaminare nel dettaglio i singoli requisiti che l’informazione deve possedere, affinché possa essere qualificata come «privilegiata», pare opportuno richiamare le tradizionali “classificazioni” presenti in dottrina, volte a distinguere le notizie *price sensitive* in ragione della *fonte* dalla quale promanano o sulla base del *contenuto* dell’informazione.

Muovendo dall’analisi della *fonte* dell’informazione, è possibile distinguere le c.d. *corporate information*, ossia le notizie attinenti alla situazione economica,

⁴¹⁶ Recitava l’art. 181, co. 1, t.u.f., con definizione pressoché identica a quella contenuta nell’art. 1, par. 1, Direttiva 2003/6/UE (che positivizzava le indicazioni del considerando n. 16), che «Ai fini del presente titolo per informazione privilegiata si intende un’informazione di carattere preciso, che non è stata resa pubblica, concernente, direttamente o indirettamente, uno o più emittenti strumenti finanziari o uno o più strumenti finanziari, che, se resa pubblica, potrebbe influire in modo sensibile sui prezzi di tali strumenti finanziari». I successivi commi 3 e 4 dell’art. 181, nel fornire la definizione di *precisione* e di *price sensitivity* dell’informazione, ricalcavano invece il dettato dell’art. 1, par. 1 e 2, Direttiva 2003/124/Ce, a mente dei quali, rispettivamente, un’informazione avrebbe carattere preciso «se si riferisce ad un complesso di circostanze esistente o di cui si possa ragionevolmente ritenere che verrà ad esistere o ad un evento verificatosi o di cui si possa ragionevolmente ritenere che si verificherà e se tale informazione è sufficientemente specifica da consentire di trarre conclusioni sul possibile effetto di detto complesso di circostanze o di detto evento sui prezzi di strumenti finanziari o di strumenti finanziari derivati connessi»; inoltre un’informazione sarebbe *price sensitive* se si tratta di «un’informazione che presumibilmente un investitore ragionevole utilizzerebbe come uno degli elementi su cui fondare le proprie decisioni di investimento».

⁴¹⁷ Cfr. CONSULICH-MUCCIARELLI, *Informazione e tutela penale dei mercati finanziari*, cit., p. 179 ss.

patrimoniale, industriale o organizzativa dell'emittente⁴¹⁸, dalle c.d. *market information*, locuzione di sintesi che ricomprende quel variegato novero di notizie a carattere politico, macroeconomico, normativo etc., in grado di incidere su certo settore produttivo e su una determinata tipologia di strumenti finanziari, accomunate dalla circostanza di essere notizie "esterne" all'emittente⁴¹⁹.

Per quanto in passato taluni avessero ritenuto di poter escludere le *market information* dall'ambito di operatività delle disposizioni in materia di *insider trading*, quantomeno laddove prive di connotati strettamente economici⁴²⁰, l'interpretazione prevalente in dottrina – confortata peraltro dalle indicazioni eurounitarie⁴²¹ – è nel senso per cui anche notizie *esterne* all'emittente, concernenti anche fatti o circostanze non economiche, possano costituire «informazione privilegiata» ai fini dell'applicazione dei divieti in esame, a condizione che siano idonee a influire sugli strumenti finanziari.

La seconda classificazione, attinente al *contenuto* dell'informazione privilegiata, consente di distinguere tra *hard*, *soft* e *very soft information*, a seconda che abbiano rispettivamente ad oggetto «eventi già realizzati, previsioni che ragionevolmente possono realizzarsi o semplici probabilità»⁴²². La distinzione assume rilievo allorché riguardata dall'angolo visuale del requisito della precisione, su cui ci si sofferma nel prossimo paragrafo.

5.1. (segue): il carattere «preciso» dell'informazione.

⁴¹⁸ Con riguardo alle notizie attinenti ai rapporti tra amministratori, allo stato di salute degli amministratori e, più in generale, alle c.d. *management news*, si segnalano posizioni contrastanti: mentre per taluni esulano dal concetto di *corporate information* in quanto, pur essendo «tutt'altro che trascurabili in relazione a una potenziale influenza sul corso dei valori mobiliari [...] sono "a priori" irrilevanti poiché, attenendo a sfere personali, non sembra ipotizzabile rispetto a esse [...] un dovere di comunicazione al pubblico» (cfr. BARTALENA-ROMANO, *Sulla disciplina penale dell'insider trading*, cit., p. 671); secondo un diverso indirizzo, che valorizza l'equiparazione (su cui *infra*) tra *corporate* e *market information*, qualunque notizia in grado di attribuire una apprezzabile vantaggio al possesso, indipendentemente dall'obbligo di comunicazione a carico della società, costituisce informazione privilegiata (cfr. SEMINARA, *Il reato di insider trading tra obbligo di astensione e divieto di utilizzazione*, cit., p. 325, nt. 6; evidenzia la diversa portata tra obblighi di *disclosure* e divieto di *insider trading*, pur sotto la vigenza della l. 157/1991, GALLI S., *Insider trading: un primo commento*, cit., p. 957).

⁴¹⁹ Si pensi, a titolo d'esempio, a decisioni della banca centrale sui tassi d'interesse, dati e statistiche diffusi da istituzioni pubbliche, variazioni del segmento di mercato in cui le azioni dell'emittente sono negoziate o modifiche delle modalità di negoziazione o una variazione dei market maker o delle condizioni di trading.

⁴²⁰ Cfr. BARTALENA A., voce *Insider trading*, in *Dig. disc. priv., Sez. comm.*, Torino, 2000, p. 414.

⁴²¹ Vedasi oggi l'art. 7, par. 1, lett. a), Reg. (Ue) n. 596/2014, il quale chiaramente individua l'oggetto dell'informazione privilegiata in *qualsiasi* notizia «che non è stata resa pubblica, concernente, direttamente o indirettamente, uno o più emittenti o uno o più strumenti finanziari, e che, se resa pubblica, potrebbe avere un effetto significativo sui prezzi di tali strumenti finanziari o sui prezzi di strumenti finanziari derivati collegati».

⁴²² V. GIAVAZZI, *L'abuso di informazioni privilegiate*, cit., p. 696.

Ai sensi dell'art. 7, par. 2, del reg. (UE) n. 596/2014 il connotato della «precisione» postula il ricorrere di due condizioni.

L'informazione deve innanzitutto riguardare una serie di circostanze o eventi *esistenti o verificatisi*, oppure che si possa *ragionevolmente ritenere che si produrranno o si verificheranno*. La disposizione identifica in tal modo un riferimento temporale non solo attuale (circostanze esistenti; evento verificatosi), ma anche futuro (circostanze o eventi il cui accadimento è ragionevolmente prevedibile)⁴²³, configurando quindi la nozione di «informazione privilegiata» in una dimensione dinamica.

Per quanto il riferimento alla circostanza o all'evento futuro possa apparire apprezzabile, nella misura in cui consente di «colpire» il «momento più critico nel quale può realizzarsi il vantaggio conoscitivo» – ossia quello in cui la notizia «è in via di formazione e riguarda eventi non ancora verificatisi»⁴²⁴ –, non può peraltro tacersi che la proiezione anche verso il *futuro* dell'informazione rappresenti un «elemento ad alto rischio di indeterminatezza»⁴²⁵, soprattutto in considerazione del fatto che il legislatore aggancia la rilevanza dei fatti futuri a un parametro estremamente ambiguo, quale quello della «ragionevole prevedibilità», che si presta ad ampie manovre interpretative⁴²⁶.

La valenza selettiva del requisito della «precisione» si coglie laddove il «riferimento fattuale»⁴²⁷ – a una «circostanza» o a un «evento» – sia correlato a un contenuto informativo connotato da un elevato grado di oggettività e di certezza⁴²⁸, in quanto fondato su un sostrato storico-empirico che, sulla base degli elementi già disponibili, risulti concretamente riscontrabile⁴²⁹: non integrano pertanto una «informazione privilegiata» le notizie vaghe, le mere «voci» non suffragate da dati storico-oggettivi⁴³⁰, o le semplici valutazioni e previsioni personali derivanti da

⁴²³ Per contro, non vale a integrare il requisito della precisione un evento futuro del tutto *incerto* nel suo verificarsi: cfr. GAMBARDELLA, *Condotte economiche*, cit., p. 313.

⁴²⁴ In questi termini, ZANNOTTI, *Diritto penale dell'economia*, cit. p. 424, che richiama l'esempio della notizia riguardante l'imminente lancio di un'o.p.a. da parte di una società quotata, oppure della notizia relativa ad un piano strategico di riposizionamento produttivo della società emittente, oppure ancora dell'informazione concernente la decisione di prorogare i termini dell'esercizio di un *warrant*).

⁴²⁵ Così SGUBBI, voce *Abusi di mercato*, cit., p. 16.

⁴²⁶ Sui correttivi per meglio perimetrare la locuzione di futuro «ragionevolmente prevedibile», per tutti, cfr. TRIPODI, *Informazioni privilegiate*, cit., p. 237 ss.

⁴²⁷ Così SGUBBI, *op. ult. cit.*, p. 14. Parla di un radicamento fattuale anche MUCCIARELLI, *L'abuso di informazioni privilegiate*, cit., p. 1467.

⁴²⁸ Pur non potendosi ovviamente pretendere che l'informazione «risponda a contenuti di assoluta certezza»: Seminara, *Disclose or abstain?*, cit., p. 336.

⁴²⁹ Come infatti chiarito dalla Corte di Giustizia, la concreta possibilità che si verifichi la circostanza o l'evento oggetto di informazione va apprezzata «sulla base di una valutazione globale degli elementi già disponibili», tale da consentire di affermare che «[...] vi sia una concreta prospettiva che essi verranno ad esistere o che si verificheranno»: cfr. CGUE, 28 giugno 2012, n. C-19/11

⁴³⁰ Coerentemente con la *voluntas legis* di garantire un radicamento fattuale al requisito della precisione, secondo SANDRELLI G.G., *I reati di market abuse*, in *Resp. amm. soc. enti*, 2006, n. 1, p. 67, rileverebbe,

elaborazioni teoriche su dati di dominio pubblico etc.⁴³¹, oppure ancora notizie concernenti circostanze inesistenti⁴³².

L'art. 7, par. 2 e par. 3, reg. (UE) n. 596/2014 traspone sul piano precettivo il contenuto del considerando n. 16⁴³³ e precisa che, ricorrendo tutti i requisiti prescritti, può costituire una «informazione privilegiata» anche una *tappa intermedia in un processo prolungato*.

Nel contesto di un processo decisionale complesso, articolato in una pluralità di fasi e passaggi intermedi (si pensi alla stipula di un contratto, a un'operazione di fusione, alla sostituzione di un amministratore delegato etc.: in tal senso, particolarmente eloquente è l'esemplificazione contenuta nel considerando n. 17⁴³⁴),

ai fini della qualificazione di un dato come informazione privilegiata, «un accordo concluso, non la formale conclusione del contratto da esso discendente».

⁴³¹ Cfr. MUCCIARELLI F., *Abuso di informazioni privilegiate e manipolazioni del mercato*, cit., p. 1467; SEMINARA, *La tutela penale*, cit., p. 627 ss.; SGUBBI, *Il risparmio come oggetto di tutela penale*, cit., p. 340 ss. Con riguardo specifico all'irrelevanza di operazioni basate su ricerche e valutazioni, a loro volta effettuate su dati di dominio pubblico, cfr. considerando n. 28, reg. (UE) n. 596/2014: tale lettura impostazione, come correttamente osservato, pare del resto coerente con «l'idea di fondo, per cui la repressione dell'*insider trading* ha di mira i vantaggi conoscitivi "di posizione", e non le asimmetrie che discendano da una superiore capacità di assemblaggio e interpretazione di dati accessibili a chiunque» (così NAPOLEONI, voce *Insider trading*, p. 584). In ossequio a Cass. civ., sez. II, 5 luglio 2016, n. 13662, in *ilsocietario.it*, 9 settembre 2016, con nota di ZANCHI M., *La divulgazione della raccomandazione in materia di investimenti*, costituisce «informazione privilegiata», ai sensi dell'art. 181, l'informazione di carattere preciso circa l'imminente pubblicazione, da parte di un'autorevole azienda di servizi finanziari, di uno studio di analisi iniziale relativo a società quotata sul mercato azionario, trattandosi di notizia idonea ad influire sui prezzi dei titoli.

⁴³² Come chiarito in giurisprudenza, «poiché [...] la comunicazione di informazioni privilegiate è punibile soltanto con riferimento ad eventi accaduti o a circostanze che siano in atto "esistenti", oppure a circostanze od eventi ragionevolmente prevedibili nel futuro, deve concludersi che la notizia avente ad oggetto un complesso di circostanze inesistenti, falsamente date come attuali, esula dal modello descrittivo tracciato dalla norma» (cfr. Cass., sez. V, 7 dicembre 2012, n. 49362, in *Cass. pen.*, 2013, fasc. 11, p. 4113 ss., con nota di PAOLONI L., *Il momento consumativo del reato di manipolazione del mercato*: trattasi della pronuncia della Cassazione nel caso Unipol, in tema di *market manipulation*).

⁴³³ A mente del considerando n. 16, Reg. (Ue) n. 596/2014: «Se l'informazione privilegiata concerne un processo che si svolge in più fasi, ciascuna di queste fasi, come pure l'insieme del processo, può costituire un'informazione privilegiata. Una fase intermedia in un processo prolungato può essere costituita da una serie di circostanze o un evento esistente o che, in una prospettiva realistica fondata su una valutazione complessiva dei fattori esistenti al momento pertinente, esisterà o si verificherà. Tuttavia, questa nozione non dovrebbe essere interpretata nel senso che si debba prendere in considerazione l'entità dell'effetto di quella serie di circostanze o di quell'evento sui prezzi degli strumenti finanziari in questione. Una fase intermedia dovrebbe essere considerata un'informazione privilegiata se risponde ai criteri stabiliti nel presente regolamento riguardo alle informazioni privilegiate»

⁴³⁴ Secondo il quale «Le informazioni relative a un evento o a una serie di circostanze che costituiscono una fase intermedia in un processo prolungato possono riguardare, ad esempio, lo stato delle negoziazioni contrattuali, le condizioni contrattuali provvisoriamente convenute, la possibilità di collocare strumenti finanziari, le condizioni alle quali tali strumenti sono venduti, le condizioni provvisorie per la collocazione di strumenti finanziari, o la possibilità che uno strumento finanziario sia

assume rilievo quale «informazione privilegiata» non solo la notizia concernente la conclusione del processo, ma anche quella riguardante una o più fasi del medesimo *iter* decisionale⁴³⁵.

Il secondo requisito postulato dall'art. 7, par. 2, reg. (UE) n. 596/2014, affinché un'informazione possa considerarsi «precisa», si compendia nella necessità che essa sia *sufficientemente specifica*: ossia che abbia un contenuto determinato e circostanziato, tale da consentire a un investitore ragionevole⁴³⁶ di trarre *conclusioni univoche* in ordine al possibile effetto sui prezzi degli strumenti finanziari o del relativo strumento finanziario derivato, dei contratti a pronti su merci collegati o dei prodotti oggetto d'asta sulla base delle quote di emissioni: evidente, pertanto, il legame biunivoco che avvince la *specificità* dell'informazione al requisito della sua *price sensitivity*⁴³⁷.

Dal punto di vista della specificità, esulano dal concetto di «informazione privilegiata» i semplici *rumors*, il cui carattere intrinsecamente equivoco impedisce la formulazione di giudizi di probabilità – se non di certezza – in ordine all'impatto degli stessi sui prezzi degli strumenti finanziari⁴³⁸.

Ai fini dell'integrazione di una notizia «precisa» – e, quindi, potenzialmente riconducibile alla nozione di «informazione privilegiata» – è sufficiente che la stessa, ancorché non “vera”, risulti *credibile* dai destinatari della stessa e che, se diffusa all'esterno, possa avere una concreta rilevanza sui prezzi del mercato⁴³⁹. Peraltro, laddove la notizia risulti *intrinsecamente falsa o distorta*, l'utilizzo della stessa non

incluso in un indice principale o la cancellazione di uno strumento finanziario da un tale indice». Sulla rilevanza delle trattative come possibili «informazioni privilegiate», cfr. PICONE L., *Trattative*, due diligence ed obblighi informativi delle società quotate, in *Banca, borsa, titoli di credito*, 2004, fasc. 2, p. 234 ss.

⁴³⁵ Sul tema dell'informazione privilegiata all'interno dei processi prolungati, oltre alle già richiamate voci dottrinarie in tema di *insider* “di se stesso” (cfr. *supra*, par. 4), vedasi l'approfondito lavoro di GILOTTA S.-RAFFAELE F., *Informazione privilegiata e “processi prolungati” dopo la Market Abuse Regulation*, in *Riv. soc.* 2018, fasc. 1, p. 83 ss., anche per i relativi richiami bibliografici e giurisprudenziali.

⁴³⁶ Sulla cui nozione, v. *infra*, par. 5.4.

⁴³⁷ In questi termini, D'ALESSANDRO, *Regolatori del mercato*, cit., p. 116; v. altresì AMATI, *Abusi di mercato*, cit., p. 89. Nonostante la verifica della “specificità” dell'informazione dovrebbe essere logicamente precedente rispetto alla verifica circa l'idoneità alterativa della notizia sulla formazione dei prezzi degli strumenti finanziari, «in concreto» il «“valore aggiunto”» della specificità «pare piuttosto modesto, rimanendo [...] normalmente assorbita» nella verifica sull'idoneità alterativa dei prezzi: in questi termini, NAPOLEONI, voce *Insider trading*, cit., p. 585.

⁴³⁸ Trib. Milano, 31 ottobre 2011, in *Dir. pen. cont.* (p. 11), relativa al caso Unipol. Trattasi di orientamento pressoché unanime in dottrina: *ex multis*, cfr. MUCCIARELLI, *L'abuso di informazioni privilegiate*, cit., p. 1467; SANDRELLI, *I reati di market abuse*, cit., p. 67, nt. 1.

⁴³⁹ Trib. Milano, cit., p. 178. In dottrina, v. PEDERZINI E., *Art. 181 Tuf*, in Id. (a cura di), *La disciplina degli abusi di mercato (legge 18 aprile 2005, n. 62). Commentario sistematico*, in *Le nuove leggi civ. comm.*, 2007, p. 1025.

pare riconducibile allo spettro applicativo dell'*insider trading*, potendosi eventualmente ipotizzare la sussistenza di una manipolazione del mercato⁴⁴⁰.

Ad ogni modo, il riconoscimento del carattere della precisione non è subordinato alla circostanza che l'informazione sia *completa e dettagliata*⁴⁴¹: la notizia potrebbe anche essere solo *parziale*, oppure non perfettamente definita in tutti i suoi aspetti. Ciò che conta è che la stessa presenti una *idoneità* in termini di impatto sul mercato, allorché dovesse essere pubblicizzata⁴⁴².

Alla luce di quanto esposto, può richiamarsi la sopracitata distinzione tra *hard, soft e very soft information*, per concludere nel senso che possono integrare delle informazioni privilegiate, in quanto *precise*, solamente le notizie riconducibili alle prime due categorie descrittive, *hard e soft information*: oltre – ovviamente – alle notizie aventi a oggetto eventi o circostanze già verificatesi (*hard information*), possono senz'altro essere precisi anche quei contributi conoscitivi, pur ancora non accaduti, in relazione ai quali possa predicarsi un giudizio di *ragionevole probabilità di verifica*⁴⁴³. Per contro, difettano del requisito della precisione tutte quelle notizie che non superano il rango di mere «ipotesi», ragionevolmente non destinate a verificarsi in futuro⁴⁴⁴.

5.2. (segue): la natura «non pubblica» dell'informazione.

Se quello della precisione è elemento qualificatorio dell'informazione a livello *contenutistico*, l'indisponibilità dell'informazione al pubblico rappresenta un requisito «*esteriore e contingente*»⁴⁴⁵ che costituisce a sua volta il presupposto logico dell'incriminazione, in quanto è l'elemento sul quale si fonda il vantaggio conoscitivo dell'*insider*: qualora l'informazione venisse diffusa nel pubblico, essa perderebbe infatti la sua qualità tipica rispetto alla norma incriminatrice.

⁴⁴⁰ Sul punto, v. TRIPODI, *op. ult. cit.*, p. 232; GIAVAZZI, *L'abuso di informazioni privilegiate*, cit., p. 702-703.

⁴⁴¹ Ad esempio, il progetto di avvicinamento alla società *target* tramite un'OPA può essere considerato un'informazione di carattere preciso anche qualora l'offerente non abbia ancora deciso il prezzo dell'OPA. Cfr. AMATI, *op. ult. cit.*, p. 89; SGUBBI, *op. ult. cit.*, p. 15; nonché SEMINARA, *Disclose or abstain?*, cit., p. 334-335. Come chiariva

⁴⁴² Con riferimento alle notizie *parziali*, propone GIAVAZZI, *op. ult. cit.*, p. 700, di considerare «informazioni privilegiate» solo quei dati conoscitivi che «per la loro natura e tipologia, il mercato recepisce in tempi rapidi: quelle che, non appena conosciute sono utilizzate dagli investitori nelle loro decisioni di investimento, consentendo quindi di decidere di investire senza o con un rischio finanziario molto basso».

⁴⁴³ In questi termini, ACCINNI G.P., *La "nuova" disciplina dell'informazione privilegiata*, in *Resp. amm. soc. enti*, 2006, fasc. 4, p. 49.

⁴⁴⁴ Sul punto, oltre a GIAVAZZI, *op. ult. cit.*, p. 702, v. altresì D'ALESSANDRO, *Regolatori del mercato*, cit., p. 117; AMATI, *Abusi di mercato*, cit., p. 91; SEMINARA, *La tutela penale del mercato finanziario*, cit., p. 627 ss.; SGUBBI, *op. ult. cit.*, p. 16, nonché (pur con riferimento alla disciplina *ante* d.lgs. 58/1998) BARTULLI-ROMANO, *Sulla disciplina penale dell'insider trading*, cit., p. 670.

⁴⁴⁵ In questi termini SEMINARA, *Informazione finanziaria e mercato*, cit., p. 260.

La qualificazione normativa dell'informazione nel senso che essa «non è stata resa pubblica» comporta che: a) l'oggetto della pubblicità idonea a screditare la qualità privilegiata dell'informazione non è quella riguardante una qualsiasi notizia di natura finanziaria, ma soltanto quella che conserva i requisiti di determinatezza e di specificità; b) non può predicarsi la «disponibilità al pubblico» a proposito dell'informazione circolata in trattative riservate che, per definizione, non assumono il contorno di informazione diretta al pubblico o a questi resa disponibile; c) l'informazione assistita dal privilegio informativo è quella che trasferisce un *ragguaglio idoneo ad un impiego operativo*, capace di promuovere la decisione d'investimento proficuo; d) la *pubblicità non riguarda un astratto e indeterminato novero di persone*, bensì – per rimanere nel contesto definitorio disposto dal legislatore – quel complesso di soggetti che l'attuale disposizione (ritenuta sostanzialmente ricognitiva dell'interpretazione già presente nell'applicazione della previgente norma) raggruppa nella categoria dell'*investitore ragionevole*⁴⁴⁶.

Infine, il requisito della notorietà dell'informazione implica che la stessa, ancorché non effettivamente conosciuta dal pubblico, risulti tuttavia *concretamente accessibile*⁴⁴⁷ agli operatori del mercato: l'opposta soluzione della *effettiva* conoscenza della notizia da parte del pubblico, del resto, recherebbe con sé delle difficoltà probatorie non superabili⁴⁴⁸.

L'assenza di notorietà della notizia è l'elemento nel quale, con maggiore evidenza, si manifestano i problemi di coordinamento tra la disciplina delle comunicazioni al pubblico, di cui all'art. 114 t.u.f. e 17 del Reg. (Ue) n. 596/2014⁴⁴⁹, e

⁴⁴⁶ Come infatti precisato dalla Suprema Corte, «Il concetto di "pubblico" non sta a significare - nel contesto della fattispecie criminosa - l'universalità dei soggetti, bensì un numero indeterminabile di persone ovvero un ambito esteso contrassegnato da una sua potenziale estensione in guisa diffusiva» (così Cass., sent. 8588/2010, cit.).

⁴⁴⁷ Nel senso che non sarebbe sufficiente una mera *accessibilità astratta* all'informazione, v. GIAVAZZI, *op. ult. cit.*, p. 711; v. altresì SGUBBI, *Le disposizioni generali*, in SGUBBI-FONDAROLI-TRIPODI, *Diritto penale del mercato finanziario*, cit., p. 16, secondo il quale «principio generale è [...] quello secondo cui l'informazione cessa di essere privilegiata quando risulta concretamente accessibile al pubblico». Nella medesima direzione, SEMINARA, *Il reato di insider trading*, cit., p. 325. Vedasi altresì LERNER R., *La diffusione delle informazioni «price sensitive» fra informazione societaria e informazione riservata*, in *Soc.*, 1999, p. 142 ss.

⁴⁴⁸ A differenza invece di quanto richiesto dall'originaria formulazione dell'art. 180, co. 3, (*ante* l. 62/2005) il quale si riferiva alla informazione «di cui il pubblico non dispone». In tal senso, la locuzione utilizzata nella fattispecie attualmente vigente (informazione «che non è stata resa pubblica») risulta contenutisticamente coincidente rispetto a quella contenuta nell'art. 3, l. 157/1991 (ove si richiamava l'informazione «che non sia stata resa pubblica») e che, in ossequio alla dottrina prevalente, veniva interpretata nel senso che fosse sufficiente l'*accessibilità* della notizia: cfr. BARTULLI-ROMANO, *Sulla disciplina penale dell'insider trading*, cit., p. 672; GALLI, *Insider trading*, cit., p. 958. Sul punto, D'ALESSANDRO, *Regolatori del mercato*, cit., p. 120.

⁴⁴⁹ Come correttamente evidenziato in dottrina (cfr. CONSULICH-MUCCIARELLI, *Informazione e tutela penale*, cit., p. 179 ss.) l'art. 17 del MAR precisa, rispetto al passato, che l'emittente è tenuto a garantire «che le informazioni privilegiate siano rese pubbliche secondo modalità che consentano un accesso rapido e una valutazione completa, corretta e tempestiva delle informazioni da parte del pubblico».

il divieto di *insider trading*, di cui agli artt. 184 e 187-*bis* t.u.f.: l'obbligo di informazione continua e il divieto di *insider trading* risultano infatti strettamente collegati, esprimendo due distinti momenti di contrasto ai fenomeni di approfittamento di vantaggi informativi, l'uno preventivo e l'altro repressivo⁴⁵⁰.

Occorre allora domandarsi se la perdita della natura privilegiata, per intervenuta diffusione nel pubblico della notizia, presupponga o meno una comunicazione *ufficiale* della notizia medesima: se così fosse, la notizia manterrebbe il proprio *status* privilegiato sino a che la stessa non venga diffusa attraverso i canali ufficiali dall'emittente.

Nonostante il legislatore sovranazionale – e a ruota, quello nazionale – abbia optato per un'unica nozione di «informazione privilegiata», rilevante ai fini sia dell'obbligo di *disclosure* degli emittenti – ai sensi dell'art. 114, dedicato alle comunicazioni al pubblico, il quale rinvia all'art. 17, reg. (UE) n. 596/2014 –, sia della portata del divieto di *insider trading*, la dottrina prevalente ha da tempo risolto in senso negativo il quesito, escludendo un rapporto di “sovrapposizione” tra le due discipline⁴⁵¹: la divulgazione della notizia secondo le modalità indicate dall'art. 17 *MAR* (a sua volta richiamato dall'art. 114 t.u.f.), è *la principale via* di pubblicazione dell'informazione, ma *non l'unica*⁴⁵².

L'obbligo di *disclosure*, inoltre, viene espressamente esteso anche «agli emittenti che hanno chiesto o autorizzato l'ammissione dei loro strumenti finanziari alla negoziazione su un mercato regolamentato in uno Stato membro o, nel caso di uno strumento negoziato solo su un MTF o su un OTF, agli emittenti che hanno autorizzato la negoziazione dei loro strumenti finanziari su un MTF o su un OTF o che hanno chiesto l'ammissione dei loro strumenti finanziari alla negoziazione su un MTF in uno Stato membro».

⁴⁵⁰ Così NAPOLEONI, voce *Insider trading*, cit., p. 586. Vedasi altresì FANELLI G., *Insider trading, informazione sul mercato ed aspetti sostanziali e processual-penalistici in materia*, in *Riv. pen.*, 2002, p. 10 ss.; RIGOTTI, *L'abuso di informazioni privilegiate*, cit., p. 1353.

⁴⁵¹ Sottolinea (con riferimento all'assetto normativo *ante* d.lgs. 107/2018) la “fallacia” dell'equiparazione tra l'obbligo *ex art.* 114 e i divieti *ex artt.* 184 e 187-*bis*, in quanto «conduce ad una sovrapposizione delle due problematiche nonostante la diversità dei loro obiettivi e dei loro presupposti», SEMINARA, *Disclose or abstain?*, cit., p. 334 e ss. Cfr. altresì ID., *Informazione finanziaria*, cit., p. 259; AMATI, *Abusi di mercato*, cit., p. 94-95; D'ALESSANDRO, *op. ult. cit.*, p. 119-120; GIAVAZZI, *op. ult. cit.*, p. 710-711; NAPOLEONI, voce *Insider trading*, cit., p. 586; TRIPODI, *op. ult. cit.*, p. 268. *Contra*, MUCCIARELLI, *L'informazione societaria*, cit., p. 745 ss. (in particolare, p. 753-754), secondo il quale la norma dell'art. 114 t.u.f. «si pone in qualche misura come contrappunto speculare alle disposizioni che reprimono i fatti di *insider trading*, posto che le notizie, per tal modo obbligatoriamente rese di pubblico dominio, sono sostanzialmente quelle riconducibili alla nozione tipica di informazione privilegiata *ex art.* 180, comma 3° [...]»: di talché, «l'avvenuta comunicazione della notizia al pubblico nelle forme normativamente previste fa perdere alla notizia stessa il requisito tipizzante dell'essere “privilegiata” [...]». Così anche VENAFFRO, *Il nuovo oggetto di tutela*, cit., p. 948 ss., secondo la quale la novella del 2005 avrebbe chiaramente indicato come «il momento nel quale l'informazione perde il suo carattere privilegiato non è più [...] collegato all'effettiva conoscenza o conoscibilità [...], bensì ad un momento formalmente identificabile con certezza quale è quello in cui la notizia è stata resa pubblica *ex art.* 114 TUF».

⁴⁵² Osserva infatti SGUBBI, voce *Abusi di mercato*, cit., p. 18, che il corretto adempimento degli obblighi di comunicazione, *ex art.* 114 t.u.f., «è esemplificazione» della perdita della natura privilegiata dell'informazione, e del suo divenire concretamente accessibile.

Basti ricordare, ad esempio, le *market information*: si tratta di notizie “esterne” all’emittente, la cui diffusione è (fisiologicamente) estranea ai meccanismi di cui al binomio art. 114 t.u.f.-17 MAR, eppure non vi sono dubbi – come chiarito *supra* – che possano essere qualificate come privilegiate⁴⁵³.

Peraltro, neppure con riferimento alle *corporate information* si registra un legame biunivoco tra divieto di *insider trading* e obbligo di *disclosure*. Nell’ambito dei c.d. processi prolungati, ben potrebbe accadere infatti che il raggiungimento di un determinato *step* nelle trattative, pur non rientrando tra le notizie oggetto di obbligo informativo possa ciò nondimeno avere degli effetti sui prezzi degli strumenti finanziari, laddove divulgato (al di fuori dei canali ufficiali). Allo stesso modo – e più in generale – «vi sono informazioni che sono rese pubbliche perché comunicate impropriamente a un soggetto terzo, estraneo all’emittente, o che, semplicemente, non devono essere comunicate»⁴⁵⁴.

5.3. (segue): l’oggetto dell’informazione privilegiata: l’attinenza a emittenti o a strumenti finanziari

All’esito delle modifiche apportate dal d.lgs. 107/2018 al t.u.f., il tentativo di addivenire ad una puntuale perimetrazione dell’ambito applicativo degli illeciti – penale e amministrativo – di *insider trading* impone una complessa operazione di ricostruzione normativa che, risalendo attraverso la “catena” di rinvii operati sia *internamente* (tra le disposizioni del t.u.f.), sia *esternamente* (dalle disposizioni del t.u.f. alle indicazioni del MAR o ad altri contesti normativi, come il d.lgs. 231/2001), consente di tracciare – in modo più o meno sicuro – l’attuale area di operatività dell’art. 184 e dell’art. 187-bis t.u.f.

Il crocevia nel quale convergono le diverse linee definitorio-normative, dal cui intreccio emerge la portata applicativa del divieto di *insider trading*, si rinviene nell’art. 180 t.u.f. che, non a caso, è rubricato «Definizioni»⁴⁵⁵. La citata disposizione infatti, oltre a fornire – come già evidenziato *supra* – l’appiglio normativo su qui poggia il

⁴⁵³ La differenza tra *corporate* e *market information*, dall’angolo visuale degli obblighi di *disclosure*, è ben espressa a livello normativo. L’art. 17, par. 1, reg. (UE) n. 596/2014, al quale rinvia direttamente l’art. 114, co. 1, circostringe infatti l’obbligo di comunicazione alle sole informazioni privilegiate che riguardano «direttamente» l’emittente interessato (con esclusione, quindi, delle notizie riconducibili alla categoria della *market information*), mentre il divieto di *insider trading*, in mancanza di indicazioni normative volte a limitarne la portata, concerne anche le informazioni inerenti – non solo direttamente, ma anche indirettamente – tanto gli emittenti quanto gli strumenti finanziari (cfr. art. 180, co. 1, lett. b-ter, che rinvia all’art. 7, par. 1-4, reg. (UE) n. 596/2014).

⁴⁵⁴ Così GIAVAZZI, *op. ult. cit.*, p. 710, il quale peraltro ricorda che la prima proposta del MAR specificamente evidenziava la possibilità di commettere *insider trading* in relazione a determinate informazioni, anche prima che scatti l’obbligo per l’emittente di comunicarle al mercato.

⁴⁵⁵ Per un’approfondita disamina dell’art. 180 t.u.f., così come modificato dal d.lgs. 107/2018, vedasi BARTOLUCCI M.A., *Le nuove definizioni e, in particolare, la nozione di informazione privilegiata*, in *Soc.*, 2019, fasc. 5, p. 547 ss.

rinvio alla definizione eurounitaria di «informazione privilegiata» (art. 180, co. 1, lett. b-ter), che richiama l'art. 7, par. da 1 a 4, *MAR*), contiene altresì l'indicazione di quali siano gli «strumenti finanziari» che costituiscono l'oggetto dell'informazione privilegiata (art. 180, co. 1, lett. a)), nonché costituisce – nuovamente – il *locus* nel quale risiede una pluralità di altri elementi normativi, integranti la portata dei divieti di *insider trading*, la cui definizione si rinviene, alternativamente, nel *MAR* o nel t.u.f.: il riferimento concerne il «contratto a pronti su merci» (lett. b, che rinvia all'art. 3, par. 1, punto 15, *MAR*); il «programma di riacquisto di azioni proprie» (lett. b-bis), con rinvio all'art. 132 t.u.f.); il c.d. «indice di riferimento (benchmark)» (lett. b-quarter), con rinvio all'art. 3, par. 1, punto 29, *MAR*); la «prassi di mercato ammessa» (lett. c), con rinvio all'art. 13 *MAR*); la c.d. «stabilizzazione» (lett. c-bis), il cui referente definitorio è rappresentato dall'art. 3, par. 2, *MAR*); la nozione di «emittente» (lett. c-ter), con rinvio all'art. 3, par. 1, punto 21, *MAR*); il concetto di «ente» (lett. d), con rinvio all'art. 1, d.lgs. 231/2001).

Premesso che, rispetto al precedente quadro normativo il concetto di «ente» è rimasto del tutto invariato⁴⁵⁶, gli altri termini o locuzioni – da “strumenti finanziari” a scendere, lungo l'elenco dell'art. 180 – costituiscono invece delle *autentiche* innovazioni – in quanto introducono delle ipotesi prima non contemplate –, oppure delle *parziali* novità – nella misura in cui s'innestano su un sostrato dispositivo esistente, *modulandone* il significato –: in entrambi i casi, con effetti *espansivi* dell'ambito operativo del divieto di *insider trading*⁴⁵⁷. Ovviamente, le intervenute innovazioni e rimodulazioni definitorie apportate dal d.lgs. 107/2018 – in adeguamento delle prescrizioni contenute nel *MAR* – sono soggette alla generale disciplina che regola la dimensione intertemporale delle modifiche normative incidenti in materia penale: nella misura in cui le disposizioni dell'art. 180 t.u.f. integrano le fattispecie incriminatrici di *insider trading* (e di *market manipulation*), la loro operatività temporale soggiace giocoforza al criterio dell'art. 2 c.p., allorché si rechino con sé un contenuto di sfavore per l'indagato/imputato.

Muovendo dunque “dall'alto”, in ossequio alla definizione stabilita dall'art. 180, co. 1, lett. a), t.u.f., la nozione di «strumento finanziario» – oggetto materiale dell'informazione privilegiata rilevante ai fini dell'illecito di *insider trading* – presenta una *portata più vasta* di quella originariamente prevista dal medesimo art. 180, co. 1, lett. a), t.u.f., a sua volta elaborata a partire dalle indicazioni contenute nella direttiva 2003/6/Ce⁴⁵⁸.

Mentre infatti la *MAD* delineava una nozione di «strumento finanziario» circoscritta agli strumenti ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato in uno Stato membro o per i quali fosse stata presentata una richiesta di ammissione alla

⁴⁵⁶ Non essendo stata rimaneggiata la definizione di cui all'art. 1, d.lgs. 231/2001.

⁴⁵⁷ La distinzione tra le tre diverse ipotesi – di mancata innovazione, di totale innovazione e di parziale innovazione rispetto all'assetto previgente – è proposta da BARTOLUCCI, *op. ult. cit.*, p. 547 ss.

⁴⁵⁸ Per un approfondimento in ottica penalistica del concetto di «strumenti finanziari», ancorché riferito all'assetto normativo *ante* d.lgs. 107/2018, v. FOFFANI, *sub art. 180*, cit., p. 715.

negoziato in un siffatto mercato, l'art. 2, par. 1, reg. (UE) n. 596/2014 amplia il perimetro della definizione, ricomprendendovi anche gli strumenti finanziari negoziati su un sistema multilaterale di negoziazione (*MTF*), ammessi alla negoziazione su un *MTF* o per i quali è stata presentata una richiesta di ammissione alla negoziazione su un *MTF* (lett. *b*)); gli strumenti finanziari negoziati su un sistema organizzato di negoziazione (*OTF*; lett. *c*)), nonché gli altri strumenti finanziari – diversi da quelli già richiamati – il cui prezzo o valore dipende da uno strumento finanziario di cui alle suddette lettere, ovvero ha un effetto su tale prezzo o valore, compresi, ma non in via esclusiva, i *credit default swap* e i contratti finanziari differenziali (lett. *d*)).

La ripartizione definitoria tracciata dal legislatore sovranazionale trova piena corrispondenza nell'elencazione contenuta nell'art. 180, co. 1, lett. *a*), il quale, a seguito delle opportune modifiche⁴⁵⁹ apportate dal d.lgs. n. 107/2018 e fermo il richiamo alla norma definitoria contenuta nell'art. 1, co. 2, t.u.f.⁴⁶⁰, si articola attualmente in quattro numeri, dedicati, rispettivamente, agli strumenti finanziari negoziati (o per i quali è stata richiesta l'ammissione alla negoziazione)⁴⁶¹ in mercati regolamentati (n. 1), in *MTF* (n. 2), in *OTF* (n. 2-*bis*) oppure negoziati al di fuori di sedi di negoziazione (*over the counter, OTC*), nonché gli strumenti *non quotati* in sedi di negoziazione ma il cui prezzo o valore dipende dal prezzo o dal valore di uno strumento finanziario ammesso in sede di negoziazione, ovvero ha un effetto su tale prezzo o valore, compresi, non in via esclusiva, i *credit default swap* e i contratti differenziali (n. 2-*ter*).

Giova sin d'ora anticipare che l'allineamento normativo operato dal legislatore italiano, con il d.lgs. 107/2018, rispetto alle indicazioni eurounitarie, si rivela – per così dire – “sbilenco” o “asimmetrico”: in ogni caso, platealmente confligente con la *MAD II*. Come si avrà modo di chiarire *infra*, all'ampliamento della nozione oggettiva di «*strumenti finanziari*» (rilevanti ai fini dell'applicazione delle disposizioni del Titolo I-*bis* del t.u.f.) sul versante definitorio, non ha tuttavia fatto seguito analoga equiparazione – pur prevista dal legislatore dell'Unione – sul versante *sanzionatorio*:

⁴⁵⁹ In dottrina era stata prontamente evidenziata «l'esigenza di aggiornamento dell'assetto normativo domestico, posto che *MAR* stabilisce che la disciplina, a differenza di quanto previsto nella precedente Direttiva 2003/6/CE che riguardava strumenti finanziari negoziati in mercati regolamentati, abbia un più vasto ambito di applicazione»: MUCCIARELLI, *Gli abusi di mercato riformati*, cit., p. 180.

⁴⁶⁰ L'attuale formulazione dell'art. 1, co. 2, t.u.f., dedicata volta a indicare cosa rientrasse nella nozione di (si noti, non a *definire* cosa si intendesse per) «strumenti finanziari», ha abbandonato la sua precedente configurazione strutturale, basata su una lunga e puntuale elencazione di figure che costituiscono “strumento finanziario” (ad es. le azioni, gli altri titoli rappresentativi di capitale di rischio, le obbligazioni, le quote di fondi comuni di investimento, i titoli normalmente negoziati sul mercato monetario etc.), a favore di un più “compatto” rinvio agli strumenti riportati «nella Sezione C dell'Allegato I», ferma la precisazione che «gli strumenti di pagamento non sono strumenti finanziari».

⁴⁶¹ Trattasi di precisazione normativa non irrilevante: come osservato in dottrina, infatti, «l'illiceità penale delle operazioni speculative poste in essere nella fase che precede la quotazione di titoli permane anche qualora l'*iter* di ammissione si concludesse negativamente, in particolare per la decisione di diniego di gestione del mercato»: così NAPOLEONI, *op. ult. cit.*, p. 588.

mentre infatti il compimento di una delle condotte tipizzate all'art. 184, co. 1, t.u.f., integra *delitto* allorché si riferiscano al mercato regolamentato (art. 180, co. 1, lett. a), n. 1), laddove siano commesse in relazione a una diversa *trading venue* (lett. a), n. 2, 2-*bis* e 2-*ter*)) costituiscono una mera *contravvenzione*, ai sensi dell'art. 184, co. 3-*bis*, t.u.f.

Con riferimento alla definizione di «*contratto a pronti su merci*» (art. 180, co. 1, lett. b), t.u.f.), qui rilevante nella misura in cui l'«informazione privilegiata» di cui all'art. 7, par. 1, lett. b), *MAR* (a sua volta richiamato dall'art. 180, co. 1, lett. b-*ter*), t.u.f.) può riguardare anche uno o più «strumenti derivati su merci» o «direttamente il contratto a pronti su merci collegato»⁴⁶², pare sufficiente evidenziare che il rinvio all'art. 3, par. 1, punto 15, *MAR*, conduce ad un ampliamento della portata della nozione che – a sua volta – si riverbera evidentemente sull'ambito applicativo dell'art. 184 t.u.f., allargandolo ulteriormente. In particolare, il legislatore eurounitario ricomprende nel concetto di “contratto a pronti su merci” non solo i contratti per la fornitura di merci negoziate su un mercato a pronti e che vengono prontamente consegnate al regolamento dell'operazione, ma altresì i contratti per la fornitura di beni che non siano uno strumento finanziario, ivi compreso un contratto a termine con consegna fisica del sottostante.

Sorvolando sulle nozioni sottostanti all'*inedita* locuzione «*programmi di riacquisto di azioni proprie*» e all'altrettanto *innovativo* concetto di c.d. «*stabilizzazione*» (art. 180, co. 1, rispettivamente, lett. b-*bis*) e lett. c-*bis*), t.u.f.), oltre che sulla rivisitazione in senso ampliativo che ha riguardato l'istituto delle «*prassi di mercato ammesse*» (lett. c), t.u.f.), tutte “figure” che incidono – limitando o escludendo – sull'operatività dei divieti di *insider trading*, un effetto chiaramente *espansivo* del penalmente rilevante è racchiuso nella *nuova* disposizione relativa agli «*indici di riferimento*».

Il Regolamento eurounitario (art. 3, par. 1, punto 29) – al quale il legislatore italiano integralmente rinvia (art. 180, co. 1, lett. b-*quater*), t.u.f.) – definisce il *benchmark* come «qualsiasi tasso, indice o numero, messo a disposizione del pubblico o pubblicato, che è determinato periodicamente o regolarmente applicando una formula al valore di una o più attività o prezzi sottostanti, comprese stime di prezzi, tassi d'interesse o altri valori effettivi o stimati, ovvero a sondaggi, e sulla base di tali elementi è determinato l'importo da corrispondere per uno strumento finanziario o il

⁴⁶² Pare opportuno richiamare la disposizione in parola. A mente dell'art. 7, par. 1, lett. b), *MAR*, per informazione privilegiata si intende «in relazione agli strumenti derivati su merci, un'informazione avente un carattere preciso, che non è stata resa pubblica, concernente, direttamente o indirettamente, uno o più di tali strumenti derivati o concernente direttamente il contratto a pronti su merci collegato, e che, se resa pubblica, potrebbe avere un effetto significativo sui prezzi di tali strumenti derivati o sui contratti a pronti su merci collegati e qualora si tratti di un'informazione che si possa ragionevolmente attendere sia comunicata o che debba essere obbligatoriamente comunicata conformemente alle disposizioni legislative o regolamentari dell'Unione o nazionali, alle regole di mercato, ai contratti, alle prassi o alle consuetudini, convenzionali sui pertinenti mercati degli strumenti derivati su merci o a pronti».

valore di uno strumento finanziario». Attesa l'impossibilità di affrontare *funditus*, in questa sede l'articolata, stratificata e complessa disciplina normativa dedicata ai *benchmark*, sia sufficiente rilevare che i primi commentatori della riforma del 2018 hanno accolto con favore l'estensione dell'art. 180 t.u.f. alle condotte connesse agli indici di riferimento «posta la significatività di tali indici in relazione alla loro *price sensitivity*»⁴⁶³.

5.4. (segue): la c.d. *price sensitivity*.

A mente dell'art. 7, par. 1, *MAR*, la qualifica di «informazione privilegiata» spetta alla notizia, attinente a uno o più emittenti o strumenti finanziari, avente carattere preciso, non resa pubblica e che, laddove diffusa «*potrebbe avere un effetto significativo sui prezzi di tali strumenti finanziari o sui prezzi di strumenti finanziari derivati collegati*».

In via preliminare, preme evidenziare che il Reg. (UE) n. 596/2014 ha modificato il tenore letterale della formula che, tradizionalmente, risulta compendiata nella locuzione «*price sensitivity*». L'art. 7, par. 1, lett. a) qualifica infatti come privilegiata l'informazione che «*potrebbe avere un effetto significativo sui prezzi*» degli strumenti finanziari, laddove la precedente formulazione, contenuta nell'art. 181, co. 1, (il quale, oggi abrogato dall'art. 4, co. 4, d.lgs. 107/2018, recepiva le indicazioni dell'art. 1, par. 2, direttiva 2003/124/Ce), ancorava la natura *price sensitive* al fatto che l'informazione «*potrebbe influire in modo sensibile sui prezzi*» degli strumenti finanziari.

A livello interpretativo è sorto il dubbio se la citata variazione letterale della formula abbia recato con sé un mutamento del contenuto sostanziale sotteso.

In particolare, secondo una prima linea ermeneutica, alla differente locuzione utilizzata per delineare il requisito della *price sensitivity* non parrebbe accompagnarsi un diverso contenuto sostanziale⁴⁶⁴. Seguendo tale impostazione, che sembra trovare un fondamentale ancoraggio normativo nella circostanza che nella versione *inglese* del *MAR* viene riprodotta esattamente la medesima formula già presente nella versione *inglese* della *MAD* – di talché la variazione lessicale, da «avere un effetto significativo» a «influire in modo sensibile», sarebbe l'esito di un autonomo processo di traduzione meramente *italiano*⁴⁶⁵ –, dovrebbe logicamente desumersi che il patrimonio interpretativo formatosi, per effetto dell'intenso sforzo dottrinario, attorno alla locuzione contenuta nell'art. 181 t.u.f. (*ante MAR*), sarebbe pienamente esportabile

⁴⁶³ Così MUCCIARELLI, *Gli abusi di mercato riformati*, cit., p. 180. Nello stesso senso CONSULICH, *Market manipulation*, cit., p. 558 ss.

⁴⁶⁴ Così LOMBARDO S., *L'informazione privilegiata*, in *Soc.*, 2016, fasc. 2, p. 14, nonché SEMINARA, *Diritto penale commerciale*, cit., p. 60, nt. 13.

⁴⁶⁵ Nella versione inglese, l'art. 1, par. 1, *MAD* definisce privilegiata l'informazione che, laddove diffusa, «*would be likely to have a significant effect on the prices*». In termini linguisticamente identici, l'art. 7, par. 1, lett. a) della versione inglese del *MAR* riporta che è privilegiata l'informazione che, una volta diffusa, «*would be likely to have a significant effect on the prices*».

anche nel contesto (lessicalmente diverso) dell'art. 7, par. 1, lett. a), MAR, al quale rinvia l'art. 180, co. 1, lett. b-ter), t.u.f.

In ossequio a una differente impostazione interpretativa, pur riconoscendosi che «non è certo facile scorgere tra le due clausole [...] una differenza contenutistica rilevante»⁴⁶⁶, sarebbe ciò nondimeno possibile cogliere una lieve sfumatura concettuale rispetto alla nozione ricavata dalla precedente formulazione dell'art. 181 t.u.f.

Più precisamente, la nuova locuzione sembrerebbe implicare «una connessione meno stretta del collegamento con il “prezzo”»⁴⁶⁷: l'utilizzo dell'aggettivo “significativo”, utilizzato per qualificare l'effetto dell'informazione sul prezzo, parrebbe infatti denotare un'efficienza causale della prima (l'informazione) sul secondo (il prezzo) meno stringente e più generica di quella espressa dal termine “influire”.

Quale che sia l'orientamento al quale s'intende aderire, un dato pare indiscutibile: la c.d. *price sensitivity* continua a rappresentare il «centro propulsore» della disciplina sugli abusi di mercato⁴⁶⁸ e, al contempo, il requisito più importante⁴⁶⁹ e tuttavia maggiormente problematico tra quelli che concorrono a comporre l'«informazione privilegiata»⁴⁷⁰.

La stimate di *indeterminatezza* che accompagna il requisito in esame, del resto, ha origini risalenti, potendosene rintracciare i primi riferimenti già sotto la vigenza della l. 157/1991⁴⁷¹. In quel contesto normativo la dottrina, inaugurando una linea interpretativa ancor'oggi seguita, ha per un verso precisato – mutuando lo schema di accertamento tipico dei reati di pericolo – che la valutazione in ordine alla *price sensitivity* della notizia dovesse essere condotta *in concreto* (e su *base parziale*: ossia considerando le sole circostanze conosciute o conoscibili da parte dell'agente) e in una prospettiva *ex ante*⁴⁷²; e, per altro verso, ha tuttavia evidenziato l'eccessiva elasticità di

⁴⁶⁶ In questi termini, CONSULICH-MUCCIARELLI, *Informazione e tutela penale*, cit., p. 179-180. Sul punto v. altresì BARTOLUCCI, *Le nuove definizioni*, cit., p. 547 ss.

⁴⁶⁷ CONSULICH-MUCCIARELLI, *op. loc. cit.*

⁴⁶⁸ In questi termini NISCO A., *Controlli sul mercato finanziario e responsabilità penale. Posizioni di garanzia e tutela del risparmio*, Bologna, 2009, p. 109.

⁴⁶⁹ Come correttamente evidenziato, pur sotto la vigenza della l. 157/1991, se anche l'informazione divulgata fosse «specifica e determinata», non avrebbe senso vietare il *trading*, od il *tipping*, compiuto in possesso di un'informazione ininfluenza sul prezzo dei valori mobiliari trattati»: così GALLI, *Insider trading: un primo commento*, cit., p. 955.

⁴⁷⁰ Cfr. NAPOLEONI, voce *Insider trading*, cit., p. 588; GIAVAZZI, *L'abuso di informazioni*, cit., p. 713. Nello stesso senso, BARTULLI, voce *Insider trading*, cit., p. 121, secondo il quale l'informazione privilegiata «ha nel *price-sensitive* il punto debole sul piano definitorio, che non potrà non ripercuotersi nel momento dell'accertamento giudiziario».

⁴⁷¹ Il più volte citato art. 3, l. 157/1991, già richiamava il requisito della *price sensitivity*, definendo “privilegiata” quell'informazione che «specifica di contenuto determinato, che non sia stata resa pubblica, concernente uno o più emittenti di valori mobiliari ovvero uno o più valori mobiliari, e che, se resa pubblica, sarebbe idonea ad influenzarne sensibilmente il prezzo».

⁴⁷² Cfr. BARTALENA, *Insider trading*, in COLOMBO-PORTALE, *Trattato delle società per azioni*, cit., p. 329; BARTULLI-ROMANO, *Sulla disciplina penale dell'insider trading*, cit., p. 672; GALLI, *op. ult. cit.*, p.

una clausola basata su un criterio *quantitativo*, come quello della influenza *sensibile* sui prezzi, tale da non consentire di selezionare con facilità *quali* categorie di notizie possano apparire *ex ante* idonee a influire sensibilmente sui prezzi, attesa la tendenziale multifattorialità dei condizionamenti dei mercati finanziari⁴⁷³.

Sulla compatibilità del requisito in esame – *medio tempore* confluito nel “nuovo” art. 180, l. 58/1998 – con il principio di legalità in materia penale (in particolare con il canone della tassatività), tenuto conto della sua indeterminatezza – peraltro acuita dalle scarse indicazioni giurisprudenziali⁴⁷⁴ –, è stata altresì sollecitata a pronunciarsi, mediante due ordinanze di rimessione⁴⁷⁵, la stessa Corte costituzionale che, tuttavia, ha dichiarato inammissibili le questioni in quanto tese a ottenere un intervento “creativo”, nella misura in cui sostanzialmente invitavano il Giudice delle leggi a riempire di contenuti i parametri necessari a individuare l’influenza “sensibile”⁴⁷⁶ e tenendo conto

957. Pur con riguardo alla disciplina *post* Direttiva 2003/6/Ce, cfr. FERRARINI, *La nuova disciplina europea*, cit., p. 54.

⁴⁷³ Sul punto, MANNO, *Profili penali*, cit., p. 64. Vedasi ZANNOTTI R., *L’insider trading finisce al vaglio della Corte costituzionale*, in *Dir. giust.*, 2003, p. 78 ss.

⁴⁷⁴ Cfr. G.u.p. Siracusa, in *Banca, borsa, titoli di credito*, 1998, fasc. 3, p. 319 ss., con nota di SEMINARA, *Il reato di insider trading*, cit., p. 324-327: in quel contesto, mentre la Consob riteneva doversi parametrare la *price sensitivity* al dato *quantitativo* di quanto vantaggio gli imputati avessero rispetto alla generalità degli investitori, il Giudice di Siracusa ha fatto ricorso a un criterio di tipo *qualitativo*, valorizzando cioè la capacità dell’informazione di fondare un giudizio prognostico in termini di certezza della variazione dei prezzi degli strumenti finanziari.

⁴⁷⁵ Trib. Siracusa, 10 giugno 2003, in *Riv. pen.*, 2003, p. 821 ss., con nota di CARMONA, *Al capolinea l’insider trading*, cit.; in *Soc.*, 2004, fasc. 4, p. 341 ss., con nota di GIAVAZZI S., *Insider trading: profili di incostituzionalità*; in *Cass. pen.*, 2004, fasc. 1, p. 238 ss., con nota di CAPELLI F., *L’insider trading e la legalità delegata: spunti sull’ammissibilità del ricorso al decreto legislativo in materia penale* e Trib. Roma, ord. 6 ottobre 2003, in *Dejure*. Entrambi i giudici rimettenti rilevavano l’incostituzionalità dell’art. 180 t.u.f., nella parte in cui non prevedeva «parametri sufficientemente determinati per stabilire quando l’influenza sul prezzo dei titoli determinata dalla condotta incriminata» fosse “sensibile”.

⁴⁷⁶ Corte cost., sent. 14 dicembre 2004, n. 382, in *Giur. comm.*, 2005, fasc. 1, p. 107 ss., con nota di CASSANI, *L’insider trading tra indeterminatezza ed eccesso di delega*, cit., e in *Dir. pen. proc.*, 2005, fasc. 2, p. 148 ss., con nota di DI CHIARA G., *Insider trading, inammissibili i dubbi di indeterminatezza della fattispecie*, ove la Corte ha evidenziato che «Nel denunciare un difetto di determinatezza della figura criminosa di cui all’art. 180 del d.lgs. n. 58 del 1998, connesso alla genericità del requisito dell’idoneità dell’informazione privilegiata ad influenzare «sensibilmente» il prezzo di strumenti finanziari, 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». Si noti peraltro che, quasi contestualmente alla pronuncia del Giudice delle leggi, sebbene con riferimento alla precedente disciplina della l. 157/1991, la Corte di Cassazione, nel ritenere manifestamente infondata la questione di legittimità proposta in relazione all’art. 5, l. 157/1991, per violazione degli art. 3 e 25 Cost., in ragione della mancanza di tassatività della fattispecie criminosa descrittiva di comportamenti qualificati rilevanti in quanto idonei a “provocare una sensibile alterazione

altresì che la disciplina sarebbe stata a stretto giro rivisitata dal legislatore, chiamato ad attuare le indicazioni comunitarie della *MAD*.

Il passaggio dall'art. 180, così come originariamente contemplato dal d.lgs. 58/1998, al “nuovo” art. 181 t.u.f., sulla scorta delle innovazioni introdotte dalla l. 62/2005, ha altresì segnato un mutamento fondamentale nell'approccio normativo al requisito della *price sensitivity*. Mentre l'art. 180, co. 3, t.u.f. – come anticipato poc'anzi – forniva un criterio *quantitativo* per la valutazione in ordine all'idoneità alterativa dell'informazione sul prezzo, racchiuso nella c.d. *influenza sensibile*, l'art. 181, comma 4, t.u.f., nel tentativo di meglio inquadrare il requisito in parola – sulla scia tracciata del maggior sforzo definitorio profuso a livello comunitario⁴⁷⁷, a sua volta condizionato dalla declinazione che tale elemento assume oltre oceano⁴⁷⁸ – fornisce una “metadefinizione”⁴⁷⁹ (o “sottodefinitone”, se si preferisce⁴⁸⁰) *qualitativa* della c.d. *price sensitivity*: possiede tale carattere solamente l'informazione «che presumibilmente un investitore ragionevole utilizzerebbe come uno degli elementi su cui fondare le proprie decisioni di investimento».

Come puntualmente evidenziato in dottrina, l'impegno definitorio non ha sortito gli effetti sperati: la formula normativa, inaugurata con la Direttiva 2203/124/Ce, confluita nell'art. 181, co. 4, t.u.f. e confermata – senza modifiche sostanziali – dall'art.

del prezzo di valori mobiliari”, evidenziava che «[...] il richiamo all'esigenza che siano "sensibili" le variazioni di mercato indotte contribuisce a connotare la condotta di alterazione e svolge quindi nella fattispecie una funzione meramente esplicativa degli elementi costitutivi dell'illiceità, rispetto alla quale è da ritenere tollerabile una maggiore elasticità espressiva, una volta individuato il tipico contenuto di disvalore del fatto» (cfr. Cass., sez. V, 25 gennaio 2005, n. 2279, in *Banca, borsa, titoli di credito*, 2006, fasc. 3, p. 265, con nota di RAGNI E.).

⁴⁷⁷ L'art. 1, par. 2, Direttiva 2003/124/Ce, nel precisare che cosa debba intendersi per informazione «[...] che, se resa pubblica, potrebbe influire in modo sensibile sui prezzi di tali strumenti finanziari ovvero sui prezzi di strumenti finanziari derivati connessi» (così come indicato dall'art. 1, par. 1, Direttiva 2003/6/Ce), afferma infatti che «si intende un'informazione che presumibilmente un investitore ragionevole utilizzerebbe come uno degli elementi su cui fondare le proprie decisioni di investimento».

⁴⁷⁸ Nella giurisprudenza statunitense il requisito in esame viene comunemente definito richiamando il concetto di *materiality*, ossia di “rilevanza”, a mente del quale «ad un *insider* è vietato l'utilizzo di informazioni non pubbliche [...] se esiste una sostanziale probabilità che un investitore ragionevole consideri il fatto omesso come importante per la sua decisione di investimento»: cfr. FERRARINI, *La nuova disciplina europea*, cit., p. 54. In realtà, a ben vedere, taluna parte della dottrina già sotto la vigenza della l. 157/1991 individuava nella *materiality* statunitense l'archetipo concettuale della *price sensitivity* europea, nonostante quest'ultima venisse ricostruita ricorrendo al parametro *quantitativo* della “influenza sensibile”: v. GALLI, *Insider trading: un primo commento*, cit., p. 955. In altri termini, il medesimo referente concettuale e linguistico della *materiality* è stato impiegato per rintracciare le origini tanto della definizione *quantitativa*, quanto di quella *qualitativa* di *price sensitivity*. Non è dunque un caso che recentemente sia stato suggerito – proprio a partire dalla nozione statunitense di *materiality* – che “influenza sensibile sui prezzi” e “investitore ragionevole” siano *due facce della stessa medaglia*, «come se intendessero affermare una corrispondenza tra gli effetti pronosticabili della diffusione della notizia e la reazione dell'investitore assunto come modello»: in questi termini, SEMINARA, *Diritto penale commerciale*, cit., p. 62.

⁴⁷⁹ In questi termini, MANNO, *op. ult. cit.*, p. 69.

⁴⁸⁰ In tal senso NAPOLEONI, *L'insider trading*, cit., p. 691.

7, par. 4, *MAR*⁴⁸¹, continua a palesare dei profili di inguaribile ambiguità⁴⁸² che la rendono ben poco utile allo scopo interpretativo⁴⁸³. Scorrendo rapidamente le censure formulate a livello interpretativo – per lo più sollevate in relazione al precedente assetto normativo ma, salvo quanto precisato, ampiamente riferibili anche all’attuale disciplina regolativa del *MAR* – può evidenziarsi che la critica di *indeterminatezza* del dato definitorio si manifesta in molteplici direzioni. Se è indubbiamente complicato – per non dire complesso – riuscire a tratteggiare in termini sicuri *quale* categoria di *reasonable investor* costituisca il referente soggettivo, tenuto conto della notevole variabilità tipologica degli attori operanti nel mercato⁴⁸⁴, ancor più “mitologica” appare la stessa figura dell’*investitore ragionevole*, strettamente correlata al postulato della *razionalità* delle scelte di investimento, a sua volta tipico corollario delle teorie del c.d. «mercato efficiente»⁴⁸⁵: di modo che il disvelamento della *reale irrazionalità* che guida gli investitori nelle operazioni di mercato rende evidente la consistenza ectoplasmatica

⁴⁸¹ Il legislatore eurounitario ribadisce che è *price sensitive* quell’informazione «che un investitore ragionevole probabilmente utilizzerebbe come uno degli elementi su cui basare le proprie decisioni di investimento».

⁴⁸² GIAVAZZI, *op. ult. cit.*, p. 717.

⁴⁸³ MUCCIARELLI, *L’abuso di informazioni privilegiate*, cit., p. 1467, secondo il quale la specificazione «oltre ad evocare uno stilema noto alla elaborazione dottrinarie e giurisprudenziale specialmente di matrice anglosassone, è a ben vedere di modesto aiuto».

⁴⁸⁴ La figura dell’investitore ragionevole risulta infatti inadatta ad assurgere ad archetipo definitorio dell’eterogenea schiera di investitori operanti sui mercati, tra di loro inevitabilmente distinti in ragione della diversa propensione al rischio, della differente cifra di razionalità individuale, delle distinte competenze personali, degli obiettivi di profitto etc., di talché occorre interrogarsi su *quale* tipologia di investitore avesse in mente il legislatore: investitori a breve, medio o lungo termini; investitori “semplici” o investitori professionali o ancora investitori istituzionali e via dicendo. Sul punto cfr. SEMINARA, *Insider trading e diritto penale*, cit., p. 203-211; ID., *Disclose or abstain?*, cit., p. 337 ss.; tra le diverse proposte interpretative, v. ANNUNZIATA, *Abusi di mercato e tutela del risparmio*, cit., p. 15; D’ALESSANDRO, *Regolatori del mercato*, cit., p. 125 ss.; DENOZZA F., *La nozione di informazione privilegiata tra «Shareholder Value» e «Socially Responsible Investing»*, in *Giur. comm.*, 2005, fasc. 5, p. 593 ss.; MAZZACUVA-AMATI, *Diritto penale dell’economia*, cit., p. 282 ss. NAPOLEONI, voce *Insider trading*, cit., p. 589; NISCO, *Controlli sul mercato finanziario e responsabilità penale*, cit., p. 113-114; RAGNI E., *Primi segnali di un’inversione di tendenza nell’esperienza applicativa del reato di insider trading*, in *Banca, borsa, titoli di credito*, 2003, fasc. 6, p. 742 ss.; SEPE M., *Profili evolutivi della disciplina dei mercati e la repressione degli abusi di mercato*, in CAPRIGLIONE F. (a cura di), *L’ordinamento finanziario*, Padova, 2005, p. 761, nt. 50; STRAMPELLI G., *L’informazione societaria a quindici anni dal T.U.F.: profili evolutivi e problemi*, in *Riv. soc.*, 2014, fasc. 5, p. 1011 ss.; ZANNOTTI, *Diritto penale dell’economia*, cit., p. 425.

⁴⁸⁵ Come efficacemente sintetizzato da MAGRO, *Manipolazioni dei mercati finanziari e diritto penale*, cit., p. 41, alla quale si rinvia per l’approfondita disamina (e la puntuale critica) delle teorie dell’investitore razionale nel contesto del libero mercato, le «teorie della scelta razionale si collegano idealmente alla concezione economica classica dell’efficienza del libero mercato, secondo la quale ogni individuo, quando agisce sul mercato per massimizzare il proprio benessere, contemporaneamente massimizza il benessere della società».

dell'«investitore ragionevole»⁴⁸⁶. Peraltro, l'evanescenza del parametro pare ulteriormente acuita dall'accostamento dell'avverbio «presumibilmente» all'aggettivo «ragionevole»: combinazione lessicale dalla evidente portata elastica, destinata ad ampliare ulteriormente lo spettro valutativo e ricostruttivo⁴⁸⁷.

Più in generale, già da un rapido raffronto tra la definizione di «informazione privilegiata» (art. 7, par. 1, lett. a), *MAR*) e la sotto-definizione di *price sensitiveness* (art. 7, par. 4, *MAR*) emerge una distonia di fondo: da un lato, viene riservata la qualifica di «informazione privilegiata» a quella notizia che, se resa pubblica, *da sola* potrebbe avere un effetto significativo sui prezzi; dall'altro, la definizione di notizia *price sensitive* viene accordata anche a quell'informazione che un investitore ragionevole probabilmente utilizzerebbe *come uno degli elementi* su cui basare le proprie decisioni di investimento⁴⁸⁸. Come osservato in dottrina, calata nel più ampio contesto dei *plurimi* elementi di cui l'investitore tiene conto allorché compie le proprie scelte di investimento, la mancata caratterizzazione in termini di particolare “rilevanza” dell'informazione potrebbe «attrarre nel perimetro di pressione punitiva anche notizie marginali o secondarie»⁴⁸⁹.

Quella linea ermenutica – *supra* ricordata – che enfatizza il *minor legame* della nuova locuzione («*avere un effetto significativo*») rispetto alla determinazione del prezzo degli strumenti finanziari, ritiene di trarre ulteriore argomento a favore dell'impostazione suggerita muovendo proprio dalla portata “multifattoriale” del giudizio che compie l'investitore⁴⁹⁰. Più precisamente, premesso che un “investitore ragionevole” tendenzialmente basa «le proprie decisioni di investimento sulle informazioni già in suo possesso, vale a dire su informazioni disponibili precedentemente», il considerando n. 14 *MAR* precisa, da un lato, che «per rispondere alla domanda se al momento di prendere una decisione di investimento un investitore ragionevole terrà verosimilmente conto di una determinata informazione, occorre basarsi sulle informazioni precedentemente disponibili»; e, dall'altro lato, che «nell'effettuare una tale analisi, occorre considerare l'impatto previsto dell'informazione alla luce dell'attività complessiva dell'emittente in questione,

⁴⁸⁶ Sui fattori che incidono nelle scelte d'investimento effettuate dal risparmiatore, cfr. SGUBBI, *Il risparmio come oggetto di tutela penale*, cit., p. 349 ss.

⁴⁸⁷ D'ALESSANDRO, *op. ult. cit.*, p. 122; SGUBBI, voce *Abusi di mercato*, cit., p. 20-21; MUCCIARELLI, *op. loc. cit.*

⁴⁸⁸ Tale sfasatura era già stata segnalata sotto la vigenza dell'assetto normativo *ante* d.lgs. 107/2018: cfr. SEMINARA, *Disclose or abstain?*, cit., p. 337-338.

⁴⁸⁹ Così NAPOLEONI, voce *Insider trading*, cit., p. 589, secondo il quale la spinta espansiva potrebbe essere limitata dall'utilizzo del verbo “fondare” (oggi, del verbo “basare”) «il quale [...] postula, di per sé, una forte capacità orientativa». Nello stesso senso BELLACOSA M., *Insider trading: manipolazione, abusi di mercato e responsabilità*, in *Dir. prat. soc.*, 2005, fasc. 11, p. 21. Evidenzia ZANNOTTI, *op. ult. cit.*, p. 426, come anche «l'aver basato la qualifica di informazione privilegiata sulla semplice *possibilità* di influire [...] sui prezzi costituisce indubbiamente un ampliamento non opportuno di un concetto già di per sé scarsamente afferrabile».

⁴⁹⁰ CONSULICH-MUCCIARELLI, *Informazione e tutela penale*, cit., p. 179 ss.

l'attendibilità della fonte di informazione, nonché ogni altra variabile di mercato che, nelle circostanze date, possa influire sugli strumenti finanziari, sui contratti a pronti sui mercati collegati o i prodotti oggetto d'asta sulla base delle quote di emissioni». In altri termini, laddove si esamini la nuova formulazione dell'art. 7, par. 1, lett. a), MAR (che, come detto, segna un avvicendamento tra il poter «influire in modo sensibile sui prezzi» e il poter avere «un effetto significativo sui prezzi») alla luce del considerando n. 14 MAR⁴⁹¹ emergerebbe che il carattere *price sensitive* è solo uno dei parametri di cui deve tenersi conto allorché debba essere valutata la sensibilità – o la materialità, o la rilevanza – di un'informazione rispetto alle opzioni decisionali che un investitore ragionevole può intraprendere⁴⁹².

La disciplina eurounitaria suggerirebbe – secondo l'impostazione interpretativa qui riportata – di intendere l'investitore ragionevole come «una figura retorica che personifica un giudizio di prognosi postuma [e a base totale] da condurre sul comportamento che avrebbe tenuto il mercato in presenza di un'informazione totale»⁴⁹³.

In effetti costituisce assunto condiviso quello per cui «l'accertamento da compiersi in ordine alla sussistenza della *price sensitivity* deve seguire lo schema della prognosi postuma»⁴⁹⁴, che tenga conto del «verosimile effetto della divulgazione nella congiuntura di mercato in cui l'azione di svolge»⁴⁹⁵. Tale impostazione consentirebbe

⁴⁹¹ Considerando n. 14 che, peraltro, ripercorre gli stilemi descrittivi già presenti nel considerando n. 1 della Direttiva 2003/124/Ce, a mente del quale «Un investitore ragionevole basa le proprie decisioni di investimento sulle informazioni già in suo possesso, ossia su informazioni disponibili ex ante. Pertanto, per rispondere alla domanda se al momento di prendere una decisione di investimento un investitore ragionevole terrà verosimilmente conto di una determinata informazione, occorre basarsi sulle informazioni disponibili ex ante. Nell'effettuare una tale analisi, occorre considerare l'impatto previsto dell'informazione alla luce dell'attività complessiva dell'emittente interessato, l'attendibilità della fonte di informazione, nonché ogni altra variabile di mercato che, nelle circostanze date, possa influire sullo strumento finanziario in oggetto o sullo strumento finanziario derivato collegato».

⁴⁹² CONSULICH-MUCCIARELLI, *op. loc. cit.*, i quali evidenziano che «l'informazione è sensibile quando è idonea a entrare nel novero degli elementi che un investitore ragionevole verosimilmente apprezza in una valutazione complessiva e a vasto raggio per la propria decisione di investimento».

⁴⁹³ *Ibid.*

⁴⁹⁴ AMATI, *Abusi di mercato*, cit., p. 105.

⁴⁹⁵ SEMINARA, *Diritto penale commerciale*, cit., p. 63. Come osservato in giurisprudenza non è necessario «che il giudice accerti l'esistenza dell'effetto dell'abuso sul mercato, ma è sufficiente che ritenga – con giudizio rigoroso e motivato – l'informazione utilmente sfruttabile da un investitore ragionevole»: in questi termini Trib. Milano, 25 ottobre 2006, cit.; Trib. Milano, 23 gennaio 2007, cit.; è stata invece valorizzata, ai fini dell'affermazione del carattere privilegiato della notizia, l'analisi *ex post* da Trib. Roma, 23 maggio 1996, in *Giur. comm.*, 1997, II, p. 207. Sul punto, v. anche CGUE, *Spector Photo Group NV*, cit., ove la Corte di Giustizia ha evidenziato che «conformemente alla finalità della direttiva 2003/6, questa idoneità ad incidere sensibilmente sui prezzi deve valutarsi, a priori, alla luce del contenuto dell'informazione di cui trattasi e del contesto nel quale essa s'inserisce. Per determinare se un'informazione sia privilegiata, non è quindi necessario esaminare se la sua divulgazione abbia effettivamente influito in modo sensibile sul prezzo degli strumenti finanziari cui essa si riferisce».

peraltro di “oggettivizzare” il parametro della *price sensitivity*, svincolandolo dalle “secche soggettivistiche” in cui finirebbe per arenarsi, laddove dovesse essere esaminato alla luce delle infinite variabili di *reasonable investor* che pure possono manifestarsi nella realtà fenomenica.

Muovendo da tale prospettiva metodologica – in linea con la configurazione di reato di pericolo del delitto di *insider trading* – è peraltro indifferente se la variazione sull’andamento dei titoli si sia effettivamente verificata o meno: ciò potrà al più costituire un *indizio* della caratura *price sensitive* dell’informazione, ma non assume valenza dirimente, ben potendo accadere che «a fronte d’una notizia scarsamente significativa, una variazione rilevante potrebbe infatti verificarsi per il concomitante influsso di altre notizie, e viceversa»⁴⁹⁶.

6. Le condotte tipiche. Considerazioni generali.

L’illecito – sia penale (art. 184), sia “amministrativo” (art. 187-*bis*) – di *insider trading*, in linea con una costante tradizione normativa⁴⁹⁷, tipizza tre distinte e alternative tipologie di condotta, tra loro accomunate dal presupposto del possesso dell’informazione privilegiata: l’acquisto, la vendita o il compimento di altre operazioni, direttamente o indirettamente, per conto proprio o per conto di terzi, su strumenti finanziari utilizzando le informazioni (c.d. *trading*, art. 184, co. 1, lett. *a*)); la comunicazione di tali informazioni ad altri, al di fuori del normale esercizio del lavoro, della professione, della funzione, dell’ufficio o di un sondaggio di mercato ai sensi dell’art. 11, Reg. (UE) n. 596/2014 (c.d. *tipping*: art. 184, co. 1, lett. *b*)); la raccomandazione verso altri o l’induzione di altri, sulla base di dette informazioni, al compimento di operazioni di *trading* (c.d. *tuyautage*: art. 184, co. 1, lett. *c*)).

La struttura della disposizione presenta chiaramente la morfologia tipica di un reato di pericolo, più precisamente di un *reato di pericolo astratto*⁴⁹⁸: del tutto

⁴⁹⁶ NAPOLEONI, *op. ult. cit.*, p. 587.

⁴⁹⁷ Già l’art. 2, l. 157/1991, contemplava le tre distinte tipologie di condotta attorno alle quali, ancor oggi, orbita il divieto di *insider trading* (*trading*, *tipping* e *tuyautage*). In effetti, tale disposizione ha fornito la matrice normativa su cui sono state plasmate le successive “versioni” dell’illecito, come dimostra la conferma del dolo generico, l’anticipazione della soglia di tutela, la previsione del presupposto del possesso dell’informazione. Per i necessari approfondimenti, cfr. FLICK, *Insider trading: problemi sostanziali*, cit., p. 94; BARTULLI, *Insider trading nel diritto penale*, cit. p. 119 s.; PEDRAZZI, *Riflessioni sull’insider trading*, cit., p. 100 s.

⁴⁹⁸ SEMINARA, *Diritto penale commerciale*, cit., p. 74. Nonostante la natura di reato di pericolo astratto esima «il giudice dalla verifica della *concreta potenzialità lesiva* della singola condotta contestata», resta tuttavia fermo il «necessario rispetto dei principi di offensività e colpevolezza [che] vieta di accogliere schemi presuntivi»: «la natura di reato di pericolo astratto [...] si riverbererà soltanto sull’oggetto della verifica giudiziale, che potrà (e dovrà) limitarsi esclusivamente ad appurare se condotte *del tipo* di quella tenuta dall’agente *siano normalmente idonee* a determinare una distorsione rispetto a normale meccanismo di fissazione del prezzo degli strumenti finanziari» (così D’ALESSANDRO, *Regolatori del mercato*, cit., p. 135).

irrilevante è infatti la circostanza che il soggetto agente ottenga delle plusvalenze o delle minusvalenze a seguito dell'attività compiuta⁴⁹⁹, così come non rientra nel perimetro operativo della fattispecie – sorretta, come chiarito *infra*, dal dolo *generico* – l'esistenza o meno di una finalità di profitto che animasse la condotta dell'*insider*⁵⁰⁰.

Ciò premesso, le tre condotte tipizzate sono tra loro accomunate non solo dal condividere il medesimo presupposto (eziologicamente efficiente) del possesso di informazioni privilegiate, ma altresì in ragione del fatto che esprimono altrettanti obblighi di *non facere*, imponendo ai potenziali soggetti attivi di astenersi dal compiere operazioni utilizzando le informazioni privilegiate, di non comunicare ad altri tali informazioni e di non consigliare ad altri di compiere operazioni sulla base delle predette informazioni⁵⁰¹.

In considerazione delle modalità *attive* di comportamento richieste dalla fattispecie, non assume pertanto rilevanza la condotta di colui che sfrutti un'informazione privilegiata mediante una mera omissione (c.d. *insider non trading*): si pensi a colui che, anche revocando o sospendendo un ordine di acquisto o di vendita di determinati titoli, inoltrato prima dell'ottenimento dell'informazione privilegiata, mantenga in portafoglio tali titoli mentre altri li vendono, in virtù proprio del possesso di una notizia che lasci presagire un'imminente impennata dei prezzi⁵⁰². Come osservato in dottrina, «non si tratta di una lacuna, ma di un limite naturale alla disciplina penalistica del fenomeno», in quanto «la criminalizzazione dell'*insider non trading* sottoporrebbe ad inaccettabile tensione il principio di materialità del reato, prefigurando una reazione punitiva ad una risoluzione che può restare meramente interna alla sfera psichica del soggetto»⁵⁰³. Estraneo al perimetro operativo della fattispecie è anche il caso di colui che, avendo emesso l'ordine *prima* di conoscere la notizia privilegiata, lo *confermi*: non sussisterebbe infatti alcun nesso eziologico – elemento pure richiesto, come si vedrà *infra* – tra il possesso dell'informazione *inside* e la condotta di *trading* posta in essere, né risulta configurabile un obbligo di revoca successivo all'apprensione della notizia⁵⁰⁴.

⁴⁹⁹ Sul punto, GIAVAZZI, *L'abuso di informazioni privilegiate*, cit., p. 741.

⁵⁰⁰ Prospettiva finalistica che può tuttavia rilevare sul piano della dosimetria della pena, ex art. 184, comma 3.

⁵⁰¹ MAZZACUVA-AMATI, *op. ult. cit.*, p. 306.

⁵⁰² Cfr. BARTALENA, *Insider trading*, cit., p. 12; SANDRELLI, *I reati di market abuse*, cit., p. 90; AMATI, *Abusi di mercato*, cit., 131.

⁵⁰³ Così NAPOLEONI, voce *Insider trading*, cit., p. 596; cfr. altresì SGUBBI, voce *Abusi di mercato*, cit., p. 10. Peraltro l'ipotesi dell'*insider non trading* – atipica – è da tenersi ben distinta dall'ipotesi del *trading* attivo finalizzato a evitare delle perdite, o delle maggiori perdite: quest'ultimo caso rientra nel perimetro applicativo dell'illecito, in quanto il soggetto agente realizza pur sempre uno sfruttamento della notizia posseduta, sebbene tale sfruttamento sia “finalisticamente” orientato non ad ottenere «un *surplus* di prezzo del titolo», bensì a «evitare la maggiore perdita che sarebbe derivata se si fosse effettuata la medesima operazione a notizia ormai diffusa» (cfr. GIAVAZZI, *op. ult. cit.*, p. 742).

⁵⁰⁴ Cfr. PEDRAZZI, *Riflessioni sull'insider trading*, cit., p. 1661, nt. 1; GALLI, *Insider trading: un primo commento*, cit., p. 939, nt. 41.

Sul punto, occorre segnalare un *profilo di contrasto* tra la disciplina interna e le indicazioni sovranazionali. L'art. 3, par. 4, direttiva 2014/57/UE e l'art. 8, par. 1, reg. (UE) n. 569/2014, nello stabilire che il divieto di *insider trading* copre anche l'annullamento o la modifica di un ordine di acquisto o di vendita inoltrato prima dell'acquisizione di informazioni privilegiate, determina un'equiparazione tra *insider trading* e *insider non trading*, qualora quest'ultimo consista nell'annullamento di un ordine già impartito⁵⁰⁵: in tal senso, avendo la disciplina eurounitaria disposto un ampliamento dell'area applicativa dell'originaria fattispecie di *insider trading* non recepito dal legislatore nazionale, il principio di legalità in materia penale osta ad una eventuale estensione *interpretativa* del divieto di *insider trading*, sino a comprendere anche l'ipotesi dell'*insider non trading*⁵⁰⁶.

Un ulteriore – e assai più evidente – punto di frizione tra le indicazioni eurounitarie e l'assetto normativo interno si coglie sul piano del *trattamento sanzionatorio* riservato alle diverse varianti comportamentali che – alternativamente – integrano l'illecito in esame.

Nonostante il legislatore eurounitario, cogliendo il differente disvalore insito nelle singole modalità di commissione di *insider trading*, abbia inteso differenziare il trattamento sanzionatorio stabilito per la condotta di *tipping* (disciplinata dall'art. 4, direttiva 2014/57/UE), rispetto a quello stabilito per le condotte di *trading* e di *tuyautage* (contemplate dall'art. 3, direttiva 2014/57/UE), sollecitando gli Stati membri ad introdurre la pena della reclusione «per una durata massima non inferiore ad anni due» nella prima ipotesi (art. 7, par. 3), e a prevedere «la pena della reclusione per una durata massima non inferiore ad anni quattro» nel secondo caso (art. 7, par. 2), il legislatore nazionale – restando peraltro sordo alle critiche già da tempo avanzate in dottrina in ordine alla differente caratura offensiva delle diverse condotte tipizzate⁵⁰⁷ – ha per contro confermato la precedente impostazione “unitaria”: il d.lgs. n. 107/2018 non ha infatti recepito la variazione, pur accolta a livello sovranazionale, di talché l'attuale formulazione dell'art. 184 t.u.f. continua ad accomunare sul versante sanzionatorio le (pur “offensivamente” differenti) condotte di *trading*, *tuyautage* e

⁵⁰⁵ Sul punto, SEMINARA, *op. ult. cit.*, p. 79.

⁵⁰⁶ In senso opposto, a favore cioè dell'estensione in via interpretativa del divieto sino a “recuperarvi” anche l'*insider non trading*, MUCCIARELLI, *La nuova disciplina eurounitaria*, cit., p. 315; ID., *L'insider trading nella rinnovata disciplina*, cit., p. 193 ss., dove l'Autore, pur ribadendo che pare evidente come «la modifica o l'annullamento di un ordine [...] impartito prima della maggior conoscenza derivante dal successivo possesso di un'informazione privilegiata integri una forma di utilizzazione della stessa», al punto che tale precisazione eurounitaria non richiede un intervento di adeguamento interno, tuttavia un rimaneggiamento della disciplina nazionale potrebbe comunque essere opportuno in quanto l'art. 3, par. 5, *MAD II*, «estende tale previsione anche alle “aste di quote di emissione o di altri prodotti correlati”»: sicché una comunque non trascurabile esigenza di linearità nella redazione delle norme fa ritenere che l'adeguamento comprenda entrambe le ipotesi contemplate nei §§ 4 e 5 dell'art. 3 Dir. cit.».

⁵⁰⁷ Cfr. NAPOLEONI, *op. ult. cit.*, p. 595.

*tipping*⁵⁰⁸. Con evidente sospetto di compatibilità costituzionale⁵⁰⁹, quantomeno sul versante della complessiva proporzionalità sanzionatoria (e più in generale, del rispetto del principio di eguaglianza-ragionevolezza) del comparto normativo⁵¹⁰.

6.1. Il divieto di trading.

Il primo divieto operativo – disciplinato dall’art. 184, co. 1, lett. a), t.u.f. – concerne ogni tipo di atto negoziale (acquistare, vendere, compie «altre operazioni») compiuto dall’*insider* primario che abbia ad oggetto strumenti finanziari: in altri termini, il divieto si estende sino a coprire tutta quell’eterogena varietà di condotte di sfruttamento della posizione di privilegio conoscitivo mediante operazioni negoziali e che possono compendiarsi nell’espressione di «commercio dell’iniziato»⁵¹¹.

Le operazioni possono essere compiute «direttamente o indirettamente, per contro proprio o di terzi», locuzione più ampia della formula precedente che recitava «anche per interposta persona»⁵¹². L’estensione consente pertanto di far rientrare nell’alveo applicativo della fattispecie non solo le operazioni che l’*insider* fa eseguire ad altri, per dissimulare la riferibilità soggettiva delle stesse a lui medesimo⁵¹³, ma altresì quelle che egli esegue *per conto di altri*, ricorrendo ovviamente la piena consapevolezza dell’esistenza degli elementi costitutivi del fatto tipico⁵¹⁴.

⁵⁰⁸ MUCCIARELLI, *La nuova disciplina eurounitaria*, cit., p. 315; ID., *L’insider trading nella rinnovata disciplina*, cit., p. 193 ss.; ID., *Riforma penalistica del market abuse*, cit., p. 5 ss.; SEMINARA, *op. ult. cit.*, p. 81.

⁵⁰⁹ In questi termini BASILE E., *L’insider trading riformato*, cit., p. 570 ss., nt. 15.

⁵¹⁰ Evidenza infatti BASILE E., *Mini-riforma del market abuse*, cit., p. 333, che se pur è vero «che gli Stati Membri mantengono intatte le proprie prerogative di criminalizzazione, potendo prevedere pene più severe rispetto al ‘minimo del massimo editale’ di fonte UE», ciò tuttavia non vale «a giustificare una risposta punitiva identica per ipotesi ritenute meritevoli di trattamento differenziato a livello sovranazionale, senza contare che la criticità [...] si estende al parallelo ‘binario’ amministrativo del *market abuse*, ove per tutte le tipologie di abuso di informazioni privilegiate si prevedono le medesimi cornici di sanzioni amministrative».

⁵¹¹ SGUBBI, *op. ult. cit.*, p. 8.

⁵¹² Cfr. art. 2, l. 157/1991, nonché art. 180, co. 1, lett. a), d.lgs. 58/1998. La sostituzione del riferimento all’interposizione di persona con il richiamo al compimento delle operazioni «indirettamente» è stata disposta dalla l. 62/2005. Come osservava PEDRAZZI, *op. ult. cit.*, p. 1664, «ogni volta che la scelta operativa emani dal possessore di informazioni privilegiate, non interessa l’imputazione degli effetti: se egli operi per conto proprio oppure per conto di altri, in una qualunque veste che gli conferisca poteri di gestione di interessi patrimoniali altrui, con o senza rappresentanza».

⁵¹³ Ipotesi alla quale era sostanzialmente e unicamente riferibile la locuzione «per interposta persona»: cfr. Sgubbi, *op. loc. cit.*

⁵¹⁴ In questo senso, MUCCIARELLI, *L’abuso di informazioni*, cit., p. 1470. Parla di «clausola antielusiva» NAPOLEONI, *L’insider trading*, in SANTORIELLO (a cura di), *La disciplina penale dell’economia*, cit., p. 714. In senso critico sull’estensione normativa, GIAVAZZI, *op. ult. cit.*, p. 742, la quale sottolinea che «molti dubbi [...] si pongono [...] rispetto alla condotta di esecuzione per conto di altri, posto che non si comprende come la figura dell’esecutore possa essere qualificata come un insider primario, unico

Ovviamente, sia il soggetto interposto (che non potrà assumere la qualifica di *tippee*⁵¹⁵) sia quello beneficiario dell'operazione potranno essere chiamati a rispondere in qualità di concorrenti estranei al reato, laddove riesca a dimostrarsi l'effettivo apporto causale di costoro, sorretto dal necessario coefficiente psicologico⁵¹⁶.

La “nuova” formula normativa, a mente della quale l'operazione deve essere compiuta «*utilizzando*» la e non più «*avvalendosi*» della conoscenza riservata⁵¹⁷, postula l'esistenza – come anticipato *supra* – di un *nesso causale* tra la disponibilità della notizia e l'operazione compiuta⁵¹⁸.

Conseguentemente, la fattispecie non trova applicazione allorché il soggetto avrebbe comunque compiuto l'operazione, anche in assenza dell'informazione *inside*⁵¹⁹: esulano pertanto dal perimetro applicativo dell'illecito le ipotesi in cui l'operazione rappresenti l'esito di una decisione *pregressa*, ossia assunta dall'*insider* prima di entrare in possesso dell'informazione⁵²⁰, così come paiono del tutto irrilevanti,

destinatario diretto del divieto, essendo piuttosto un *tippee* o a un concorrente esterno al reato, a seconda dell'effettivo contributo rispetto alla condotta del soggetto intraneo».

⁵¹⁵ Come osservato da D'ARCANGELO, *Il concorso dell'extraneus*, cit., p. 33 ss., «nella ipotesi della effettuazione indiretta delle operazioni, peraltro, il legislatore pare aver tipizzato una peculiare ipotesi di concorso di persone nella quale l'*insider* utilizza le informazioni privilegiate avvalendosi della interposizione, fittizia o reale, di altro soggetto nella realizzazione delle operazioni speculative, che, pertanto, non può assumere la qualifica di mero *tippee*. In tali ipotesi il giudice, pur in presenza dello sfruttamento di una informazione privilegiata da parte di un soggetto privo delle prescritte qualifiche soggettive, non deve limitarsi a constatare la carenza della qualifica in capo all'*outsider* per inferire automaticamente la esclusione dall'ambito della responsabilità penale, ma deve scrutinare il ruolo assunto dall'*extraneus* nella vicenda speculativa e nell'abuso della informazione privilegiata».

⁵¹⁶ NAPOLEONI, voce *Insider trading*, p. 596.

⁵¹⁷ L'art. 2, l. 157/1991 non conteneva alcun riferimento lessicale che lasciasse intendere la necessità di individuare un “rapporto di approfittamento” tra possesso dell'informazione e compimento delle operazioni: ciò «appiattiva la figura criminosa sulla mera contestualità cronologica tra possesso dell'informazione e compimento dell'operazione, col rischio di conferire rilevanza penale a comportamenti privi di reale contenuto offensivo» (SGUBBI, *op. loc. cit.*). Per una rassegna dell'elaborazione dottrinale maturata sotto la vigenza della l. 157/1991, v. TRIPODI A.F., *Commento agli artt. da 180 a 187-quaterdecies*, in Padovani T., *Leggi penali complementari. Le fonti del diritto italiano*, Milano, 2007, p. 2540. Il riferimento al verbo «avvalersi» compariva nell'art. 180, d.lgs. 58/1998. Nonostante secondo taluno esso rischiasse di suggerire la necessità di indagare un profilo estraneo alla *voluntas legis*, quello delle motivazioni sottostanti il compimento dell'operazione (cfr. BARTULLI, voce *Insider trading*, cit., p. 119; giudica ambiguo e poco felice il verbo “avvalersi”, GALLI, *Insider trading: l'accoglimento da parte della Supreme Court*, cit., p. 731 ss.), la dottrina prevalente ritiene che l'avvicendamento tra i due gerundi, impresso dalla l. 62/2005, non abbia determinato un mutamento concettuale significativo: cfr. NAPOLEONI, *op. loc. cit.* Secondo altri, «il valore semantico del verbo “utilizzare” parrebbe denotare, rispetto alla previgente fattispecie, un collegamento motivazionale ancora più marcato tra informazione privilegiata e la scelta operativa dell'agente, dato che evidenzia il fatto di “servirsi” e di “trarre profitto” dall'informazione» (così AMATI, *op. ult. cit.*, p. 132).

⁵¹⁸ Cfr. SEMINARA, *Diritto penale commerciale*, cit., p. 78, il quale evidenzia (pur esaminando il problema dell'*insider non trading* alla luce del *MAR* e della *MAD II*) come «il baricentro del fatto dunque gravita [...] sull'utilizzo, in qualsiasi modo, di informazioni privilegiate».

⁵¹⁹ SGUBBI, *op. loc. cit.*; NAPOLEONI, *op. loc. cit.*

⁵²⁰ SEMINARA, *op. loc. cit.*,

da un lato, le operazioni compiute in adempimento di una pregressa obbligazione⁵²¹ o di obblighi di legge⁵²² e, dall'altro, il *trading* di segno opposto rispetto a quello indicato dall'informazione *inside*⁵²³. Nella medesima prospettiva, premesso che il verbo "utilizzare" sembra postulare «sul piano oggettivo un uso economicamente vantaggioso della notizia»⁵²⁴, devono ritenersi "atipiche" – dall'angolo visuale del divieto di *trading in senso stretto* – le operazioni che, in astratto (ossia a prescindere dal loro esito concreto), appaiono non economicamente vantaggiose per il soggetto agente, proprio in quanto non inquadrabili in un'attività di approfittamento economico della notizia⁵²⁵: in altri termini, assumono rilievo – ai fini dell'applicazione del divieto – le operazioni che appaiano *ex ante* "oggettivamente" vantaggiose, a prescindere dal fatto che l'agente se ne sia "soggettivamente" avvalso, in quanto solamente tali operazioni appaiono idonee a offendere il corretto funzionamento del mercato.

Ovviamente, l'incidenza motivazionale impressa dal possesso dell'informazione non deve necessariamente costituire l'*unico* catalizzatore decisionale che ha spinto l'*insider* a compiere l'operazione, ben potendo coesistere con «altre ragioni motivanti la medesima operazione»⁵²⁶.

Per quanto concerne la (evidentemente) problematica dimensione dell'onere probatorio⁵²⁷, grava sull'accusa lo sforzo di dimostrare il collegamento funzionale, tra la decisione di effettuare l'operazione vietata l'informazione privilegiata della quale l'agente era in possesso. A tal fine è necessario operare una valutazione complessiva,

⁵²¹ NAPOLEONI, *op. ult. cit.*, p. 597.

⁵²² Sul punto, TRIPODI, *L'insider trading in una recente pronuncia della Corte di giustizia*, cit., p. 61. Come del resto previsto dall'art. 2, par. 3, *MAD*, a mente del quale il divieto di *insider trading* «non si applica alle operazioni effettuate per garantire l'esecuzione di un obbligo di acquisizione o di cessione di strumenti finanziari diventato esigibile quando quest'obbligo risulta da un accordo concluso prima che la persona interessata fosse in possesso di un'informazione privilegiata». Vedasi oggi l'art. 8, par. 3, *MAR*, ove si precisa che «dal semplice fatto che una persona sia in possesso di informazioni privilegiate non si desume che tale persona abbia utilizzato tali informazioni e quindi abbia compiuto abuso di informazioni privilegiate sulla base di un'acquisizione o di una cessione se la persona effettua un'operazione di acquisizione o cessione di strumenti finanziari per ottemperare a un obbligo giunto a scadenza, in buona fede e non per eludere il divieto di abuso di informazioni privilegiate, e se: a) tale obbligo deriva da un ordine emesso o da un accordo concluso prima che la persona interessata entrasse in possesso di un'informazione privilegiata; oppure b) tale operazione è effettuata per ottemperare a un obbligo legale o regolamentare sorto prima che la persona interessata entrasse in possesso di un'informazione privilegiata».

⁵²³ SEMINARA, *Il reato di insider trading tra obbligo di astensione e divieto di utilizzazione in borsa di informazioni privilegiate*, cit., p. 330, secondo il quale «la fattispecie criminosa [...] non si configura rispetto all'*insider* che opera in borsa su titoli diversi da quelli cui si riferisce l'informazione ovvero proprio sui titoli interessati ma in senso contrario al contenuto dell'informazione stessa»

⁵²⁴ Così TRIPODI, *op. ult. cit.*, p. 59, nt. 17.

⁵²⁵ AMATI, *op. ult. cit.*, p. 133.

⁵²⁶ Cfr. MUCCIARELLI, *L'insider trading*, cit., p. 952.

⁵²⁷ SGUBBI, *op. loc. cit.*; evidenza che la dimostrazione di tale rapporto causale «costituisce una delle maggiori difficoltà sotto il profilo probatorio», ZANNOTTI, *Diritto penale dell'economia*, cit., p. 420.

che tenga conto delle tempistiche e delle modalità dell'operazione sul mercato, nonché del comportamento del soggetto *insider* prima e dopo la conoscenza della notizia⁵²⁸.

Trattasi – come detto – di una dimostrazione non agevole, sebbene occorra segnalare che, rispetto al passato, il rischio di un affievolimento di tutela pare oggi infondato, tenuto conto che la condotta sanzionata dall'art. 184, co. 1, lett. a) rientra nell'alveo applicativo della sanzione amministrativa prevista dall'art. 187-bis, co. 1, t.u.f. Pertanto, anche qualora la prova del predetto collegamento motivazionale non venga raggiunta, in sede penale, «oltre ogni ragionevole dubbio», la medesima condotta potrebbe essere sanzionata in via amministrativa, in considerazione delle garanzie meno ampie che connotano il relativo procedimento applicativo⁵²⁹.

Sul piano dell'accertamento giudiziale, la Corte di Giustizia ha peraltro precisato che, sebbene il compimento di un'operazione di mercato su strumenti finanziari oggetto di un'informazione privilegiata, detenuta da parte dell'*insider*, integri la condotta di "utilizzazione", resta in ogni caso salvo il rispetto dei diritti della difesa e, in particolare, del diritto di poter confutare tale presunzione⁵³⁰.

Il citato meccanismo presuntivo trova oggi riscontro nel reg. (UE) n. 596/2014, il cui considerando n. 24, precisa che il compimento di operazioni, da parte di chi detiene una notizia *inside*, su strumenti finanziari oggetto della medesima notizia, fa sorgere una presunzione *relativa* di utilizzazione. Il meccanismo non opera qualora gli ordini siano stati immessi sul mercato *prima* dell'acquisizione dell'informazione, ma la citata presunzione torna ad espandersi allorché l'*insider*, dopo aver immesso un ordine, provveda a modificarlo o a revocarlo in conseguenza dell'ottenimento dell'informazione privilegiata⁵³¹ (v. considerando n. 25).

6.2. Il divieto di *tipping*.

La seconda condotta, descritta dall'art. 184, co. 1, lett. b), t.u.f., consiste nel divieto di comunicare ad altri l'informazione privilegiata (c.d. *tipping*) ed è finalizzata

⁵²⁸ GIAVAZZI, *op. ult. cit.*, p. 743; NAPOLEONI, *L'insider trading*, cit., p. 718.

⁵²⁹ MAZZACUVA-AMATI, *op. ult. cit.*, 308.

⁵³⁰ CGUE, *Spector Photo Group*, cit.; v. altresì CGUE, 10 maggio 2007, *Ypourgos Oikonomikon e Proistamenos DOY Amfissas c. Charilaos Georgakis*, C-391/04, par. 36 ss, in *Dir. prat. soc.*, 2007, p. 62 ss., con nota di FRIZZANI e in *Guida dir.*, suppl. *Dir. comun. e internaz.*, 2007, p. 41 ss., con nota di MALAGUTI M.C., *Un comportamento che ora sarebbe colpito dalla direttiva sugli abusi di mercato*. In dottrina, v. D'ALESSANDRO, *op. ult. cit.*, 140; TRIPODI, *op. ult. cit.*, p. 68.

⁵³¹ Cfr. considerando n. 25, a mente del quale «Gli ordini inoltrati prima che una persona detenga informazioni privilegiate non dovrebbero essere considerati abuso di informazioni privilegiate. Tuttavia, qualora una persona venga in possesso di informazioni privilegiate, si dovrebbe presupporre che ogni eventuale successiva modifica riguardante tali informazioni apportata agli ordini inoltrati prima di essere venuto in possesso delle informazioni in questione, compresi l'annullamento o la modifica di un ordine, o il tentativo di annullare o modificare un ordine, costituisce abuso di informazioni privilegiate. Tale presunzione potrebbe tuttavia essere confutata se la persona dimostra che non ha utilizzato le informazioni privilegiate nell'effettuare l'operazione».

ad evitare che il divieto di sfruttamento possa essere aggirato mediante la cessione a terzi della notizia⁵³². Per tale via si realizza un'anticipazione di tutela declinata verso una funzione spiccatamente preventiva: lo sfruttamento del vantaggio da parte del destinatario dell'informazione, così come l'eventuale corrispettivo per l'iniziato, invero, restano un dato *meramente potenziale* e la figura criminosa è costruita come mera violazione di un obbligo di «riservatezza» sulla notizia, fin tanto che questa non sia diventata di dominio pubblico⁵³³.

L'anticipazione della tutela e la configurazione dell'illecito come reato ostacolo all'utilizzazione dell'informazione, si riverberano sul piano dell'offensività della condotta, invero alquanto sfumata⁵³⁴: non a caso il legislatore eurounitario ha inteso differenziare il trattamento sanzionatorio del *tipping*, rispetto a quello del *trading* e del *tuyautage*⁵³⁵. Taluna parte della dottrina, nel tentativo di individuare una consistenza offensiva più solida alla condotta qui esaminata, ha suggerito di spostare il *focus* del giudizio di concreta offensività, riferendolo non tanto «alla condotta di comunicazione – che il legislatore sembra aver voluto vietare indipendentemente dalla possibilità di sfruttamento della notizia da parte del destinatario dell'informazione – quanto piuttosto al requisito della *price sensitivity* dell'informazione»: in altri termini, la verifica dovrebbe riguardare non l'impossibilità (soggettiva) per il destinatario di sfruttare la notizia ricevuta, bensì l'idoneità – o meno – dell'informazione, qualora fosse resa

⁵³² La condotta di *tipping* ha costituito oggetto di contestazione nell'ambito nel noto processo Bnl-Unipol. In particolare, il presidente del consiglio di amministrazione e amministratore delegato di Unipol è stato condannato per il delitto di cui all'art. 184, co. 1, lett. b), t.u.f. (in tutti e tre i gradi di giudizio: cfr. Trib. Milano, 31 ottobre 2011, cit.; App. Milano, 31 giugno 2012; Cass., sent. 49362/2012, cit., tutte reperibili in www.penalecontemporaneo.it), per aver rivelato telefonicamente, ad alcuni esponenti politici, informazioni *price sensitive* concernenti l'operazione di scalata che Unipol intendeva compiere sulle azioni di Bnl. Per un'approfondita disamina delle ricadute giuridiche della vicenda, cfr. NISCO A., *Il caso Bnl-Unipol: abuso di informazioni privilegiate e ostacolo alle funzioni di vigilanza*, in FOFFANI L.-CASTRONUOVO D. (a cura di), *Casi di diritto penale dell'economia, I, Impresa e mercato (Cirio, Parmalat, Antonveneta, Bnl-Unipol)*, Bologna, 2015, p. 205 ss.

⁵³³ NAPOLEONI, *op. ult. cit.*, 721; sul rapporto tra divieto di *tipping* e obbligo di informazione societaria sotto la vigenza della precedente normativa, v. MUCCIARELLI, *Speculazione mobiliare e diritto penale*, cit., p. 102; sulla totale irrilevanza della condotta del destinatario della comunicazione v. Trib. Milano, 31 ottobre 2011, cit.

⁵³⁴ V. SEMINARA, *Il reato di insider trading*, cit., p. 334. Come osserva MUCCIARELLI, *La speculazione mobiliare*, cit., p. 201, il divieto in esame tende a impedire «non già un fatto in sé pericoloso (ché tale non è certo la comunicazione in sé considerata), bensì la pericolosità (potenziale) ricollegabile al fatto che, in ragione della condotta vietata, viene ad ampliarsi il novero dei soggetti in possesso della notizia riservata» e che sulla base di questa potrebbero agire sul mercato. Critico sull'opportunità di continuare a sanzionare penalmente la condotta di *tipping*, AMATI, *Abusi di mercato*, cit., p. 144. L'Autore ha peraltro suggerito una diversa soluzione, tesa a circoscrivere la rilevanza penale della comunicazione ai soli casi in cui l'informazione possa essere «concretamente “messa a frutto” dal destinatario», v. AMATI E., *Art. 184*, in Pederzini (a cura di), *La disciplina degli abusi di mercato (legge 18 aprile 2002, n. 62). Commentario sistematico*, in *Le nuove leggi civ. comm.*, p. 1054.

⁵³⁵ Cfr. *supra*, par. 6.

pubblica in quel momento e a quelle condizioni, di influire in modo sensibile sui prezzi degli strumenti finanziari⁵³⁶.

La condotta di «comunicazione» richiede – come precisato dall’art. 10, par. 2, *MAR* – che il soggetto consapevolmente renda edotto il terzo (c.d. *tippee*) dell’informazione privilegiata che possiede: ciò non si verifica allorché la trasmissione sia fortuita o l’agente ignori il carattere privilegiato dell’informazione⁵³⁷. A tal fine, rileva qualunque mezzo di trasmissione (parola, scritto, messaggio informatico, etc.), compresa la comunicazione indiretta: si pensi, ad esempio, al fatto di fornire le credenziali di accesso a una rete informatica, dalla quale il terzo possa ottenere la notizia. Inoltre, sebbene ai fini della sussistenza della condotta non è necessario che la comunicazione abbia ad oggetto l’informazione nella sua *interezza*, è tuttavia necessario che riguardi gli elementi della notizia che siano idonei a creare una posizione di vantaggio informativo in capo al destinatario⁵³⁸.

L’informazione privilegiata può essere comunicata anche a più persone, fermo il limite della diffusione al pubblico: in tal caso verrebbe meno uno dei requisiti essenziali affinché l’informazione possa essere qualificata come «privilegiata»⁵³⁹.

La configurazione strutturale della fattispecie come reato plurisoggettivo improprio comporta che il *tippee* non è destinatario di alcuna sanzione penale, salva l’ipotesi in cui, ponendo in essere una condotta distinta ed ulteriore rispetto a quella di mera ricezione della notizia (ad es. determinando o rafforzando il proposito criminoso dell’iniziato), assuma la veste di concorrente nel reato. Al di fuori di questa ipotesi, il *tippee* è destinatario della sanzione amministrativa prevista dall’art. 187-*bis*⁵⁴⁰.

Non può non evidenziarsi una certa difficoltà nel cogliere la complessiva razionalità dell’assetto normativo predisposto dal legislatore nazionale. Tenuto conto che il *tippee* non è penalmente responsabile per lo sfruttamento dell’informazione ricevuta dall’*insider* primario, viene a configurarsi una disciplina irragionevolmente *sbilanciata*: la condotta di minore impatto sull’integrità del mercato – l’*insider tipping* – è sanzionata (anche) a livello penale, mentre la condotta più grave dall’angolo visuale del corretto funzionamento del mercato stesso – il *trading* del *tippee* – rileva esclusivamente sul piano amministrativo⁵⁴¹.

⁵³⁶ Così FOFFANI, *Commento all’art. 184 t.u.f.*, in PALAZZO-PALIERO, *Commentario breve*, cit., p. 720.

⁵³⁷ Esulano pertanto dal perimetro applicativo del divieto i casi di comunicazione del tutto fortuita o quelli in cui sia ignorato il carattere privilegiato dell’informazione: cfr. SGUBBI, *op. ult. cit.*, p. 10; GIAVAZZI, *op. ult. cit.*, p. 747.

⁵³⁸ NAPOLEONI, *op. loc. cit.*; che la notizia debba essere comunicata *per intero*, invece, cfr. ZANNOTTI, *op. ult. cit.*, p. 421.

⁵³⁹ MUCCIARELLI F., *L’insider trading nella nuova disciplina del D.lgs. 58/98*, in *Riv. trim. dir. pen. econ.*, 2000, p. 932 s.

⁵⁴⁰ Sul punto, cfr. RUSSO Y., *Abuso di informazioni privilegiate e manipolazione del mercato: alcuni rilievi interpretativi*, in *Imp. comm. ind.*, 2005, p. 1597; sulla distinzione tra *insider* secondario e concorso nel reato dell’*insider* primario v. Trib. Milano, 23 gennaio 2007, cit.

⁵⁴¹ V. MANNO, *op. ult. cit.*, p. 145.

La rilevanza penale della comunicazione è subordinata al fatto che sia realizzata dall'*insider* primario al di fuori del normale esercizio del lavoro, della professione, della funzione, dell'ufficio o – a seguito della modifica apportata dal d.lgs. n. 107/2018, in linea con l'art. 10 *MAR* – di un sondaggio di mercato effettuato ai sensi dell'art. 11, Reg. (UE) n. 596/2014⁵⁴².

Sul punto, l'art. 184, co. 1, lett. *b*), t.u.f., sostituisce la precedente formulazione dell'art. 180 t.u.f., il a mente della quale l'operatività del divieto di *tipping* era sterilizzata laddove la comunicazione fosse avvenuta per «giustificato motivo». Come osservato in dottrina, il mutamento lessicale ha recato con sé un fondamentale cambiamento a livello di classificazione dogmatica – dal momento che la disposizione non contempla più una esimente (il giustificato motivo), bensì un elemento costitutivo del fatto tipico (la comunicazione al di fuori del normale esercizio del lavoro etc.)⁵⁴³ – che, a sua volta, conduce a un ribaltamento dell'onere probatorio: l'attuale formula dell'art. 184 esonera infatti l'accusato dall'onere di dimostrare l'esistenza dei motivi esimenti, “scaricando” invece sulla pubblica accusa la prova che la comunicazione è avvenuta al di fuori di attività lavorativa (in senso lato)⁵⁴⁴.

Il mutamento lessicale, tuttavia, non ha spazzato il campo dai dubbi interpretativi, sorti già sotto la vigenza della precedente formulazione, in ordine alla puntuale identificazione di quali siano i confini *concreti* della clausola.

Se la locuzione «senza giustificato motivo» aveva spinto taluna parte della dottrina a ritenere che escludesse «l'illiceità di una rivelazione a terzi che abbia una “comprensibilità sociale”», con ciò intendendosi una comunicazione che, pur potendo essere anche motivata da ragioni *personali*, di regola trova origine in «motivi professionali»⁵⁴⁵, la capacità selettiva della formula oggi vigente sembra racchiusa nel

⁵⁴² Sul tema specifico dei rapporti tra *tipping* e c.d. *market sounding*, v. LOMBARDO, *L'informazione privilegiata*, cit., 159 ss. Cfr. altresì i considerando n. 32, 33, 34, 35 e 36 del *MAR*.

⁵⁴³ In particolare, la locuzione «senza giustificato motivo» veniva intesa come una ipotesi speciale di esercizio di un diritto, ex art. 51 c.p.: cfr. MUCCIARELLI, *Speculazione mobiliare*, cit., p. 107; ID., *L'informazione societaria*, cit., p. 764 ss.; SEMINARA, *L'insider trading nella prospettiva penalistica*, cit., p. 648. Più di recente, a favore della riconduzione delle ipotesi di comunicazione doverosa/facoltizzata di informazioni privilegiate, «all'idealtipo dell'art. 51 c.p.», BASILE, *Mini-riforma del market abuse*, cit., p. 333. Evidenzia invece come l'attuale formulazione «incide direttamente sulla delineazione del fatto tipico», SGUBBI, *op. ult. cit.*, p. 11.

⁵⁴⁴ Cfr. PALIERO, *Market Abuse e legislazione penale*, cit., p. 810, il quale evidenzia come dalla modifica normativa «sembra derivarne, in chiave ermeneutica, una re-inversione probatoria (*rectius*: una corretta riallocazione degli oneri probatori in capo all'accusa: non sarà più possibile “costringere” l'indagato – non solo a provare, ma neppure ad “allegare” per usare un ipocrita eufemismo - i motivi giustificanti)». Nello stesso senso, ZANNOTTI, *op. ult. cit.*, p. 420.

⁵⁴⁵ Ossia in motivi «[...]» attinenti alla gestione societaria e alla necessità od opportunità dell'interessamento di terzi estranei, singoli o anche in pool di esperti, per consulenze si analisi economiche, patrimoniali, finanziarie o di valutazioni giuridiche [...]: in questi termini BARTULLI-ROMANO, *Sulla disciplina penale dell'insider trading*, cit., p. 665.

concetto di “normalità” dell’esercizio del lavoro, della professione della funzione, dell’ufficio⁵⁴⁶.

In effetti, il riferimento al “lavoro”, alla “professione”, alla “funzione” o all’“ufficio” richiama – quasi testualmente – i medesimi indici di attività che, al comma primo dell’art. 184 t.u.f., servono a delineare la categoria degli *insiders* primari, con una sola eccezione: nell’art. 184, co. 1, lett. *b*), t.u.f. non viene richiamata la figura soggettiva del partecipante al capitale dell’emittente, rispetto al quale il divieto di comunicazione dell’informazione *price sensitive* si esplica pertanto in modo *assoluto*, senza deroghe⁵⁴⁷. La validità di tale affermazione sembrerebbe però oggi meno totalizzante, posto che il *considerando* n. 19, Reg. (UE) n. 596/2014, evidenzia come le discussioni di carattere generale sull’evoluzione societaria e di mercato tra azionisti e dirigenza, per quanto riguarda un emittente, non dovrebbero essere oggetto di divieto.

Ad ogni modo, i predetti riferimenti (al lavoro, alla professione, alla funzione o all’ufficio), quali requisiti oggettivi affinché la comunicazione della notizia sia penalmente rilevante, consentono solamente di escludere la liceità del *tipping* motivato da ragioni *strettamente personali* (o *latamente extra-lavorative*).

Il parametro della “normalità”, per quanto risulti a sua volta fortemente in “odore di indeterminatezza”, lasciando ampio margine di discrezionalità interpretativa al giudice⁵⁴⁸, consente tuttavia di introdurre un filtro definitorio ulteriore, tale per cui sarebbero lecite – in quanto, appunto, *normali* in un contesto lavorativo, professionale etc. – solamente quelle comunicazioni che risultino «strumentali allo svolgimento o all’esecuzione dei compiti richiesti da un determinato, lavoro o professione o all’esercizio dei poteri connessi a un determinato mandato»⁵⁴⁹. A tal fine, tenersi conto non solo delle prescrizioni legislative e regolamentari, ma altresì di quanto previsto in materia di comunicazioni interne alla società, o tra società appartenenti al medesimo gruppo, nonché delle prassi “comunicative” dell’ente nei rapporti con dipendenti e consulenti esterni⁵⁵⁰.

Assai più restrittiva la linea ermeneutica seguita dalla Corte di Giustizia che, chiamata a chiarire quale fosse l’interpretazione da accordarsi all’art. 3, lett. *a*), Direttiva 89/592/Ce – al cui interno compariva una formula del tutto analoga a quella oggi vigente («ambito del normale esercizio del loro lavoro, della loro professione o delle loro funzioni») –, ha precisato come l’operatività della clausola (avente natura eccezionale) di “liceità” fosse subordinata al ricorrere di due requisiti: per un verso, la

⁵⁴⁶ Così GIAVAZZI, *op. ult. cit.*, p. 749.

⁵⁴⁷ Salvo, s’intende, il ricorrere degli estremi delle ordinarie cause di giustificazione: cfr. NAPOLEONI, *op. ult. cit.*, p. 724.

⁵⁴⁸ SGUBBI, *op. loc. cit.*

⁵⁴⁹ In questi termini GIAVAZZI, *op. loc. cit.* Cfr. anche FOFFANI, *op. ult. cit.*, p. 720.

⁵⁵⁰ SEMINARA, *Diritto penale commerciale*, cit., p. 80; ID., *Insider trading e gruppi di società*, cit., p. 18 ss.; PEDRAZZI, *Riflessioni sull’insider trading in ambito corporativo*, cit., p. 1669. Cfr. altresì MUCCIARELLI, *Art. 184. Abuso di informazioni privilegiate*, in FRATINI-GASPARRI, *Il testo unico della finanza*, cit., p. 2362 ss.

comunicazione deve avvenire in funzione dell'attività; per altro verso, la comunicazione deve risultare strettamente necessaria all'esercizio della stessa⁵⁵¹. Tali condizioni debbono peraltro essere valutate dal giudice in modo restrittivo, attesa la natura eccezionale della clausola e tenuto conto non solo del fatto che «ogni comunicazione supplementare può aumentare il rischio di uno sfruttamento di tali informazioni», ma altresì «della delicatezza dell'informazione privilegiata».

Quanto al perimetro di liceità delle comunicazioni effettuate nei confronti degli amministratori senza delega, un contributo chiarificatore lo ha apportato Consob, precisando che i consiglieri senza delega possono (*rectius*: devono) essere portati a conoscenza di tutte le informazioni funzionali all'esercizio dei doveri di vigilanza e di intervento in presenza di eventuali specifici atti pregiudizievoli, che incombono sull'intero consiglio: al cui interno, evidentemente, rientrano anche gli amministratori senza delega⁵⁵². Al di fuori di tali ipotesi, la comunicazione di informazioni privilegiate agli amministratori senza delega rientra nell'ambito di applicazione del divieto di *tipping* (il consigliere senza delega che sfrutti l'informazione appresa non assume la qualifica di *tippee* – rilevante ai sensi dell'art. 187-*bis* t.u.f. –, bensì di *insider* primario, in quanto la notizia è da lui pur sempre stata appresa nel normale esercizio della propria attività lavorativa: risponderà pertanto ai sensi dell'art. 184, co. 1, lett. a), t.u.f.⁵⁵³.

6.3. Il divieto di *tuyautage*.

Il c.d. *tuyautage*, terza modalità della condotta di *insider trading*, tipizzata dall'art. 184, co. 1, lett. c), consiste nel fatto di «raccomandare» o «indurre» altri, sulla base dell'informazione privilegiata, al compimento di operazioni di *trading*.

Giova evidenziare sin da ora che la formulazione testuale della disposizione, per la quale la condotta di *tuyautage* deve avvenire «sulla base» dell'informazione privilegiata, impone che anche tale tipologia comportamentale – come quella del *trading* – debba trovare fondamento eziologico nel possesso dell'informazione privilegiata: se difettasse la posizione di privilegio informativo in capo a colui che effettui la raccomandazione, tale condotta esulerebbe dal perimetro applicativo della fattispecie.

Con una precisazione: per quanto la raccomandazione o l'induzione debbano avvenire «sulla base» dell'informazione privilegiata, ciò non implica affatto che il *contenuto* di quell'informazione debba essere trasmesso al “beneficiario” della raccomandazione o dell'induzione. Anzi, l'autonoma previsione del *tuyautage* –

⁵⁵¹ CGUE, 22 novembre 2005, *Grøngaaid e Bang*, C-384/02, in *Dir. giust.*, 2005, fasc. 47, p. 92 ss., con nota di CORATELLA C., *L'Ue non fa sconti sull'insider trading. Escluse le deroghe soggettive ai divieti*. Sulla possibilità di trasporre le indicazioni giurisprudenziali sulla nuova formulazione della fattispecie, v. D'ALESSANDRO, *op. ult. cit.*, p. 143.

⁵⁵² Cfr. Comunicazione DME/6027054 del 28.3.2006, p. 8 ss.

⁵⁵³ D'ALESSANDRO, *op. ult. cit.*, p. 144; GIAVAZZI, *op. ult. cit.*, p. 752.

rispetto alla condotta di *tipping* – si spiega proprio in virtù del dato per cui la raccomandazione e l'induzione *non* presuppongono la trasmissione della notizia⁵⁵⁴.

A differenza di quanto previsto per la condotta di *tipping*, nell'ipotesi del *tuyautage* non è contemplata la non punibilità per i fatti commessi nel normale esercizio del lavoro, della professione, della funzione, dell'ufficio o di un sondaggio di mercato: la ragione può rinvenirsi nella circostanza che la raccomandazione, a differenza della comunicazione, è di per sé scorretta in quanto indirizzata allo sfruttamento della notizia⁵⁵⁵. Coerentemente con la finalità preventiva che sorregge l'incriminazione⁵⁵⁶, la condotta è sanzionata anche laddove il destinatario della raccomandazione non accolga il suggerimento.

La condotta tipizzata consiste nelle alternative modalità del «raccomandare» o dell'«indurre», termini che dovrebbero garantire un filtro selettivo dei comportamenti rilevanti più stringente di quanto assicurato dalla formulazione normativa *ante* 2005, imperniata sul fatto di «consigliare»: la raccomandazione o l'induzione sembrano richiedere un tasso di persuasività o di pressione psicologica piuttosto consistente, idoneo a influenzare l'altrui determinazione, mentre la semplice attività del consigliare pare assumere dei contorni più sfumati, esprimendo una meno consistente efficienza eziologica sul processo decisionale del destinatario della raccomandazione⁵⁵⁷.

Il suggerimento *negativo*, ossia di astenersi dal compiere determinate operazioni, resta estraneo all'ambito applicativo della disposizione, stante il tenore letterale della norma che, correlando la raccomandazione o l'induzione all'«compimento» di operazioni, evoca un comportamento di tipo “propositivo” da parte del c.d. *tuyautee*⁵⁵⁸.

⁵⁵⁴ Nel caso in cui ciò si verificasse, peraltro, risulterebbe integrata la condotta di cui all'art. 184, comma 1, lett. b): G.i.p. Trib. Milano 1 dicembre 1999, in *Riv. trim. dir. pen. econ.*, 2000, p. 521. In dottrina, pur sotto la vigenza della l. 157/1991, v. BARTULLI-ROMANO, *op. ult. cit.*, p. 665-666.

⁵⁵⁵ Cfr. NAPOLEONI, *op. ult. cit.*, p. 732, nonché DI AMATO, *Diritto penale dell'impresa*, cit., p. 297 e MUCCIARELLI, *L'insider trading nella nuova disciplina del D.lgs. 58/98*, cit., p. 953; rimane ferma, ovviamente, la possibilità di applicare – qualora ne ricorrano i presupposti – la scriminante di cui all'art. 51 c.p.

⁵⁵⁶ Ritiene NAPOLEONI, voce *Insider trading*, cit., p. 600, che «in termini di caratura lesiva, il *tuyautage* si pone [...] a mezza via tra il *tipping* e l'*insider trading*: come per il *tipping*, la sua repressione realizza una protezione preventiva, volta ad evitare l'ampliamento dei soggetti in grado di operare in posizione di supremazia informativa [...]; allo stesso tempo, però, la raccomandazione, a differenza della comunicazione, si presenta specificamente proiettata verso lo sfruttamento della notizia (trattandosi, in sostanza, di un'istigazione allo sfruttamento, senza trasmissione del privilegio conoscitivo).

⁵⁵⁷ In questo senso, MUCCIARELLI, *L'abuso di informazioni privilegiate*, cit., p. 1471; TRIPODI, *Commento agli artt. 180-187-quaterdecies*, cit., p. 2529; GALLI S., *La disciplina italiana in tema di abusi di mercato*, Milano, 2010, p. 195 ss.; ZANNOTTI, *op. ult. cit.*, p. 422.

⁵⁵⁸ Sul punto, v. NAPOLEONI, *op. loc. cit.*, p. 600, il quale peraltro richiama un secondo argomento, di carattere sistematico, affermando che non è ipotizzabile che il divieto di *tuyautage* possa avere una portata più estesa del divieto di *trading* che, come indicato *supra*, non riguarda il c.d. *insider non trading*: tale osservazione potrebbe non essere più attuale, posto che, alla luce delle novità introdotte dall'art. 3, par. 4, direttiva 2014/57/UE e dall'art. 8, par. 1, reg. (UE) n. 569/2014, i quali hanno stabilito che il divieto di *insider trading* riguarda anche l'annullamento o la modifica di un ordine di acquisto o di vendita inoltrato prima dell'acquisizione di informazioni privilegiate, determinando così

Analogamente, esula dal perimetro di operatività della fattispecie la raccomandazione concernente il semplice *mantenimento* di una posizione di investimento, in quanto il tentativo di includere la mancata smobilitazione di un'operazione nel concetto di «compimento» comporterebbe un inaccettabile ampliamento analogico (in *malam partem*) del perimetro semantico del termine⁵⁵⁹.

Alla luce del vigente assetto, l'effettiva realizzazione dell'operazione raccomandata o indotta, da parte del *tuyautee*, senza che quest'ultimo abbia contezza della natura privilegiata della notizia ricevuta, non comporta l'insorgenza di alcun addebito di responsabilità penale in capo a quest'ultimo⁵⁶⁰: in effetti, il *tuyautee* non possiede alcuna informazione privilegiata, nel momento in cui esegue la raccomandazione ricevuta⁵⁶¹. Ovviamente, qualora il *tuyautee* non si sia limitato a ricevere passivamente la raccomandazione, ma abbia tenuto un comportamento rilevante ai sensi degli artt. 110 e s., c.p., potrà essere mossa nei suoi confronti una contestazione a titolo di concorso nel delitto commesso dall'*insider*. Al di fuori dell'ipotesi concorsuale, può residuare una responsabilità di carattere amministrativo, ai sensi dell'art. 187-*bis*, co. 1, t.u.f. (così come novellato dal d.lgs. n. 107/2018) e dell'art. 14, lett. b), *MAR*), qualora il destinatario della raccomandazione/induzione, *venuto a conoscenza dell'informazione privilegiata* su cui essa si fonda, a sua volta provveda a «raccomandare ad altri di abusare di informazioni privilegiate o indurre altri ad abusare di informazioni privilegiate»⁵⁶².

Pare opportuno evidenziare un profilo di contrasto tra la normativa interna, così come risultante all'esito delle modifiche apportata dal d.lgs. n. 107/2018, e le indicazioni sovranazionali: l'art. 3, par. 7, Direttiva n. 2014/57/UE espressamente stabilisce l'*inclusione*, nell'alveo applicativo dell'abuso di informazioni privilegiate, anche della condotta di chi *sfrutti* la raccomandazione o l'induzione, *sapendo* che le medesime sono basate su di un'informazione privilegiata. Pertanto, il compimento di operazioni di *trading* da parte del *tuyautee* che conosca la natura *inside* delle notizie, poste a fondamento della raccomandazione ricevuta, lungi dall'integrare un mero illecito amministrativo dovrebbe – in ossequio alla citata direttiva – rientrare nell'area del penalmente rilevante⁵⁶³.

La condotta di *tuyautage* presenta statisticamente un'incidenza giudiziaria assai contenuta, in ragione delle difficoltà di accertamento dei passaggi della notizia *inside*

un'equiparazione tra *insider trading* e *insider non trading*, parrebbe essersi parallelamente estesa anche l'area applicativa del divieto di *tuyautage*: anche la raccomandazione o induzione a modificare o a revocare un ordine di *trading* già emesso assumerebbero rilievo penale.

⁵⁵⁹ In questo senso, D'ALESSANDRO, *Regolatori del mercato*, cit., p. 146.

⁵⁶⁰ Cfr. DI AMATO, *op. ult. cit.*, p. 297; GIORDANENGO, *op. ult. cit.*, p. 594.

⁵⁶¹ In questi termini, SGUBBI, voce *Abusi di mercato*, cit., p. 12.

⁵⁶² Su questo specifico profilo, v. MUCCIARELLI, *L'insider trading nella rinnovata disciplina Ue sugli abusi di mercato*, cit., p. 193 ss., il quale evidenziava l'opportunità di comprendere la disposizione eurounitaria, «per ragioni di chiarezza», nell'adeguamento normativo interno.

⁵⁶³ Sul punto, con riferimento all'assetto regolativo vigente *ante* d.lgs. 107/2018, cfr. GIAVAZZI, *op. ult. cit.*, p. 755.

tra i vari soggetti della filiera comunicativa: accertamento che risulta per contro più agevole laddove la dinamica complessiva evidenzia una combinazione, tra condotta di *trading* – compiuta in prima persona dall'*insider* – e condotte di *tuyautage* – con le quali l'*insider* stesso consiglia a terzi il compimento della medesima operazione⁵⁶⁴.

7. *L'illecito contravvenzionale.*

Il comma 3-*bis* dell'art. 184 t.u.f. prevede che laddove le «operazioni» riguardino strumenti finanziari negoziati, o per i quali sia stata richiesta la negoziazione, in un sistema multilaterale di negoziazione (art. 180, co. 1, lett. *a*), n. 2), in un sistema organizzato di negoziazione (n. 2-*bis*), ovvero negoziati *over the counter* (n. 2-*ter*), trovano applicazione le pene congiunte dell'ammenda (fino a euro centotrentamila e duecento novantuno) e dell'arresto (fino a tre anni): trattasi, pertanto, di fattispecie contravvenzionale.

L'attuale formulazione dell'art. 184, co. 3-*bis*, rappresenta l'esito di un articolato percorso normativo, caratterizzato da una progressiva espansione della platea degli strumenti finanziari considerati o, meglio, da un ampliamento delle sedi di negoziazione all'interno delle quali possono verificarsi condotte abusive, in relazione agli strumenti finanziari in esse circolanti.

Mentre l'art. 180 t.u.f., nella versione proposta dalla l. 62/2005, nel fornire la definizione di «strumenti finanziari», limitava la portata di tale locuzione ai soli strumenti negoziati (o ammessi alla negoziazione) in un mercato regolamentato⁵⁶⁵, l'art. 1, co. 13, d.lgs. 17 luglio 2009, n. 101 – con l'intento di garantire adeguati livelli di tutela agli investitori operanti anche al di fuori dei mercati regolamentati – disponeva una prima estensione “oggettiva” della definizione, allargandola sino a comprendere anche gli strumenti finanziari negoziati (o ammessi alla negoziazione) in un sistema multilaterale di negoziazione italiano⁵⁶⁶. L'entrata in vigore del d.lgs. 107/2018 ha

⁵⁶⁴ Si veda, per un'applicazione giurisprudenziale del divieto, Trib. Roma 23 maggio 1996, cit., ove il Tribunale ha ritenuto sussistente il delitto di *insider trading* – sebbene alla luce della disciplina *ante* 2005 – nella condotta di un operatore finanziario il quale aveva posto in essere operazioni di *trading* ed aveva altresì consigliato alcuni suoi amici di effettuare le stesse operazioni di compravendita di titoli di una banca, essendo egli in possesso dell'informazione privilegiata circa un'imminente fusione per incorporazione. Nella fattispecie, l'imputato – agente della società Fideuram – aveva tenuto la condotta descritta, poco tempo prima e subito dopo che era stata pubblicata la notizia della prossima fusione della Fideuram con la banca Manusardi.

⁵⁶⁵ Cfr. art. 180, co. 1, lett. *a*), t.u.f., “versione” l. 62/2005, a mente del quale si intendono « “strumenti finanziari”: gli strumenti finanziari di cui all'articolo 1, comma 2, ammessi alla negoziazione o per i quali è stata presentata una richiesta di ammissione alle negoziazioni in un mercato regolamentato italiano o di altro Paese dell'Unione europea, nonché qualsiasi altro strumento ammesso o per il quale è stata presentata una richiesta di ammissione alle negoziazioni in un mercato regolamentato di un Paese dell'Unione europea».

⁵⁶⁶ L'innovazione apportata dal citato art. 11, d.lgs. 101/2009, veniva peraltro evidenziata dalla nuova conformazione strutturale dell'art. 180, co. 1, lett. *a*), ora “spezzato” in un due sotto-voci: l'art. 180, co.

condotto – come già ricordato *supra*⁵⁶⁷ e in linea con quanto preveduto a livello eurounitario dall'art. 2, par. 1, *MAR* e dall'art. 1, par. 5, *MAD II*⁵⁶⁸ – ad un ulteriore ampliamento del perimetro definitorio della locuzione, includendovi anche le operazioni su strumenti finanziari compiute *over the counter* (OTC).

Al *trend* espansivo che ha caratterizzato l'evoluzione normativa sull'*an*, ossia sul piano di *quali* strumenti *finanziari*, negoziati all'interno di *quali* mercati, possano costituire oggetto di informazione privilegiata – a sua volta abusivamente sfruttata da soggetti *insider* –, non ha tuttavia fatto da *pendant* una analoga equiparazione – per così dire – nel *quantum* delle conseguenze sanzionatorie. Il legislatore nazionale, a partire dal citato d.lgs. 101/2009, ha infatti tratteggiato una dimensione *punitiva* differenziata, fondata esclusivamente sulla *tipologia di strumento finanziario* che costituisce oggetto di condotte di *insider trading* (oltre che di *market abuse*: su cui *infra*) e compendiata nel citato comma 3-*bis* dell'art. 184 t.u.f.: solamente le condotte concernenti strumenti finanziari negoziati in un mercato regolamentato integrano un *delitto*, mentre quelle riguardanti strumenti *altrove* negoziati costituiscono una mera *contravvenzione*.

Differenziazione trattamentale, questa, della cui razionalità può seriamente dubitarsi⁵⁶⁹, atteso che il diverso luogo di negoziazione degli strumenti, pur non recando con sé alcuna modulazione dell'offensività delle condotte – che, per il resto, risultano *identiche* dal punto di vista materiale –, diviene parametro cruciale per l'attivazione del più severo compendio edittale previsto dall'art. 184, co. 1, t.u.f., oltre che per l'applicazione dell'aggravante dell'art. 184, co. 3, t.u.f. e delle pene accessorie di cui all'art. 186 t.u.f., riservate entrambe al solo *delitto* di *insider trading*. Si badi bene: che a tale elemento – ossia al “luogo” nel quale gli strumenti finanziari sono negoziati – non corrisponda un *diverso* grado di gravità (*rectius*: disvalore) delle condotte vietate dall'art. 184 t.u.f., tale da giustificare una risposta ordinamentale *diversa*, è valutazione confermata dallo stesso legislatore nazionale. La citata “bipartizione” sanzionatoria caratterizza infatti il *solo* illecito *penale* di abuso di informazioni privilegiate, mentre non è riproposta sul versante dell'*identico* illecito *amministrativo* (sui rapporti tra le due fattispecie, *infra*).

1, lett. a), n. 1), dedicato agli strumenti finanziari negoziati in un mercato regolamentato; l'art. 180, co. 1, lett. a), n. 2), concernente invece «gli strumenti finanziari di cui all'articolo 1, comma 2, ammessi alla negoziazione in un sistema multilaterale di negoziazione italiano, per i quali l'ammissione è stata richiesta o autorizzata dall'emittente». Per una sintesi delle modifiche apportate dalla novella del 2009, v. SGUBBI, *Le disposizioni generali*, in SGUBBI-FONDAROLI-TRIPODI, *Diritto penale del mercato finanziario*, cit., p. 28-29.

⁵⁶⁷ Cfr. par. 5.3.

⁵⁶⁸ A mente del quale «La presente direttiva si applica a qualsiasi operazione, ordine o altra condotta relativi agli strumenti finanziari di cui ai paragrafi 2 e 4, indipendentemente dal fatto che tale operazione, ordine o condotta avvenga in una sede di negoziazione (*trading venue*)».

⁵⁶⁹ Sulle criticità presenti nella differenziazione sanzionatoria, palesi già all'indomani della novella del 2009, v. BASILE, *Contravvenzioni e contraddizioni*, cit., p. 747 ss.

D'altra parte, l'irragionevolezza insita nella differenziazione sanzionatoria (*penalistica*) appare oggi ancor più evidente che in passato. Mentre la disciplina originaria, introdotta dal d.lgs. 101/2009, distingueva tra operazioni compiute in mercato regolamentato (integranti *delitto*) e operazioni compiute in *multilateral trading facilities* (integranti *contravvenzione*, ai sensi del neo introdotto comma 3-*bis*), la vigente disposizione dell'art. 184 – così come modificata dal d.lgs. 107/2018 – *amplia* tale bipartizione, includendo nel perimetro operativo della *contravvenzione* del comma 3-*bis* anche gli strumenti finanziari negoziati al di fuori di sedi di negoziazione (*over the counter*, OTC), nonché gli strumenti non quotati in sedi di negoziazione ma il cui prezzo o valore dipende dal prezzo o dal valore di uno strumento finanziario ammesso in sede di negoziazione, ovvero ha un effetto su tale prezzo o valore, compresi, non in via esclusiva, i credit default swap e i contratti differenziali.

La disposizione in esame solleva non poche perplessità anche da un differente angolo visuale.

La determinazione del perimetro applicativo della fattispecie dipende infatti dal significato che s'intende attribuire al sostantivo «operazioni» («*nel caso di operazioni relative a strumenti finanziari [...]»*). In assenza di precisazioni ulteriori, non risulta però chiaro se, mediante tale sostantivo, il legislatore abbia inteso riferirsi alle sole ipotesi di *trading* su strumenti finanziari (negoziati in MTF, OTF oppure *over the counter*), come potrebbe suggerire la somiglianza lessicale con l'art. 184, co. 1, lett. a) («*acquista, vende o compie altre operazioni*»), di talché non assumerebbero rilievo *contravvenzionale* le condotte di *tipping* o di *tuyautage*; oppure se, per contro, il termine sia stato utilizzato in senso generico, come ricomprendente tutte le attività *latu sensu* concernenti gli strumenti finanziari – oggetto di informazione privilegiata – negoziati in mercati non regolamentati o *over the counter*, ivi comprese le attività riconducibili alla nozione di *tipping* o di *tuyautage*. Soluzione, quest'ultima, più coerente rispetto alla *ratio* sottesa al divieto di *insider trading*: d'altra parte, la valorizzazione del citato dato lessicale sembra far propendere per l'irrelevanza *contravvenzionale* del *tipping* e del *tuyautage*⁵⁷⁰.

8. Le c.d. esenzioni.

I confini di applicazione dell'illecito *penale* di *insider trading* possono essere tracciati “in negativo”, attraverso un'opera di comparazione che si sviluppa su due piani distinti: a livello *interno*, ossia limitando l'analisi dei rapporti tra art. 184 e art. 187-*bis* t.u.f., gli ambiti di operatività delle due fattispecie emergono grazie al confronto *reciproco* delle due disposizioni; a livello *esterno*, estendendo cioè lo sguardo oltre gli

⁵⁷⁰ Cfr. SGUBBI, in SGUBBI-FONDAROLI-TRIPODI, *op. ult. cit.*, p. 68; per la tesi restrittiva, ancorché criticamente, SEMINARA, *op. ult. cit.*, p. 84).

stretti confini dello specifico binomio penal-amministrativo in tema di *insider trading*, l'area di intervento degli illeciti citati è limitata dalle c.d. *esenzioni*.

In altri termini, le previsioni sanzionatorie dettate per il delitto (oltre che per l'illecito amministrativo) di abuso di informazioni privilegiate non trovano applicazione qualora ricorra una delle due ipotesi di c.d. esenzione, altresì note come ipotesi di c.d. *safe harbours*, previste dall'art. 183.

Atteso che la disposizione citata concorre a costituire, assieme a quella – più volte citata – dell'art. 180 in tema di “Definizioni”, una sorta di “parte generale” della disciplina sul *market abuse*, come tale destinata a incidere sia sulla fattispecie di *insider trading*, sia su quella di *market manipulation*, pare opportuno dedicare uno spazio di trattazione *ad hoc* per il tema delle esenzioni.

In particolare, può ricordarsi che sotto l'unitaria espressione semantica di “esenzioni” rientrano due distinte tipologie di ipotesi.

La prima – prevista dall'art. 183, co. 1, lett. *a*), il quale rinvia al disposto dell'art. 6, reg. (UE) n. 596/2014 – stabilisce l'inapplicabilità dei divieti di *market abuse* con riguardo alle operazioni attinenti alla politica monetaria, alla politica valutaria o alla gestione del debito pubblico compiute dallo Stato italiano, da uno Stato membro dell'Ue, dal Sistema europeo delle Banche centrali, da una Banca centrale di uno Stato membro dell'Ue, o da qualsiasi altro ente ufficialmente designato ovvero da un soggetto che agisca per conto degli stessi.

In ossequio a quanto previsto dalla seconda ipotesi – disciplinata dall'art. 183, co. 1, lett. *a*) – i divieti imposti non si applicano «alle negoziazioni di azioni proprie» effettuate ai sensi dell'art. 5, reg. (UE) n. 596/2014 (il quale richiama anche le c.d. operazioni di stabilizzazione, non espressamente citate nella disposizione interna)⁵⁷¹, ossia effettuate nell'ambito di programmi di riacquisto da parte dell'emittente o di società controllate o collegate (c.d. *buy back*), ed alle operazioni di stabilizzazione di strumenti finanziari.

9. L'elemento soggettivo.

Il delitto di *insider trading* è punito a titolo di dolo generico ed è compatibile con il dolo eventuale.

Con riguardo alla condotta di *trading*, occorre dunque accertare che il soggetto fosse animato dalla coscienza e volontà di compiere le operazioni finanziarie utilizzando le informazioni privilegiate, nella consapevolezza di detenerle⁵⁷². Merita evidenziare che la Corte di Giustizia dell'Unione europea, nella più volte citata

⁵⁷¹ Su questo specifico punto, cfr. MUCCIARELLI, *op. ult. cit.*, p. 13.

⁵⁷² Per contro, privo di rilievo è l'intento speculativo che, in quanto tale, connota qualunque operazione borsistica: v. SEMINARA, *Il reato di insider trading tra obbligo di astensione e divieto di utilizzazione in borsa di informazioni riservate*, cit., p. 332. La precisazione è condivisa anche da ZANNOTTI, *Diritto penale dell'economia*, cit., p. 427.

sentenza *Spector Photo Group*, per un verso ha precisato come la presunzione relativa di *utilizzo* dell'informazione privilegiata e, quindi, di violazione del divieto di *insider trading* da parte di colui che la detenga, non può pregiudicare il diritto di difesa dell'indagato; e, per altro verso, ha sottolineato come l'accertamento dell'effettiva violazione del divieto debba essere condotto alla luce della finalità della Direttiva, «la quale consiste nel tutelare l'integrità dei mercati finanziari e nel rafforzare la fiducia degli investitori, che riposa, in particolare, sulla garanzia che questi ultimi saranno posti su un piano di parità e tutelati contro l'utilizzazione illecita delle informazioni privilegiate»⁵⁷³. Le indicazioni del Giudice dell'Unione – oggi 'positivizzate' all'interno dell'art. 9 *MAR*, dedicato alle "Condotte legittime" e a sua volta richiamato dall'art. 4, par. 8, *MAD IF*⁵⁷⁴ – hanno avuto il pregio di porre un freno a quel *trend* applicativo che, nella prospettiva di agevolare la dimostrazione, invero complessa, dell'effettivo sfruttamento della notizia *inside*, finiva per arrestare l'approfondimento probatorio al dato della semplice detenzione dell'informazione, seguita dal compimento della transazione sul titolo: con l'esito di creare delle vere e proprie ipotesi di responsabilità c.d. d'autore, incardinate attorno alla logica del sospetto⁵⁷⁵.

Nell'ipotesi di *tuyautage*, l'elemento psicologico consiste nella coscienza e volontà di raccomandare o indurre un terzo al compimento dell'operazione sulla base della notizia *inside* posseduta dall'iniziato, il quale deve essere consapevole della valenza privilegiata di tale informazione.

Quanto alla terza modalità della condotta, quella di *tipping*, è stato evidenziato che l'accertamento del coefficiente psicologico risulta – all'apparenza – più problematico. A differenza del *trading* e del *tuyautage*, la cui caratura dolosa può agevolmente ricavarsi dalla pregnanza semantica delle locuzioni che ne descrivono la condotta («utilizzare», «raccomandare o indurre»), la fattispecie del *tipping* consiste in una semplice attività di comunicazione che, di per sé, può essere effettuata per le ragioni più disparate: anche per mera negligenza. L'ipotesi che la condotta di *tipping* possa rilevare anche in una dimensione colposa apparentemente corroborata dal tenore dell'art. 8, par. 4, reg. (UE) n. 596/2014, secondo il quale il divieto si applica a chi «sa o dovrebbe sapere che si tratta di informazioni privilegiate», è in realtà esclusa dallo stesso legislatore sovranazionale: a mente del *considerando* n. 26, infatti, la locuzione «dovrebbe sapere» indica semplicemente una presunzione relativa, nel senso che l'autorità giudiziaria deve verificare se il soggetto poteva conoscere la natura

⁵⁷³ CGUE, *Spector Photo Group*, cit., par. 62.

⁵⁷⁴ A mente del quale «Ai fini del presente articolo, dalla mera circostanza che una persona possieda o abbia posseduto informazioni privilegiate non dovrà farsi discendere la conseguenza che tale persona abbia usato tali informazioni e abbia in questo modo commesso un abuso di informazioni privilegiate attraverso operazioni di acquisizione o cessione, quando la sua condotta può qualificarsi come legittima ai sensi dell'articolo 9 del regolamento (UE) n. 596/2014»

⁵⁷⁵ Sul tema, SEMINARA, *Insider trading e diritto penale*, cit., p. 231 ss.

privilegiata dell'informazione trasmessa alla luce del criterio dell'uomo medio⁵⁷⁶. D'altra parte, a ritenere che la fattispecie di cui all'art. 184, co. 1, lett. b) possa essere indifferentemente sorretta tanto da un atteggiamento psicologico doloso, quanto da uno colposo, presterebbe il fianco a una censura di illegittimità costituzionale per violazione dell'art. 3 Cost.: parrebbe invero irragionevole che la medesima sanzione possa colpire, con lo stesso grado di severità, la variante colposa della medesima condotta dolosa.

10. L'individuazione del momento consumativo e il tentativo.

Il reato di *insider trading* ha natura istantanea, consumandosi con il compimento dell'operazione finanziaria ovvero con la comunicazione della notizia o con l'effettuazione della raccomandazione o induzione.

Con specifico riguardo all'ipotesi del *trading* l'individuazione del momento consumativo può presentare profili problematici posto che il diritto penale dei mercati finanziari si caratterizza per la presenza di elementi assolutamente dematerializzati: a seguito della legge sulla dematerializzazione (d.lgs. 213/1998), infatti, lo strumento finanziario non ha più un supporto fisico, cosicché il concetto di acquisto o di vendita non postula il passaggio di un oggetto materiale da un soggetto a un altro. Sulla base di tali considerazioni, mentre nella giurisprudenza di merito era stato "genericamente" affermato che il *locus commissi delicti* del reato di *insider trading* si individuasse lì ove, in base alle norme civilistiche che disciplinano la negoziazione sul mercato, la transazione si perfeziona⁵⁷⁷, la Suprema Corte ha avuto modo di specificare – pur in relazione alla fattispecie vigente *ante* modifiche apportata dalla l. 62/2005 – che il momento consumativo del reato «è da individuare, quando la condotta incriminata consista nell'acquisto di strumenti finanziari "dematerializzati", in coincidenza con il trasferimento della proprietà dei titoli, che si perfeziona solo con il compimento della

⁵⁷⁶ A mente del citato art. 8, par. 4, *MAR*, infatti, «le autorità competenti dovrebbero prendere in considerazione ciò che una persona normale e ragionevole potrebbe sapere o avrebbe dovuto sapere tenuto conto delle circostanze». Osserva SEMINARA, *Diritto penale commerciale*, cit., p. 82, che tale presunzione finisce per determinare un'inversione dell'*onus probandi* a carico dell'accusato.

⁵⁷⁷ Tribunale Milano, 25 ottobre 2006, in *Foro ambr.*, 2006, fasc. 4, p. 430, con nota di CAMERA G., *Spunti di diritto processuale in materia di insider trading e market abuse*. Sulla scorta di tale criterio generale, il Tribunale aveva dunque ritenuto che nel caso di «obbligazioni negoziate presso il M.O.T., che è un comparto della Borsa, il cui Regolamento espressamente prevede l'intervento della medesima sugli orari di negoziazione, sulla gestione degli errori e le disfunzioni tecniche, in particolare sulla sospensione della quotazione dei titoli per eccesso di rialzo e ribasso, si deve ritenere che il "locus commissi delicti" ovvero quello in cui è avvenuto il compimento dell'operazione finanziaria sia quello in cui ha sede la Borsa (Milano), quale luogo attraverso il quale Consob esercita il suo potere-dovere di controllo, e ciò anche in considerazione che il bene protetto dalle norme che si assumono violate, è la stabilità ed il regolare funzionamento del mercato finanziario».

registrazione in accredito, ad opera dell'intermediario, sull'apposito conto aperto dall'acquirente»⁵⁷⁸.

Meno problematica l'individuazione del luogo e del momento di consumazione del reato, allorché vengano in rilievo le ipotesi di *tipping* e di *tuyautage*: in tal caso occorre accertare dove e quando «il messaggio o il suggerimento pervengono nella sfera cognitiva del destinatario»⁵⁷⁹.

Peraltro, la giurisprudenza di legittimità ha evidenziato come si configura una pluralità di reati, allorché vi siano plurime comunicazioni o raccomandazioni, effettuate nei confronti di soggetti diversi, oppure concernenti elementi distinti (ma ugualmente riconducibili alla nozione di informazione privilegiata) della medesima vicenda concreta⁵⁸⁰.

Quanto alla configurabilità del tentativo, la dottrina ha da tempo evidenziato come sia «astrattamente indubbia»⁵⁸¹.

Con riferimento alle condotte *trading* in senso stretto, si pensi al caso in cui la notizia sia stata divulgata – perdendo così la sua natura privilegiata – prima che l'agente abbia potuto realizzare l'operazione oppure, più in generale, a tutte le ipotesi in cui al conferimento dell'ordine non abbia fatto seguito il compimento dell'operazione a causa di eventi esterni.

Con riguardo invece alle condotte di *tipping* e di *tuyautage*, il tentativo è configurabile qualora la comunicazione o il consiglio, per ragioni esterne alla volontà dell'agente, non pervengano a conoscenza del destinatario⁵⁸².

11. Cenni sull'illecito amministrativo.

⁵⁷⁸ Cass., sez. V, 21 gennaio 2009, n. 7769, in *Giur. comm.*, 2010, p. 77 ss., con nota di CIAN M., *Il trasferimento dei titoli dematerializzati fra consensualismo e anticonsensualismo*; in *Dir. pen. proc.* 2010, p. 215 ss., con nota di RAGNI E., *Abuso di informazioni privilegiate, momento consumativo e competenza territoriale*; in *Banca, borsa, titoli di credito*, 2011, p. 187 ss., con nota di VANONI S., *Abuso di informazioni privilegiate, competenza territoriale e luogo di acquisizione della titolarità di strumenti finanziari negoziati in Borsa*. Sul complesso e delicato tema della determinazione del *locus commissi delicti* dell'illecito – penale e amministrativo – di *insider trading*, cfr. AMATI, *Abusi di mercato*, cit., p. 159 ss. Vedasi altresì MIEDICO, *Gli abusi di mercato*, cit., p. 336.

⁵⁷⁹ In questi termini, NAPOLEONI, voce *Insider trading*, cit., p. 602; SGUBBI, *L'abuso di informazioni privilegiate*, in SGUBBI-FONDAROLI-TRIPODI, cit., p. 60.

⁵⁸⁰ Il punto è stato precisato da Cass., n. 49362/2012, cit., con la sentenza che ha chiuso la vicenda Bnl-Unipol, in relazione alla contestazione di *insider trading*.

⁵⁸¹ NAPOLEONI, *op. loc. cit.*

⁵⁸² Cfr. SEMINARA, *op. ult. cit.*, p. 83; D'ANDREA A., *L'abuso di informazioni privilegiate*, in CADOPPI A.-CANESTRARI S.-MANNA A.-PAPA A. (a cura di), *Diritto penale dell'economia*, vol. I, Padova, 2016, p. 475; SGUBBI *op. loc. cit.*; FOFFANI, *op. ult. cit.*, p. 721.

Ai sensi dell'art. 187-*bis* t.u.f., salve le sanzioni penali previste dall'art. 184 – *incipit* che esclude l'operatività del principio di specialità di cui all'art. 9, l. 689/81⁵⁸³ –, «è punito con la sanzione amministrativa pecuniaria da ventimila euro a cinque milioni di euro chiunque viola il divieto di abuso di informazioni privilegiate e di comunicazione illecita di informazioni privilegiate di cui all'articolo 14 del regolamento (UE) n. 596/2014».

Ad un primo sguardo, quale sia la condotta disciplinata dall'art. 187-*bis* t.u.f. non pare immediatamente evincibile: il ricorso alla vituperata tecnica del rinvio⁵⁸⁴, qui materialmente compendiata nel richiamo all'art. 14 del *MAR*, impone all'interprete un "salto" d'analisi, passando dalla disciplina del t.u.f. a quella regolamentare.

D'altra parte, la disposizione dell'art. 14 sembra presentare un contenuto sostanzialmente coincidente rispetto a quello che caratterizza l'originaria formulazione dell'art. 187-*bis* t.u.f., legittimando una (prima) impressione di sostanziale sovrapposibilità della fattispecie amministrativa rispetto a quella penale contemplata dall'art. 184 t.u.f.: la disposizione eurounitaria ripropone la "triade" fenomenica tradizionale, sancendo il divieto di «a) abusare o tentare di abusare di informazioni privilegiate [*trading*]; b) raccomandare ad altri di abusare di informazioni privilegiate o indurre altri ad abusare di informazioni privilegiate [*tuyautage*]; oppure c) comunicare in modo illecito informazioni privilegiate [*tipping*]]».

In effetti, sotto la vigenza della precedente variante normativa dell'art. 187-*bis*, la dottrina era concorde nell'evidenziarne la tendenziale coincidenza precettiva rispetto all'*insider trading* "penale", ferme talune variazioni, a loro volta compendiabili in tre profili essenziali⁵⁸⁵: 1) la rilevanza delle condotte colpose ai sensi dell'illecito amministrativo (elemento distintivo chiaramente esistente solo in rapporto fattispecie delittuosa di cui al primo comma dell'art. 184, non già rispetto alle varianti contravvenzionali pur ivi previste⁵⁸⁶); 2) l'equiparazione del tentativo rispetto alla

⁵⁸³ Come si avrà modo di esaminare nel Cap. III, Sez. II, par. 2.1, la possibilità di pervenire a un'interpretazione convenzionalmente orientata dell'inciso di apertura dell'art. 187-*bis* (e dell'art. 187-*ter*), quale strumento ermeneutico per rimediare alle criticità determinate dal doppio binario sanzionatorio sul versante del *ne bis in idem*, è stata esclusa proprio in ragione del tenore letterale della clausola d'esordio: pare inequivoco come il legislatore nazionale abbia inteso *escludere* l'operatività del principio di specialità. A tacer d'altro, se invece avesse inteso ricorrere all'art. 9, l. 689/81, avrebbe utilizzato una formula lessicalmente diversa.

⁵⁸⁴ Cfr. *supra*, Cap. I, Sez. II, par. 5.

⁵⁸⁵ Così, MAZZACUVA-AMATI, *Diritto penale dell'economia*, cit., p. 319.

⁵⁸⁶ L'atteggiamento colposo, peraltro, parrebbe compatibile solo con la condotta di *tipping*, mentre la connotazione intrinsecamente dolosa del *trading* e del *tuyautage* escluderebbe la loro rilevanza a titolo di colpa: in tal senso, AMBROSETTI E.-MEZZETTI E.-RONCO M., *Diritto penale dell'impresa*, IV ed., Bologna, 2016, p. 268; GAMBARDELLA, *Condotte economiche*, cit., p. 325; D'ALESSANDRO, *Regolatori del mercato*, cit., p. 153; MANNO, *Profili penali*, cit., p. 178; PLANTAMURA, *L'insider trading e la manipolazione del mercato*, cit., p. 1000. *Contra* però SEMINARA, *op. ult. cit.*, p. 87, per il quale la componente dolosa del *trading* e del *tuyautage* «non può non estendersi alla condotta di comunicazione». Sulle perplessità sollevate dall'equiparazione sanzionatoria tra condotte dolose e condotte colpose,

consumazione (art. 187-*bis*, co. 6)⁵⁸⁷; 3) l'inclusione, tra i soggetti attivi dell'illecito, anche dell'*insider* c.d. secondario (art. 187-*bis*, co. 4)⁵⁸⁸.

In realtà, l'art. 14 *MAR* costituisce solo una disposizione “di sintesi” rispetto ad altre, topograficamente precedenti, disposizioni regolamentari – in particolare quella dell'art. 8 e dell'art. 10 (più volte citate nei precedenti paragrafi) – che forniscono la disciplina eurounitaria di dettaglio in tema di *insider trading*.

Peraltro, anche conducendo un confronto “allargato”, tra la disposizione dell'art. 184 e quella dell'art. 187-*bis*, così come “integrata” dal richiamo *diretto* all'art. 14 *MAR* e dai richiami *indiretti* agli artt. 8 e 10 del Regolamento, non paiono emergere profili di divergenza ulteriore – rispetto a quelli già evidenziati – tra fattispecie penale e fattispecie amministrativa⁵⁸⁹, ferma ovviamente la mancata distinzione sanzionatoria del *tiping*, da un lato, e del *tuyautage* e del *trading*, dall'altro, oltre che l'espunzione – dall'art. 8, co. 1, *MAR* – della clausola di chiusura riferita al compimento «di altre operazioni», presente invece nell'art. 184, co. 1, lett. *a*), t.u.f.⁵⁹⁰

Ciò premesso, con riguardo al rapporto intercorrente tra l'illecito penale e quello amministrativo, il legislatore della riforma ha optato per la conferma dell'opzione punitiva “massima”: allorché il medesimo fatto integri, a un tempo, sia l'illecito penale che la controparte amministrativa, il paradigma normativo è pacificamente impostato in modo da imporre il cumulo sanzionatorio. Il parallelismo operativo – concernente non solo le sanzioni pecuniarie, ma altresì le sanzioni interdittive (art. 187-*quater*), la confisca (art. 187-*sexies*) e le sanzioni amministrative a carico dell'ente (art. 187-*quinquies*) – è sintomo di in una scelta di campo che, solo parzialmente mitigata dal meccanismo di “compensazione” di cui all'art. 187-*terdecies*, oggetto di ampio approfondimento nel prosieguo della trattazione⁵⁹¹, è sintomatica di un approccio ai fenomeni di *market abuse* ispirato da una logica dichiaratamente repressiva, al punto

MUCCIARELLI, *L'abuso di informazioni privilegiate*, cit., p. 1474, nonché GIAVAZZI, *L'abuso di informazioni privilegiate*, cit., p. 763.

⁵⁸⁷ Elemento che, secondo SEMINARA, *op. loc. cit.*, sarebbe indicativo di «come la ricezione delle direttive dell'Unione europea nell'ordinamento interno talvolta avvenga in violazione di principi fondamentali del nostro sistema penale, che invece limita la punibilità per tentativo ai soli delitti e prevede una diminuzione di pena rispetto alla consumazione (quest'ultima operante rispetto all'art. 184!)».

⁵⁸⁸ Figura sulla quale diffusamente *supra*, par. 4.2.

⁵⁸⁹ Fondamentali, sul punto, le considerazioni di MUCCIARELLI F., *Gli illeciti amministrativi degli artt. 187 bis, 187 ter e 187 ter.1 t.u.f. dopo la riforma all'insegna della tecnica del rinvio*, in *Soc.*, 2019, fasc. 5, p. 578 ss.

⁵⁹⁰ Di talché il compimento di operazioni non integranti un “acquisto” o una “vendita” dovrebbero collocarsi fuori dal perimetro operativo della fattispecie. Esito invero paradossale «non soltanto perché si assiste all'implausibile esito che la fattispecie penale disegna un insieme più ampio di quella del corrispondente illecito amministrativo, ma anche perché non riesce facilmente comprensibile la ragione di tale esclusione, posto che operazioni diverse dall'acquisto e dalla vendita possono sortire [...] effetti offensivi non difforni sul piano dei bene giuridici tutelati» (MUCCIARELLI, *op. ult. cit.*, p. 585).

⁵⁹¹ Cfr. *infra*, Cap. III, sez. II, par. 5, 5.1, 5.2.

da tollerare anche delle flessioni sul piano dei diritti fondamentali: *in primis*, quello racchiuso nel brocardo *ne bis in idem*.

12. La responsabilità amministrativa degli enti: cenni.

La l. 62/2005 ha introdotto nell'ammagliatura normativa del d.lgs. 231/2001 l'art. 25-*sexies*, per tale via disponendo (condivisibilmente) l'inserimento, all'interno del catalogo dei reati presupposto per la responsabilità c.d. amministrativa dell'ente, anche degli illeciti di *insider trading* e di manipolazione del mercato.

Pare opportuno evidenziare come l'art. 25-*sexies* prevede un inedito "svincolamento" della reazione sanzionatoria, disposta dal decreto 231, rispetto al tradizionale sistema per quote che ne connota l'operatività: a mente infatti dell'art. 25-*sexies*, co. 2, laddove la commissione dei reati di *insider trading* o di *market manipulation* abbia consentito all'ente di conseguire un prodotto o un profitto «di rilevante entità, la sanzione è aumentata fino a dieci volte tale prodotto o profitto». Conseguentemente, in tali ipotesi di prodotto o profitto di rilevante entità, la sanzione non sarà più irrogata sulla scorta del meccanismo 'per quote', ma verrà rispetto al criterio del prodotto o del profitto⁵⁹².

Il "doppio binario" sanzionatorio che caratterizza il microcosmo del *market abuse* viene replicato anche sul versante della responsabilità della *societas*. Occorre infatti evidenziare che, in virtù di quanto stabilito dall'art. 187-*quinquies*, alla responsabilità dell'ente, rilevante ai sensi del d.lgs. n. 231/2001 e collegata alla contestazione di un illecito penale di *insider trading* (o di manipolazione del mercato) alla persona fisica "appartenente all'ente" (secondo i criteri di cui agli artt. 5, 6 e 7, d.lgs. n. 231/2001), si accompagna un'inedita responsabilità amministrativa dell'ente medesimo, collegata all'illecito amministrativo di *insider trading* (o di manipolazione del mercato), commesso dalla persona fisica "appartenente" all'ente (in base criteri sostanzialmente identici rispetto a quelli dettati dal d.lgs. n. 231/2001).

⁵⁹² COLONNA F.-ROMOLOTTI T.E., *Il recepimento della direttiva market abuse e l'adeguamento dei modelli organizzativi per la prevenzione dei reati*, in *Resp. amm. soc. enti*, 2006, fasc. 2, p. 43 ss. Sul punto v. anche SEMINARA, *op. ult. cit.*, p. 85, il quale ritiene tale disposizione inapplicabile considerato che la sanzione base resta legata al numero di quote, che rappresentano un'entità disomogenea rispetto all'importo del prodotto o del profitto, risultando quindi "insuscettibili" di un aumento; v. altresì BASILE E., *Abusi di mercato bagatellari per molti, ma non per gli enti. Contravvenzioni di market abuse e responsabilità ex d.lgs. 231/2001*, in *Resp. amm. soc. enti*, 2011, fasc. 1, p. 61 ss.

SEZIONE II

LA MANIPOLAZIONE DEL MERCATO

SOMMARIO: 1. Il quadro normativo. Dalla frammentazione delle ipotesi di aggioaggio alla l. 62/2005. – 1.1. (segue) Le modifiche all’art. 185 t.u.f.: dalla l. 262/2005 al d.lgs. 107/2018. – 2. L’interesse protetto. – 3. I soggetti attivi. – 4. Le condotte tipiche: continuità e discontinuità tra disciplina interna e indicazioni eurounitarie. – 4.1. (segue): la manipolazione ‘informativa’. – 4.2. (segue): la manipolazione c.d. operativa. – 5. Il requisito della *price sensitivity*. – 6. La fattispecie contravvenzionale. Rinvio. – 7. Le c.d. esenzioni. Rinvio. – 8. Le prassi di mercato ammesse: quadro normativo. – 8.1. (segue). L’iter di formazione delle prassi. Cenni. – 8.1.1. Fase antecedente all’istituzione della prassi. – 8.1.2. Fase istitutiva della prassi. – 8.1.3. Fase di esecuzione della prassi. – 8.2. (segue): i c.d. motivi legittimi. – 8.3. (segue). L’ambito di operatività delle prassi di mercato ammesse. – 8.4. (segue). La natura giuridica delle prassi di mercato. – 9. Il nuovo comma 2-ter. – 10. L’elemento soggettivo. – 11. La problematica individuazione del momento consumativo. – 12. Il tentativo. – 13. Il trattamento sanzionatorio: rinvio. La circostanza aggravante, le pene accessorie e la confisca. – 14. Il rapporto con le sanzioni amministrative e il c.d. doppio binario sanzionatorio. Rinvio. – 15. La responsabilità degli enti. Rinvio.

1. Il quadro normativo. Dalla frammentazione delle ipotesi di aggioaggio alla l. 62/2005.

L’attuale fisionomia del delitto di manipolazione del mercato – disciplinato dall’art. 185 t.u.f. – rappresenta l’esito di un faticoso percorso normativo, scandito non solo dal mutamento d’approccio strategico intervenuto a livello eurounitario – normativamente rappresentato dall’avvicendamento tra la Direttiva 2003/6/Ce e il binomio *MAR-MAD II* –, ma anche da una complicata gestazione interna che, più in generale, ha caratterizzato la regolamentazione della figura “trasverale” – quantomeno in senso semantico – del c.d. “aggioaggio”⁵⁹³.

Alle soglie dell’entrata in vigore del d.lgs. 11 aprile 2002, n. 6 (di riforma dei reati societari), lo scenario normativo nazionale si presentava infatti piuttosto frastagliato. Muovendo dalla matrice tipologica offerta dalla fattispecie di aggioaggio “comune”, delineata dall’art. 501 c.p. (“Rialzo e ribasso fraudolento di prezzi sul pubblico mercato o nelle borse di commercio”), si è invero assistito a una proficua gemmazione di ipotesi speciali di aggioaggio, proliferate al di fuori del contenitore codicistico: limitando l’analisi alle disposizioni di più evidente somiglianza rispetto

⁵⁹³ Per una definizione cfr. CERQUA L.D., voce *Reati di aggioaggio*, in *Dig. disc. pen., Agg. IV*, tomo II, 2008, p. 885, secondo il quale il termine «aggioaggio» «[...] designa la condotta di chi, mosso da finalità lucrative, provoca artificiosamente variazioni del valore di merci o di titoli». Sul punto, v. anche SEMINARA S., *L’aggioaggio (art. 2637 c.c.)*, in GIARDA A.-SEMINARA S. (a cura di), *I nuovi reati societari: diritto e processo*, Padova, 2002, p. 543. Per un’ampia ricognizione di carattere storico sull’evoluzione della disciplina penale in materia di aggioaggio, v. SVAMPA A., *La repressione del delitto di aggioaggio dalla Rivoluzione francese alla codificazione Rocco*, in *Giust. pen.*, 1992, p. 368 ss.

all'art. 501 c.p.⁵⁹⁴, accanto al delitto di “Manovre fraudolente sui titoli della società”, disciplinato dall'art. 2628 c.c.⁵⁹⁵, il *genus* normativo dell'aggiotaggio contemplava la *species* dell' “Aggiotaggio bancario”, contemplato dall'art. 138, d.lgs. 1 settembre 1993, n. 385⁵⁹⁶, e la fattispecie disciplinata dall'art. 5, l. 17 maggio 1991, n. 157⁵⁹⁷.

Quest'ultima disposizione – che rappresenta l'antesignano della figura delittuosa oggi collocata all'art. 185 t.u.f., tenuto conto dei non pochi tratti di continuità strutturale e contenutistica intercorrenti tra le due fattispecie⁵⁹⁸ – è dapprima confluita nell'art. 181 t.u.f. (“Aggiotaggio su strumenti finanziari”) e, quindi, all'interno del “nuovo” art. 2637 c.c. – rubricato “Aggiotaggio” – figura delittuosa introdotta mediante il d.lgs. 6/2002 e alla quale il legislatore affidava il compito di riordinare e unificare le diverse ipotesi di aggiotaggio (bancario, finanziario, societario) sparse nelle codice civile e

⁵⁹⁴ Accanto alle fattispecie espressamente richiamate nel testo, talvolta in dottrina veniva proposta una più ampia tassonomia, comprendente anche il delitto di “Disfattismo economico” (art. 267 c.p.) e quello di “Manovre speculative su merci” (art. 501-*bis* c.p.), oltre alle ipotesi “storiche” del c.d. “aggiotaggio valutario” (l. 25 luglio 1939, n. 1097, modificato con D.L. lgt. 31 luglio 1945, n. 460 e abrogato dalla l. 18 ottobre 1949, n. 769) e del c.d. “aggiotaggio annonario” (art. 326 c.p. Zanardelli). Cfr. FOFFANI L., *L'aggiotaggio nelle società commerciali*, in FOFFANI L.-MAZZA U.-MAZZACUVA N.-MEYER A. (a cura di), *Diritto penale commerciale. Vol. 2. I reati societari e la tutela penale del mercato mobiliare*, in BRICOLA F.-ZAGREBELSKY V. (diretta da), *Giurisprudenza sistematica di diritto penale*, Torino, 1990, p. 260; AZZALI G., voce *Aggiotaggio*, in *Enc. dir., Agg. II*, 1998, p. 40 ss.

⁵⁹⁵ La citata disposizione, oggi dedicata al diverso delitto di “Illecite operazioni sulle azioni o quote sociali o della società controllante” (a seguito delle novità apportate dal d.lgs. 11 aprile 2002, n. 61 che, come noto, ha modificato l'intero Titolo XI del Libro V del Codice civile), recitava quanto di seguito: «Gli amministratori, i direttori generali, i sindaci e i liquidatori che diffondono notizie false o adoperano altri mezzi fraudolenti atti a cagionare nel pubblico mercato o nelle borse di commercio un aumento o una diminuzione del valore delle azioni della società o di altri titoli ad essa appartenenti, sono puniti con la reclusione da uno a cinque anni e con la multa non inferiore a L. 600.000». La “derivazione” diretta della struttura dell'art. 2628 c.c. dallo “stampo” dell'art. 501 c.p. è esplicitamente confermata dai compilatori del codice: cfr. *Relazione del ministro guardasigilli al codice civile*, n. 1060, ove viene chiarito come, in sede di redazione della fattispecie «si è [...] adottato, quanto alla fattispecie materiale, lo stampo della previsione che l'art. 501 cod. pen. fornisce, facendone un reato di pericolo, e si è ridotto l'elemento soggettivo al dolo generico».

⁵⁹⁶ Tale disposizione, successivamente abrogata dal d.lgs. 11 aprile 2002, n. 61, stabiliva che «Chiunque divulga, in qualunque forma, notizie false, esagerate o tendenziose riguardanti banche o gruppi bancari, atte a turbare i mercati finanziari o a indurre il panico nei depositanti, o comunque a menomare la fiducia del pubblico, è punito con le pene stabilite dall'art. 501 del codice penale. Restano fermi l'art. 501 del codice penale, l'art. 2628 del codice civile e l'art. 5 della legge 17 maggio 1991, n. 157». La fattispecie sostituiva peraltro la precedente ipotesi di “aggiotaggio bancario”, disciplinata dall'art. 98, l. 7 marzo 1938, n. 141 (c.d. legge bancaria).

⁵⁹⁷ A mente dell'art. 5, co. 1, l. 157/1991, «Chiunque divulga notizie false, esagerate o tendenziose ovvero pone in essere operazioni simulate od altri artifici, idonei ad influenzare sensibilmente il prezzo di valori mobiliari, è punito con la reclusione fino a sei mesi e con la multa da lire un milione a lire trenta milioni».

⁵⁹⁸ Come correttamente osservato da MAGRO M.B., voce *Manipolazioni del mercato*, in *Dig. disc. pen., Agg. IV*, tomo I, 2008, p. 347.

nella legislazione speciale⁵⁹⁹, di modo che, per effetto della razionalizzazione legislativa, il precedente «microsistema»⁶⁰⁰ dei delitti di aggioaggio fosse ridotto a due figure: quella dell'art. 501 c.p. e quella dell'art. 2637 c.c.⁶⁰¹

La linea dell'unificazione normativa seguita dal legislatore nazionale – tendenzialmente salutata con favore dalla dottrina⁶⁰², fermi taluni dubbi in ordine alla effettiva bontà di una pretesa *reductio ad unum* di fattispecie diverse in quanto preordinate alla realizzazione di obiettivi di tutela fisiologicamente differenti⁶⁰³ – era tuttavia destinata a vita breve, tenuto conto che l'imminente entrata in vigore della Direttiva 2003/6/Ce avrebbe imposto di metter nuovamente mano al Testo unico in materia finanziaria, con inevitabili riflessi sull'ordinato microsistema normativo tratteggiato dal d.lgs. 6/2002.

La l. 18 aprile 2005, n. 62, è infatti intervenuta in una duplice direzione.

Per un verso, allo scopo di recepire le indicazioni comunitarie, l'art. 9, co. 2, della c.d. “legge comunitaria 2004” ha inserito, all'interno del nuovo Titolo I-*bis* del t.u.f. –

⁵⁹⁹ Inequivoco il tenore della *Relazione ministeriale* al d.lgs. 61/2002, reperibile in *Guida dir.*, 2002, n. 16, p. 28 ss., nella parte in cui evidenzia come la disposizione dell'art. 2638 c.c. fosse finalizzata «ad accorpere le diverse figure di aggioaggio in precedenza previste al di fuori del codice penale [...] ponendo così fine allo stato di confusione normativa generata dalla coesistenza, nella legislazione speciale, di varie disposizioni» (p. 33).

⁶⁰⁰ Di «microsistema» - nel quale contempla anche la fattispecie, cronologicamente successiva, dell'art. 181, d.lgs. 58/1998 – parla BONINI S., *La repressione delle turbative del mercato*, in MEYER A.-STORTONI L. (coordinato da), *Diritto penale della banca, del mercato mobiliare e finanziario*, in BRICOLA F.-ZAGREBELSKY V. (diretta da), *Giurisprudenza sistematica di diritto penale*, Torino, 2002.

⁶⁰¹ Disponeva l'art. 2637 c.c., così come introdotto dal d.lgs. 6/2002, che «Chiunque diffonde notizie false, ovvero pone in essere operazioni simulate o altri artifici concretamente idonei a provocare una sensibile alterazione del prezzo di strumenti finanziari, quotati o non quotati, ovvero ad incidere in modo significativo sull'affidamento che il pubblico ripone nella stabilità patrimoniale di banche o di gruppi bancari, è punito con la pena della reclusione da uno a cinque anni».

⁶⁰² Cfr. CONTIL., *La revisione del diritto penale societario. Introduzione*, in *Soc.*, 2000, p. 187. L'Autore aveva peraltro già avuto modo di evidenziare – pur con riferimento al contesto normativo precedente a quello descritto (in cui le disposizioni di riferimento s'individuavano negli artt. 501 c.p., 2628 c.c., art. 98, l. 141/1938 – le criticità derivanti da un intreccio di plurime fattispecie in materia di aggioaggio: cfr. ID., *Aggioaggio societario*, in ID., *Diritto penale commerciale*, Vol. I, Torino, 1965, p. 340. Nello stesso senso, MAJANI G., *I riflessi penalistici del mercato dei titoli*, in NUVOLONE P. (a cura di), *Il diritto penale delle società commerciali*, Milano, 1971, p. 290-291; ROMANO M., *Il diritto penale e la borsa*, in *Giur. comm.*, 1978, fasc. 5, p. 699-701. Merita peraltro di essere ricordato che una complessiva opera di riordino della poliedrica disciplina sull'aggioaggio era stata formalizzata nell'ambito dello *Schema di legge delga per l'emanazione di un nuovo Codice penale*, elaborato dalla Commissione Pagliaro nel 1992 (reperibile in *Ind. pen.*, 1992, p. 659 ss.).

⁶⁰³ Cfr. MUSCO E., *I nuovi reati societari*, III ed., Milano, 2007, p. 274 ss.; PREZIOSI S., *L'aggioaggio (art. 2637 c.c.)*, in ROSSI VANNINI A. (a cura di), *Reati societari*, Torino, 2005, p. 460 ss. Alcuni Autori, pur condividendo l'opera di razionalizzazione della materia, avevano tuttavia evidenziato l'opportunità di garantire una più dettagliata descrizione delle condotte di aggioaggio, di modo da salvaguardarne le specificità: cfr. FOFFANI L., *L'aggioaggio nelle società commerciali*, in MAZZACUVA N. (a cura di), *Diritto penale commerciale*, cit., p. 257 ss.; PATERNITI C., *Quale disciplina per il mercato di borsa?*, in *Riv. trim. dir. pen. econ.*, 1990, p. 947 ss.

dedicato a «Abusi di informazioni privilegiate e manipolazione del mercato» –, il delitto di “Manipolazione del mercato”⁶⁰⁴, a mente del quale veniva penalmente (oltre che “amministrativamente”, ai sensi del neo-introdotta art. 187-ter t.u.f.) sanzionato «chiunque diffonde notizie false o pone in essere operazioni simulate o altri artifici concretamente idonei a provocare una sensibile alterazione del prezzo di strumenti finanziari».

Per altro verso, proprio in ragione del citato innesto nel t.u.f., la medesima legge provvedeva altresì a rimodulare il perimetro applicativo dell’art. 2637 c.c.⁶⁰⁵. L’art. 9, co. 4, l. 62/2005, ha infatti sostituito le parole «strumenti finanziari quotati o non quotati», con la locuzione «strumenti finanziari non quotati o per i quali non è stata presentata una richiesta di ammissione alle negoziazioni in un mercato regolamentato».

In buona sostanza, la novella del 2005 ha individuato nel dato oggettivo della diversa tipologia di strumenti finanziari – quotati (o ammessi alla negoziazione) oppure non quotati – il criterio regolativo delle rispettive aree di operatività dell’art. 185 t.u.f. e dell’art. 2637 c.c. (che continua a comprendere il c.d. aggio di aggio bancario)⁶⁰⁶. Per tale via, il legislatore evidentemente riteneva di scongiurare il rischio di una sovrapposizione tra le due disposizioni ma, come evidenziato da taluni Autori, sussisterebbe il pericolo di un concorso formale di illeciti, allorché l’operazione manipolativa interferisca sul corso sia di strumenti finanziari quotati che di strumenti finanziari non quotati⁶⁰⁷. Altri hanno tuttavia osservato che tale situazione ben potrebbe essere risolta applicando il principio di sussidiarietà (o di assorbimento), con conseguente applicazione solo della più grave fattispecie di manipolazione del mercato⁶⁰⁸.

Ad ogni modo, preme fin d’ora evidenziare che il rapporto di “unicità” che caratterizzava l’aggio societario e l’aggio finanziario, allorché risultavano amalgamati all’interno del medesimo *locus* normativo dell’art. 2637 c.c., ha generato un singolare legame tra le due varianti tipologiche, destinato a sopravvivere

⁶⁰⁴ Come evidenziato in dottrina, la nuova rubrica della disposizione sembra riflettere «in maniera decisamente più fedele il contenuto della norma incriminatrice, che invece non si rispecchiava nella denominazione di aggio»: così SANTORIELLO C., voce *Mercati finanziari (tutela penale)*, in *Dig. disc. pen., Agg. IV*, tomo II, 2008, p. 690.

⁶⁰⁵ Come icasticamente riportato in dottrina, la disposizione dell’art. 185 t.u.f. è nata «per scorporazione» dall’art. 2637 c.c.: cfr. ROSSI A., *Le fattispecie penali di aggio e manipolazione del mercato (artt. 2637 c.c. e 185 d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58): problemi e prospettive*, in *Studi in onore di Giorgio Marinucci*, Vol. III, Milano, 2006, p. 2646. Sulla continuità normativa tra art. 2637 c.c. e art. 185 t.u.f. (con riferimento alla “parte” della fattispecie codicistica “scorporata” e assurta a ipotesi autonoma nel t.u.f.), v. Cass., sez. V, 27 settembre 2013, n. 4619, in *Cass. pen.*, 2014, fasc. 11, p. 3872 ss.

⁶⁰⁶ Quanto alla sorte dell’art. 501 c.p., in dottrina si è evidenziato come i passaggi normativi segnalati in testo abbiano determinato una parziale abrogazione della fattispecie, sopravvissuta solamente nella parte in cui sanziona il c.d. aggio su merci: cfr. SEMINARA, *L’aggio*, cit., p. 570 ss.

⁶⁰⁷ Così SANDRELLI, *I reati di market abuse*, cit., p. 79.

⁶⁰⁸ Cfr. AMATIE., *Art. 185*, in PEDERZINI E. (a cura di), *La disciplina degli abusi di mercato*, in *Le nuove leggi civili commentate*, 2007, p. 1056 ss.; l’osservazione è condivisa da CERQUA, voce *Reati di aggio*, cit., p. 901 e, più di recente, da GAMBARDILLA, *Condotte economiche*, cit., p. 332.

all'operazione di "scorporazione" normativa da cui è originato (ferma la concorrente "paternità" comunitaria") l'autonomo e autonomamente dislocato illecito di *market manipulation*. Il processo di "emancipazione" legislativa dell'aggiotaggio finanziario non ha recato con sé anche una radicale riscrittura dell'art. 185 t.u.f. che – salvi i necessari adattamenti – ha continuato (e tutt'ora continua) a presentare dei tratti "geneticamente" riferibili al tipo dell'art. 2637 c.c.

Tale parentela strutturale ha un immediato riverbero a livello interpretativo: buona parte delle osservazioni e considerazioni ermeneutiche, sviluppate sul terreno specifico dell'art. 2637 c.c., risultano esportabili in sede di analisi delle caratteristiche morfologiche dell'art. 185 t.u.f. Nel corso dell'esposizione del delitto di *market manipulation* saranno pertanto frequenti i richiami all'elaborazione teorica consolidatasi sul reato di aggiotaggio.

1.1. (segue) Le modifiche all'art. 185 t.u.f.: dalla l. 262/2005 al d.lgs. 107/2018.

La "lunga marcia" dell'aggiotaggio su strumenti finanziari quotati è ovviamente proseguita, nella misura in cui la fattispecie dell'art. 185 t.u.f. è stata oggetto – in parallelo rispetto alle modifiche che hanno riguardato il delitto di *insider trading* – di ulteriori interventi normativi che hanno interessato sia il corredo sanzionatorio (l. 28 dicembre 2005, n. 262), sia la configurazione strutturale del reato (d.lgs. 10 agosto 2018, n. 107).

Quanto al profilo sanzionatorio, il già robusto corredo editale dell'art. 185 (reclusione da uno a sei anni e la multa da euro ventimila a euro cinque milioni), è stato ulteriormente consolidato per effetto dell'art. 39, co. 1, l. n. 262/2005 che, disponendo il raddoppio delle pene previste dal citato art. 185 «entro i limiti posti per ciascun tipo di pena dal libro I, titolo II, capo II, del codice penale», ha garantito al delitto di manipolazione del mercato un presidio afflittivo caratterizzato da un tasso di afflittività estremamente elevato – per non dire draconiano, specialmente laddove paragonato al trattamento riservato all'aggiotaggio "societario", di cui all'art. 2637 c.c.⁶⁰⁹ –, al punto

⁶⁰⁹ Il *gap* sanzionatorio è a tal punto marcato da spingere taluni a ravvisare, nel muscolare trattamento punitivo riservato alla manipolazione del mercato, un indice della «tendenza a costruire per le società quotate "una sorta di statuto penale *ad hoc*", ispirato a un maggiore rigore rispetto a quello previsto per le società non quotate»: cfr. SGUBBI, voce *Abusi di mercato*, cit., p. 37, il quale cita a sua volta FOFFANI, *Commento all'art. 185 t.u.f.*, in PALAZZO F.-PALIERO C.E. (a cura di), *Commentario breve alle leggi penali complementari*, Padova, 2007, p. 723. In termini ancor più critici LUNGHINI G., *L'aggiotaggio (uso e consumo) e il ruolo della Consob*, in *Riv. soc.*, 2007, fasc. 2-3, p. 483, il quale evidenzia come i già consistenti problemi *interpretativi* che affliggevano (ma la riflessione pare ancora attuale) l'art. 185 t.u.f. risultavano ulteriormente acuiti, sul piano *applicativo concreto*, dalla «bizzarra schizofrenia del legislatore degli ultimi anni che, nel quadro di un diritto penale dell'economia le cui pene sono state abbassate fino al livello contravvenzionale delle false comunicazioni sociali [...] ha innalzato alcune pene arrivando a moltiplicare le sanzioni per la manipolazione del mercato portando la pena massima del reato a dodici anni [...] e la sanzione del corrispondente illecito amministrativo ad un massimo di venticinque milioni di euro [...]».

da costituire un autentico “record” per il (macro)settore del diritto penale dell’economia⁶¹⁰: viene infatti (tutt’ora) prevista la reclusione da due a dodici anni⁶¹¹.

Dall’angolo visuale invece della struttura della fattispecie (e in apparente controtendenza rispetto al *trend* afflittivo inaugurato dalla l. 262/2005⁶¹²), così come l’art. 1, co. 17, d.lgs. 17 luglio 2009, n. 101, ha innestato un’ipotesi contravvenzionale all’interno del reato di *insider trading*⁶¹³, specularmente il successivo art. 1, co. 18, della novella ha ampliato i confini applicativi della *market manipulation* introducendo un nuovo comma 2-*bis* nell’art. 185, mediante il quale venivano sanzionate le condotte manipolative «relative agli strumenti finanziari di cui all'articolo 180, comma 1, lettera a), numero 2»: *id est*, le condotte compiute su strumenti negoziati in sistemi multilaterali di negoziazione⁶¹⁴.

La citata ipotesi contravvenzionale presenta oggi una ancor più estesa portata operativa – che finisce peraltro per enfatizzare ulteriormente i profili di irragionevolezza insiti nell’opzione di distinguere tra delitto e contravvenzione in base al mercato sul quale le condotte sono compiute⁶¹⁵ – atteso che, in virtù delle modifiche apportate dal d.lgs. 107/2018, a loro volta imposte dalla necessità di recepire le indicazioni eurounitarie contenute nel Reg. (Ue) n. 596/2014 e nella Direttiva 2014/57/Ue, l’attuale art. 185, co. 2-*bis*, t.u.f. si applica anche in relazione alle operazioni compiute su strumenti finanziari «di cui all'articolo 180, comma 1, lettera a), numeri 2), 2-*bis*) e 2-*ter*), limitatamente agli strumenti finanziari il cui prezzo o valore dipende dal prezzo o dal valore di uno strumento finanziario di cui ai numeri 2) e 2-*bis*) ovvero ha un effetto su tale prezzo o valore, o relative alle aste su una piattaforma d'asta autorizzata come un mercato regolamentato di quote di emissioni»⁶¹⁶.

Oltre a ciò, il legislatore nazionale, pur non apportando modifiche sostanziali alle condotte già in precedenza tipizzate, ha inciso sulla struttura dell’art. 185, introducendo

⁶¹⁰ Così AMATI, *Abusi di mercato*, cit., p. 70 in tema di *insider trading*, ma l’osservazione è riferibile anche alla manipolazione del mercato, atteso che i due illeciti presentano un trattamento edittale (irrazionalmente) identico.

⁶¹¹ Sulle sorti della multa, ossia in ordine alla assoggettabilità al raddoppio previsto anche della pena pecuniaria, valgono le riflessioni già ricordate in tema di raddoppio delle sanzioni disposte per l’*insider trading*.

⁶¹² L’osservazione è di AMATI, *op. ult. cit.*, p. 174.

⁶¹³ Cfr. *supra*, par. 7, per l’analisi dell’illecito contravvenzionale, disciplinato dall’art. 184, co. 3-*bis*, t.u.f.

⁶¹⁴ Sulle criticità insite nell’opzione di accordare una “tutela minore” alle condotte manipolative compiute fuori dai mercati regolamentati, cfr. BASILE E., *Contravvenzioni e contraddizioni in tema di abusi di mercato*, cit., p. 747 ss.

⁶¹⁵ Profilo che, già esaminato in relazione all’*insider trading* (cfr. *supra*, par. 7), costituirà oggetto di trattazione *ad hoc* nel prosieguo.

⁶¹⁶ Sulla individuazione della tipologia dello strumento finanziario, oggetto della condotta manipolativa, come criterio distintivo ai fini dell’applicazione della fattispecie delittuosa oppure di quella contravvenzionale di manipolazione del mercato, cfr. Trib. Milano, sez. III, 1 febbraio 2019, n. 14767, in *Dejure*, su cui *infra*, anche per i riferimenti bibliografici.

due nuovi commi che ne hanno modificato i confini di operatività. Mentre il comma 1-*bis* – a mente del quale non è punibile chi abbia commesso un fatto di *market manipulation* per il tramite di ordini di compravendita o operazioni effettuate per motivi legittimi e in conformità a prassi di mercato ammesse, ai sensi dell’art. 13, reg. (UE) n. 596/2014 – espressamente riconosce l’applicabilità dell’istituto delle c.d. prassi di mercato ammesse *anche* in relazione all’illecito *penale* di manipolazione del mercato – fornendo così una chiara risposta ai dubbi sorti sotto la vigenza della disciplina precedente⁶¹⁷ –, il nuovo comma 2-*ter* dell’art. 185 espande il *focus* d’intervento della (già allargata, come visto) contravvenzione di cui al comma 2-*bis*. In virtù di tale innesto, che si apre con un alquanto ambiguo richiamo – come si avrà modo di evidenziare *infra*⁶¹⁸ – alle «disposizioni del presente articolo», il divieto penale di *market manipulation* si amplia sino a comprendere i «fatti concernenti i contratti a pronti su merci» (art. 185, co. 2-*ter*, lett. a), t.u.f.), i «fatti concernenti gli strumenti finanziari, compresi i contratti derivati o gli strumenti derivati per il trasferimento del rischio di credito» (art. 185, co. 2-*ter*, lett. b), t.u.f.) e i «fatti concernenti gli indici di riferimento (benchmark)» (art. 185, co. 2-*ter*, lett. c), t.u.f.).

A tali circoscritte implementazioni si è dunque limitato l’intervento riformatore del d.lgs.107/2018 in materia di *market manipulation*. Il legislatore nazionale infatti, lungi dallo sfruttare l’esigenza di recepimento delle nuove indicazioni eurounitarie (*MAR* e *MAD II*) come un’occasione per rivisitare la disciplina esistente e correggerne quelle asperità che, nel tempo, la dottrina e l’applicazione giurisprudenziale avevano segnalato, non solo aveva inizialmente ritenuto che non fosse necessario metter mano al t.u.f. – ritenendo l’impianto vigente già conforme al diritto dell’Unione⁶¹⁹ – ma, una volta persuaso dell’opportunità di ritoccare la materia, l’intervento di riforma approntato si è rivelato un mero «*maquillage* dell’assetto repressivo» della manipolazione del mercato e, più in generale, degli abusi di mercato⁶²⁰. Per tale via il d.lgs. 107/2018, così come non ha garantito un effettivo allineamento della disciplina domestica alle indicazioni eurounitarie in tema di *insider trading*, allo stesso modo non ha riplasmato – se non nei termini poc’anzi citati – la fattispecie di manipolazione del mercato secondo il “calco” di origine sovranazionale, con l’esito per cui alle incongruità e criticità che affliggevano la precedente normativa, e che tutt’oggi persistono, sono andati sommandosi nuovi profili di incoerenza.

In linea con l’approccio metodologico seguito in sede di trattazione del delitto di *insider trading*, l’esposizione seguirà pertanto un andamento teso ad esaminare i profili e i temi attorno a cui – nel tempo – si sono coagulate le principali questioni interpretative – oltre che applicative – in materia di *market manipulation*, provvedendo

⁶¹⁷ Sul tema della prassi di mercato ammesse si avrà modo di soffermare l’attenzione *funditus* nel prosieguo della trattazione: cfr. *infra* par. 8 ss.

⁶¹⁸ Cfr. *infra*, par. 9.

⁶¹⁹ Come già evidenziato *supra*, Cap. I, Sez. II.

⁶²⁰ In questi termini CONSULICH F., *Market manipulation e legislazione cosmetica*, cit., p. 558 ss. In relazione all’*insider trading*, si rimanda alle riflessioni svolte *supra*, Sez. I.

a segnalare non solo le eventuali variazioni o modifiche impresse dalla riforma del 2018, ma altresì a indicare i punti di persistente disallineamento tra la disciplina interna e il quadro normativo sovranazionale.

2. *L'interesse protetto.*

Maturata sull'*acquis* interpretativo elaborato dalla dottrina in relazione alla fattispecie di cui all'art. 2637 c.c. (prima della "scorporazione" che ha originato l'art. 185 t.u.f.), la riflessione in ordine a quale sia il bene giuridico tutelato dalla fattispecie di manipolazione del mercato ha da tempo evidenziato l'esistenza di un duplice *focus* di tutela.

In via *mediata*, può osservarsi che, coerentemente rispetto alle indicazioni contenute nella direttiva 2014/57/UE⁶²¹ (e, ancor prima, rispetto a quelle contenute nella direttiva 2003/6/Ce⁶²²), le fattispecie di manipolazione del mercato mirano a tutelare l'integrità e l'efficienza dei mercati finanziari, nonché la fiducia del pubblico nei valori mobiliari e negli strumenti derivati, quale fattore essenziale per la crescita e il benessere economico. La regolarità e l'efficienza dei mercati, come anche la fiducia del pubblico nei mercati stessi, rappresentano tuttavia il bene finale di categoria, che può coincidere con lo *scopo* di tutela affidato alla fattispecie⁶²³.

In via *diretta* e *immediata*, l'oggettività giuridica protetta dalla manipolazione del mercato si individua nella *corretta formazione del prezzo degli strumenti finanziari*: qualora dovessero verificarsi dei comportamenti atti a incidere sul regolare funzionamento del meccanismo di formazione dei prezzi, ciò si ripercuoterebbe sulla fiducia degli investitori circa la bontà, l'efficienza e il buon funzionamento del mercato, generando l'effetto di disincentivare l'investitore dall'allocare risorse nel mercato

⁶²¹ Cfr. considerando n. 1 *MAD II* (e considerando n. 2 *MAR*, avente identico tenore): «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 nei valori mobiliari, negli strumenti derivati e negli indici di riferimento (benchmarks)».

⁶²² Cfr. considerando n. 2 *MAD*: «Un mercato finanziario integrato ed efficiente non può esistere senza che se ne tuteli l'integrità. 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 nei valori mobiliari e negli strumenti derivati».

⁶²³ MAZZACUVA-AMATI, *Diritto penale dell'economia*, cit., p. 327; MAGRO M.B., *La formazione dei prezzi nel mercato finanziario: crisi della razionalità del mercato e massime di esperienza*, in CADOPPI A.-CANESTRARI S.-MANNA A.-PAPA M. (diretto da), *Diritto penale dell'economia*, vol. I, Padova, 2016, p. 499; ID., *Manipolazioni del mercato e diritto penale*, cit., p. 109 ss. In generale, sulla distinzione tra bene-scopo e bene-oggetto, MANES V., *Il principio di offensività nel diritto penale*, Torino, 2005, p. 171 ss.

stesso, con l'esito ultimo di pregiudicare l'obiettivo finale di agevolare la crescita e il benessere economico⁶²⁴.

Tale proiezione offensiva "immediata" – che finisce peraltro per compendiare in sé tanto obiettivi di tutela "diffusi" (il risparmio collettivo), quanto interessi di natura individuale (il patrimonio del singolo)⁶²⁵ – è del resto perfettamente coerente rispetto alla direttrice di protezione che, più in generale, sembra ispirare i delitti di aggio, e il reato di aggio societario *in primis*: il «filo conduttore»⁶²⁶ di tali fattispecie si rinviene infatti nel corretto funzionamento dei meccanismi di determinazione dei prezzi sul mercato, quale specifico e più pregnante profilo del «regolare andamento dei mercati»⁶²⁷.

⁶²⁴ Trattasi di acquisizione interpretativa ormai consolidata in dottrina. Senza pretesa d'eshaustività, in questo senso, AMATI, *Abusi di mercato*, cit., p. 176; CERQUA, voce *Reati di aggio*, cit., p. 888 e 901; MELCHIONDA A., *I nuovi delitti di "aggio" e "manipolazione del mercato"*. *Commento all'art. 2637 c.c.e all'art. 185 d.lgs. 58/98*, in LANZI A.-CADOPPI A. (a cura di), *I reati societari. Commentario aggiornato alla legge 28 dicembre 2005, n. 262 sulla tutela del risparmio*, Padova, 2007, p. 254; ROSSI, *Le fattispecie penali*, cit., p. 2654; SGUBBI F., *La manipolazione del mercato*, in SGUBBI F.-FONDAROLI D.-TRIPODI A.F., *Diritto penale del mercato mobiliare*, II ed., Padova, 2013, p. 73; ZANNOTTI, *Diritto penale dell'economia*, cit., p. 443-444. Evidenza chiaramente il *fil rouge* che unisce comportamenti manipolativi, formazione dei prezzi e fiducia degli investitori, MUCCIARELLI F., *Altri artifici: una (controversa) modalità di realizzazione del delitto di manipolazione del mercato*, in *Studi in onore di Mario Romano*, vol. III, Milano, 2011, p. 2033. Per un'approfondita ricognizione sul tema, cfr. CONSULICH F., *La giustizia e il mercato*, cit., p. 271 ss. In linea con gli approdi dottrinali, in giurisprudenza si è osservato che il bene giuridico protetto è «[...] costituito dal corretto ed efficiente andamento del mercato al fine di garantire che il prezzo del titolo nelle relative transazioni rifletta il suo valore reale e non venga influenzato da atti o fatti artificiali o fraudolenti»: così Cass., sez. V., 13 settembre 2016, n. 3836, in *ilsocietario.it*, 1 giugno 2017, con nota di GIORDANO L., *Offerta pubblica di vendita di azioni e reato di manipolazione del mercato* e in *Dir. pen. cont.*, 2017, fasc. 4, p. 289 ss., con nota di MENTASTI G., *Sulla non configurabilità del reato di manipolazione del mercato nella fase di Initial Public Offering (IPO): la Cassazione e il caso SEA*; in senso conforme, Cass., sez. I, 6 maggio 2015, n. 45347, in *Cass. pen.*, 2017, fasc. 1, p. 290 ss., con nota di POGGI D'ANGELO M., *L'accertamento del "pericolo concreto" nel delitto di manipolazione del mercato*, con la quale si è conclusa la vicenda della scalata occulta a Bnl da parte dei vertici di Unipol (per una ricostruzione della vicenda, v. MAGRO M.B., *Il caso Bnl-Unipol: la scalata «occulta»*, in FOFFANI L.-CASTRONUOVO D. (a cura di), *Casi di diritto penale dell'economia, Vol. I: Impresa e mercato*, Bologna, 2015, p. 171 ss.); Cass., sez. II, 28 novembre 2012, n. 12989, in *Cass. pen.*, 2014, fasc. 5, p. 1775 ss., con nota di VALENTE F. Nella giurisprudenza di merito, v. Trib. Milano, sez. III, 24 giugno 2006, in *Foro ambr.*, 2006, fasc. 3, p. 359.

⁶²⁵ Secondo D'ALESSANDRO, *Regolatori del mercato*, cit., p. 172, s'intravede infatti un «percorso di evoluzione della tutela che va dal particolare al generale, dalla dimensione del patrimonio individuale a quella del risparmio collettivo: il regolare andamento dei mercati può dunque essere letto come un'espressione di sintesi [...]». Evidenza la portata di tutela ancipite del reato, in quanto la norma si pone a «presidio tanto di interessi collettivi ma anche individuali, concernenti il patrimonio degli investitori», anche SEMINARA, *L'aggio*, cit., p. 549.

⁶²⁶ Così D'ALESSANDRO F., *L'aggio e la manipolazione del mercato*, in CANZIO G.-CERQUA L.D.-LUPARIA L. (a cura di), *Diritto penale delle società*, Vol. I, Padova, 2014, I ed., p. 778.

⁶²⁷ L'individuazione della corretta formazione dei prezzi degli strumenti quale oggetto *immediato* di tutela trova le proprie radici "interpretative" nelle riflessioni che hanno riguardato l'oggettività giuridica del delitto di aggio societario, di cui all'art. 2637 c.c., così come formulato prima della

Pertanto, come già osservato in relazione al reato di *insider trading*⁶²⁸, il referente costituzionale che legittima la tutela penale predisposta dall'art. 185 t.u.f. si rinviene nell'art. 47 Cost.: «una tutela del risparmio in tutte le sue forme richiede necessariamente una tutela anche del meccanismo di formazione dei prezzi, poiché soltanto se il predetto meccanismo funziona regolarmente i risparmiatori saranno posti nella condizione di allocare liberamente la loro quota di risparmio, nella certezza che il prezzo degli strumenti finanziari è variabile in funzione delle regole naturali che governavano il mercato e non in funzione di attività fraudolente o artificiose»⁶²⁹.

Le considerazioni espresse in ordine alla diretta proiezione di tutela della norma – posta a presidio della corretta formazione dei prezzi – trovano un duplice riscontro nella configurazione strutturale dell'illecito.

Per un verso, sul piano oggettivo, l'art. 185 t.u.f. considera tipiche – tra le molteplici, eterogenee, condotte che possono turbare il funzionamento del mercato – solamente quelle che appaiono concretamente idonee a provocare una sensibile alterazione dei prezzi⁶³⁰ degli strumenti finanziari.

Per altro verso, sul piano soggettivo, si segnala l'omessa previsione di un dolo specifico di profitto, dovendosi cogliere il disvalore del fatto nel turbamento del mercato per effetto della sensibile alterazione dei prezzi derivante dalla condotta tipizzata⁶³¹.

“scorporazione” del 2005. In dottrina si era infatti evidenziato che il richiamo – presente nella Relazione di accompagnamento al d.lgs. 61/2002 – all'*economia pubblica* e al *regolare funzionamento del mercato*, quali obiettivi di tutela del “nuovo” e “generale” delitto di aggio, fosse alquanto evanescente, impalpabile, incapace di «rappresentare con la dovuta completezza e precisione l'esatta dimensione offensiva dei fatti complessivamente ricompresi» (MELCHIONDA, *I nuovi delitti di “aggio” e “manipolazione del mercato”*, cit., p. 253), di talché è parso preferibile focalizzare l'attenzione sul profilo specifico della tutela dei meccanismi di formazione dei prezzi (cfr., *ex multis*, SEMINARA, *L'aggio*, cit., p. 547; CERQUA, voce *Reati di aggio*, cit., p. 887; PEDRAZZI C., voce *Turbativa dei mercati*, in *Dig. disc. pen.*, vol. XIV, Torino, 1999, p. 422; MUSCO, *I nuovi reati*, cit., p. 276, il quale peraltro evidenzia che già sotto la vigenza dell'originaria disposizione sull'aggio societario (art. 2628 c.c.), «la tesi più accreditata lo immaginava a tutela [...] del metodo di formazione e di determinazione del prezzo secondo il regolare meccanismo delle leggi del mercato» (v. nt. 5 per i necessari riferimenti bibliografici). In giurisprudenza, con riguardo al bene giuridico tutelato dall'art. 2637 c.c., v. Trib. Milano, 11 novembre 2002, in *Riv. trim. dir. pen. econ.*, 2003, p. 747 ss., con nota di FONDAROLI D., *Aggio mediante «altri artifici»: «disvalore del fatto» e «disvalore del contesto»*; Trib. Milano 25 gennaio 2005, in *Riv. trim. dir. pen. econ.*, 2006, p. 275, con nota di GOLDONI D., *Aggio su strumenti finanziari: interesse tutelato dalla norma, soggetti passivi e soggetti danneggiati dal reato*. Con riferimento invece all'art. 185 t.u.f. (pur considerato nella sua versione *ante* riforma del 2018).

⁶²⁸ Cfr. *supra*, Sez. I., par. 3.

⁶²⁹ ZANNOTTI, *Diritto penale dell'economia*, p. 444. Nello stesso senso CERQUA, voce *Reati di aggio*, cit., p. 888; SEMINARA, *Diritto penale commerciale*, cit., p. 89.

⁶³⁰ Su tale requisito, *infra*, par. 5.

⁶³¹ Così SEMINARA, *op. ult. cit.*, p. 90.

3. I soggetti attivi.

La norma delinea un reato comune, dato che può essere commesso da «chiunque». A differenza di quanto previsto in tema di *insider trading*⁶³², la disposizione in commento non richiede alcuna forma di appartenenza – più o meno qualificata – del soggetto attivo alla società emittente, né alcun tipo di collaborazione con essa: ciò che rileva è che il soggetto operi sugli strumenti finanziari di cui all'art. 180 t.u.f., i quali possono risultare emessi anche da un ente diverso da quello al quale “appartiene” l'autore della manipolazione.

La qualifica soggettiva potrà tuttavia assumere rilevanza ai fini dell'applicazione dell'aggravante speciale ad effetto speciale di cui al comma 2 dell'art. 185⁶³³: proprio le «qualità personali» del colpevole, infatti, rappresentano uno degli elementi che il giudice è tenuto a valutare al fine di aumentare la multa fino al triplo o fino al maggiore importo di dieci volte il prodotto o il profitto conseguito dal reato⁶³⁴.

E' stato peraltro evidenziato come l'opzione legislativa, tesa a negare rilevanza ai profili connessi alla qualifica dell'autore, per quanto risulti certamente indicativa della volontà di apprestare una tutela particolarmente “energica” all'interesse protetto dalla fattispecie⁶³⁵, non sarebbe tuttavia esente da critiche, laddove si consideri che le comunicazioni provenienti dall'interno della società – e quindi effettuate da coloro che ricoprono cariche sociali – godono di maggior credito e, pertanto, vantano una *vis* orientativa, per i destinatari, ben più pregnante rispetto alle altre⁶³⁶. Muovendo dall'angolo prospettico della consistenza offensiva del reato, pare infatti evidente come una simile “fonte” comunicativa presenti un *quis pluris* di capacità perturbativa – sulla corretta, “naturale”, formazione dei prezzi degli strumenti finanziari – rispetto a quella ravvisabile in una “ordinaria” condotta manipolativa, posta in essere da un soggetto *esterno* alla società: di talché l'indifferenza normativa per la qualifica dell'agente se, per un verso, garantisce un allargamento in senso “orizzontale” dell'operatività del divieto («chiunque» può violarlo), per altro verso rinuncia ad apprestare una graduazione “verticale” della risposta sanzionatoria, capace di tenere conto della differente “persuasività decettiva” esercitata dai diversi, potenziali, soggetti attivi (si pensi alla comunicazione al mercato effettuata da parte del amministratore delegato dell'emittente).

⁶³² Cfr. *supra*, Sez. II, par. 4.

⁶³³ Sulla quale *infra*, par. 13.

⁶³⁴ Cfr. CERQUA, *op. loc. cit.* Più di recente, nello stesso senso, GAMBARDELLA, *Condotte economiche*, cit., p. 333.

⁶³⁵ A tal punto centrale da «privare di ogni rilievo la qualifica dell'autore della falsa comunicazione», come osservato da SEMINARA, *Informazione finanziaria e mercato*, cit., p. 268.

⁶³⁶ Cfr. MUCCIARELLI, *Altri artifici*, cit., p. 2033; SGUBBI, *La manipolazione del mercato*, cit., p. 74; v. altresì MASUCCI M., *Abusi di mercato*, in FIORELLA A. (a cura di), *Questioni fondamentali della parte speciale di diritto penale*, Torino, 2012, p. 267 ss.

In tal senso, l'indiscriminata equiparazione trattamentale risulta poco ragionevole, se riguardata attraverso il prisma del principio di uguaglianza (*sub specie* del canone della ragionevolezza) e del principio di offensività, soprattutto in considerazione dell'elevatissimo standard editale che accompagna l'illecito di cui all'art. 185 t.u.f.

4. Le condotte tipiche: continuità e discontinuità tra disciplina interna e indicazioni eurounitarie.

L'adesione alla matrice descrittiva eurounitaria, da parte del legislatore nazionale, ha condotto quest'ultimo alla configurazione dell'art. 185 t.u.f. secondo gli schemi tipici di un reato di pericolo concreto⁶³⁷: la precisazione normativa secondo cui i moduli comportamentali tipizzati debbano essere «concretamente idonei a provocare una sensibile alterazione del prezzo di strumenti finanziari» costituisce – in tal senso – un indice difficilmente equivocabile⁶³⁸.

In ossequio alla tradizionale configurazione del reato di *market manipulation*, il vigente art. 185 t.u.f. descrive tre tipologie di condotta (separate dall'uso congiunzione

⁶³⁷ Conclusione pressoché granitica in dottrina. A titolo d'esempio, cfr. AMATI E., *La disciplina degli abusi di mercato*, in INSOLERA G. (a cura di), *La legislazione penale compulsiva*, Padova, 2006, p. 218; ID., *Abusi di mercato*, cit., p. 233; MAGRO M.B., *La manipolazione di mercato tra illecito penale e illecito amministrativo*, in *Cass. pen.*, 2007, fasc. 1, p. 63; MELCHIONDA, *I nuovi delitti di "aggiotaggio" e "manipolazione del mercato"*, cit., p. 272; MUSCO, *I nuovi reati societari*, cit., p. 282; FOFFANI, *Commento all'art. 185 t.u.f.*, cit., p. 726; ZANNOTTI, *Diritto penale dell'economia*, cit., p. 413); AMBROSETTI-MEZZETTI-RONCO, *Diritto penale dell'impresa*, cit., p. 255. In giurisprudenza, v. Cass., sez. VI, 16 marzo 2006, n. 15199, in *Soc.*, 2007, fasc. 5, p. 621 ss., con nota di MIEDICO, *La manipolazione del mercato: illecito penale o illecito amministrativo?*; Cass., sez. V, 2 ottobre 2008, n. 2063, in *Cass. pen.*, 2010, fasc. 5, p. 1920 ss., con nota di CASTELLABATE M., *Operazioni manipolative del mercato finanziario ed operazioni lecite: sui problematici confini tra teso e contesto*; Cass., sez. V, 24 maggio 2007, n. 28944, in *CED Cass. pen.*, 2008, rv. 240155.

Contra, PREZIOSI S., *La manipolazione del mercato*, Bari, 2008, p. 209 ss., secondo il quale il delitto di manipolazione del mercato sarebbe configurato come reato di danno, solo in via residuale un reato di pericolo, ossia di un pericolo del tutto peculiare «ove le ipotesi di mancata realizzazione dell'evento sussumibili nella fattispecie appaiono residuali». Evidenzia l'incompatibilità del reato con lo schema del pericolo concreto PEDRAZZI, voce *Turbativa dei mercati*, cit., p. 425.

⁶³⁸ Si vedano tuttavia le riflessioni di CONSULICH, *La giustizia e il mercato*, cit., p. 269-276, secondo il quale, se pure può certamente affermarsi che il delitto in esame non sia riconducibile allo schema del pericolo astratto, diversi elementi (il rapporto tra evento temuto e offesa al bene protetto, la distanza temporale che può intercorrere tra il momento della condotta e quello dell'alterazione dei prezzi, l'esigenza di anticipazione della soglia di punibilità imposta dall'interesse tutelato – secondo l'Autore ravvisabile nella *corretta allocazione degli investimenti finanziari* -, le difficoltà a ricondurre il giudizio sulla concreta idoneità alterativa entro il paradigma tipico della prognosi postuma) inducono a ravvisare dei profili di *astrazione* sicché, a ben vedere, «la migliore qualificazione del reato in analisi si pone in termini di 'concretezza tendenziale' ovvero di *pericolo generico*, nella consapevolezza che non si tratta di una limitazione *legislativa* della concretezza, ma di una *scelta ermeneutica* dell'interprete di fronte all'impossibilità fattuale di un autentico giudizio di pericolo concreto».

disgiuntiva «o») e integra, secondo l'interpretazione preferibile, una norma a più fattispecie⁶³⁹: l'eventuale realizzazione, all'interno del medesimo contesto d'azione, di più modalità di condotta in relazione a più strumenti finanziari quotati, integra in ogni caso una *sola* manipolazione e non dà luogo invece a un'ipotesi di concorso di reati⁶⁴⁰.

La prima condotta consiste nella diffusione nel mercato di notizie false: è la c.d. manipolazione informativa, la quale riflette sul piano normativo il fenomeno della *information based manipulation*.

Le ulteriori due condotte tipizzate, consistenti nel compimento di operazioni simulate e nella realizzazione di altri artifici, confluiscono (almeno secondo un primo filone interpretativo) nella c.d. manipolazione operativa⁶⁴¹ che, a sua volta, rappresenta la trasposizione normativa dei fenomeni di *market based manipulation*⁶⁴², locuzione di "sintesi" che comprenderebbe qualsiasi operazione di negoziazione, sia essa reale o fittizia e che – richiamando una diversa tassonomia descrittiva – raggrupperebbe la c.d. *action based manipulation* (manipolazione mediante compimento di operazioni *reali*) e la c.d. *trade-based manipulation* (manipolazione mediante esecuzione di transazioni effettive)⁶⁴³.

Al di là delle differenze strutturali che contraddistinguono le tipologie comportamentali descritte dall'art. 185 t.u.f., è possibile individuare un sostrato tipologico comune tra le condotte tipizzate: tutte le ipotesi contemplate si sostanziano infatti nell'immissione nel mercato di dati informativi o di segnali da sottoporre all'operatore, in tal modo incidendo sul bagaglio conoscitivo e volitivo dello stesso e, per tale via, provocandone una reazione comportamentale, consistente nel compimento

⁶³⁹ Sulla configurazione dell'art. 185 t.u.f. come norma a più fattispecie, con conseguente inapplicabilità della disciplina sul concorso di reati laddove vengano realizzate entrambe le condotte, v. SGUBBI, *La manipolazione del mercato*, op. cit., p. 75, nonché CONSULICH, *La giustizia e il mercato*, cit., p. 384. Nello stesso senso, più di recente, GAMBARDELLA, *Condotte economiche*, cit., p. 336.

⁶⁴⁰ D'ALESSANDRO, *Regolatori del mercato*, cit., p. 174.

⁶⁴¹ Sui rapporti sottostanti al doppio riferimento lessicale - «operazioni simulate», da un lato, e «altri artifici», dall'altro -, nel senso della sussistenza di una relazione di *alterità* tra le due ipotesi (tale da legittimare la tesi per cui si tratti di due condotte *distinte*), oppure nel senso di un rapporto di *specie a genere* (di talché le «operazioni simulate» sarebbero una esemplificazione della più generale locuzione «altri artifici»), vedasi ampiamente *infra*, par. 4.2.

⁶⁴² Sull'inadeguatezza della distinzione normativa tra *information based manipulation* e *trade based manipulation* a cogliere la reale e complessa dinamica del fenomeno, potendosi ravvisare non solo casi di commistione tra le due tipologie manipolative, ma anche ulteriori e difformi tipologie che sfuggono alla caratterizzazione normativa, v. SEMINARA, *Diritto penale commerciale*, p. 90; CONSULICH, op. ult. cit., p. 77 ss. In generale, sul tema, v. altresì PLANTAMURA, *L'insider trading e la manipolazione del mercato*, cit., p. 1004 ss.

⁶⁴³ Sulla tripartizione tra *information-*, *action-* e *trade based manipulation*, v. VIZZARDI M., *Manipolazione del mercato: un "doppio binario" da ripensare?*, in *Riv. trim. dir. pen. proc.*, 2006, fasc. 2, p. 712. Come ricorda MAGRO, *Manipolazioni dei mercati finanziari e diritto penale*, cit., p. 207, nell'esperienza di *common law* possono identificarsi tre categorie: 1) *Informed-based manipulations*; 2) *Manipulations based on artificial transactions*; 3) *Price manipulations*, che sua volta sarebbe divisa nella tre 'sotto-categorie' delle *trade-based manipulations*, *market controll or market power manipulations* e *contract-based manipulations*.

di operazioni o transazioni economiche che determinano delle variazioni dei prezzi di mercato⁶⁴⁴.

Peraltro, il rapporto di prossimità che intercorre tra le due ipotesi manipolative trova un tendenziale riscontro nella prassi applicativa: è assai raro che la manipolazione si manifesti mediante una mera, ‘empiricamente isolata’ diffusione di notizie, dovendosi piuttosto registrare una «commistione molto stretta tra diffusione di informazioni false e compimento di operazioni effettive e o simulate»⁶⁴⁵. Il punto è stato ben chiarito nella sentenza del Tribunale di Milano nel caso BNL, ove il giudicante ha evidenziato che «esiste una commistione molto stretta [...] tra diffusione di informazioni false o fuorvianti e compimento di operazioni effettive o simulate, in quanto la manipolazione informativa avviene nel contesto di operazioni effettive, proprio al fine di occultarne l'eventuale illiceità. Qualsiasi manovra o transazione manipolativa del mercato viene normalmente accompagnata da una componente comunicativa “disinformativa” del mercato stesso»⁶⁴⁶.

Come accennato, l’attuale formulazione dell’art. 185, co. 1, t.u.f., presenta la medesima fisionomia descrittiva già proposta dalla “versione 2005” del reato, a sua volta basata su una tipizzazione delle condotte incriminate che appariva piuttosto *generica*, laddove paragonata alla descrizione – decisamente più *analitica* – offerta dall’art. 1, n. 2, Direttiva 2003/6/Ce. Tale *gap* descrittivo risalta oggi ancor di più, atteso che il legislatore eurounitario, muovendo dalla condivisibile constatazione secondo cui il *proprium* della *market manipulation* si coglie «nell’effetto perturbativo della condotta sulla capacità informativa dei prezzi»⁶⁴⁷, ha elaborato le condotte vietate ai sensi dell’art. 5 della Direttiva 2014/57/Ue facendo ampio ricorso alla tecnica *casistica*. Per tale via – come sarà a breve chiarito – la tradizionale distinzione *interna* tra *manipolazione informativa* e *manipolazione operativa* è stata superata a livello sovranazionale, dove il fulcro sanzionatorio dell’illecito pare invero rappresentato oggi da due “macro-categorie” comportamentali diverse, attorno alle quali si coagula la

⁶⁴⁴ Cfr. MAGRO, voce *Manipolazione del mercato*, cit., p. 358. Uno schema parzialmente differente caratterizza la c.d. *market power manipulation*, pratica consistente non nella diffusione di una informazione fuorviante o nella realizzazione di una operazione mobiliare volta a lanciare segnali ingannevoli al mercato, bensì nell’ottenimento di una posizione dominante, sul lato della domanda o dell’offerta di uno strumento finanziario - ovvero della merce a esso sottostante nel caso dei derivati -, in virtù della quale il manipolatore – celando il proprio potere di mercato agli altri operatori – altera il regolare funzionamento del mercato stesso, imponendo alle controparti contrattuali delle condizioni inique: sul fenomeno, ampiamente, CONSULICH, *op. ult. cit.*, p. 58 s. Circa l’eventuale rilevanza penale di operazioni di mercato, compiute mediante i c.d. *High Frequency Trader*, e problematiche connesse, v. ID., *Il nastro di Möbius. Intelligenza artificiale e imputazione penale nelle nuove forme di abuso del mercato*, in *Banca, borsa, titoli di credito*, 2018, fasc. 2, p. 195 ss..

⁶⁴⁵ Così CONSULICH, *op. ult. cit.*, p. 71

⁶⁴⁶ Trib. Milano, 15 dicembre 2011, cit., p. 161.

⁶⁴⁷ CONSULICH F., *Manipolazione dei mercati*, cit., p. 203 ss.

portata del divieto: *condotte decettive*, da un lato (art. 5, par. 2, lett. a), punto i)), e *condotte di orientamento dei prezzi in via diretta* (art. 5, par. 2, lett. a), punto ii))⁶⁴⁸.

Il citato art. 5 della *MAD II* si compone infatti di quattro lettere (a, b, c, d), alle quali corrispondono altrettante varianti tipologiche di condotte che, secondo il legislatore eurounitario, integrano l'illecito *penale* di *market manipulation*: il compimento di un'operazione, l'immissione di un ordine di compravendita o qualsiasi altra condotta che fornisca informazioni false o fuorvianti al mercato (lett. a), punto i)), ovvero che fissi il prezzo di uno o più strumenti finanziari a un livello anomalo o artificiale (lett. a), punto ii)); la conclusione di un'operazione, immissione di un ordine di compravendita o il compimento di qualsiasi altra attività o condotta che, attraverso l'uso di artifici o di ogni altro tipo di inganno o espediente, incide sul prezzo di uno o più strumenti finanziari o di un contratto a pronti su merci collegato (lett. b)); la divulgazione di informazioni, attraverso i media, incluso Internet, o con qualsiasi altro mezzo, che forniscono segnali falsi o fuorvianti riguardo all'offerta, alla domanda o al prezzo di uno strumento finanziario o di un contratto a pronti su merci collegato, o che assicurano il prezzo di uno o più strumenti finanziari o di un contratto a pronti su merci collegato a un livello anomalo o artificiale, quando ne consegue vantaggio o profitto per colui che ha divulgato le informazioni ovvero per altri (lett. c)); la trasmissione di informazioni false o fuorvianti, o comunicazione di dati falsi o fuorvianti ovvero ogni altra condotta che manipola il calcolo di un indice di riferimento o *benchmark* (lett. d)).

I primi commentatori della *MAD II* hanno prontamente evidenziato come le due ipotesi comportamentali descritte *sub* lett. a) abbiano una portata "onnicomprensiva" delle condotte successivamente elencate che, per contro, altro non sarebbero che altrettante *specificazioni* delle due condotte "manifesto" della manipolazione del mercato: in particolare, il tratto ingannatorio che permea l'ipotesi *sub* lett. b), costituirebbe una figura speciale rispetto alla manipolazione per orientamento del prezzo di cui alla lett. a), punto ii); mentre, le condotte richiamate alla lett. c) e alla lett. d), si ridurrebbero ad altrettante declinazioni specifiche della più generale manipolazione realizzata mediante comportamenti artificiosi descritta dalla lett. a), punto i)⁶⁴⁹.

Nonostante tale "sfrangiatura" casistica di matrice eurounitaria, e pur sollecitato dalla dottrina a rimodulare in chiave analitica la fattispecie di manipolazione del mercato⁶⁵⁰ - di modo da garantire un maggior tasso di precisione e determinatezza all'illecito - con il d.lgs. 107/2018 il legislatore nazionale si è tuttavia pigramente limitato a riproporre le note "clausole generiche" già introdotte dalla l. 62/2005: con

⁶⁴⁸ *Ibidem*.

⁶⁴⁹ *Ibidem*, ove peraltro l'Autore osserva che «i due idealtipi di manipolazione descritti al § 2 lett. a) non sembrano *alternativi*, bensì possono 'compenetrarsi' come dimostrato dalle lettere successive del medesimo paragrafo: la lett. b) descrive una condotta che incide sì sui prezzi, ma attraverso l'impiego di modalità comportamentali *decettive*; la lett. c), invece, si riferisce a operazioni che determinano un effetto sul prezzo, ma mediante la diffusione di informazioni false, quindi ingannevoli».

⁶⁵⁰ Cfr. MUCCIARELLI, *La nuova disciplina eurounitaria sul market abuse*, cit., p. 317.

l'esito per cui i vecchi crucci ermeneutici sono sopravvissuti alla novella, riproponendosi all'attenzione dell'interprete anche in relazione al "nuovo" art. 185 t.u.f.

Non stupisce allora che – in continuità rispetto al passato – un contributo importante, ai fini della ricostruzione delle condotte tipizzate dall'illecito penale, venga fornito dall'illecito *amministrativo* di manipolazione del mercato. Disposizione strettamente collegata rispetto a quella incriminatrice, l'art. 187-*ter* t.u.f. non costituiva un mero duplicato amministrativo dell'art. 185 ma, a ben vedere, rappresentava un fondamentale strumento di *integrazione normativa* e di *specificazione applicativa* di quest'ultima: in virtù della formulazione analitica delle condotte elencate all'interno del terzo comma⁶⁵¹ e in ragione del rinvio – effettuato dal sesto comma – al potere integrativo del Ministero dell'Economia e delle Finanze (sentita la Consob)⁶⁵², la disposizione dell'art. 187-*ter* ha di fatto contribuito, in positivo, ad identificare quali fossero le concrete fenomenologie comportamentali riconducibili nell'alveo operativo dell'illecito penale e, in negativo, a individuare le condotte non meritevoli di sanzione criminale.

Il processo di "etero-tipizzazione" amministrativa dell'illecito penale non si è peraltro limitato al piano dell'incidenza *normativa e regolamentare*, ma ha ricevuto un fondamentale impulso anche sul diverso versante dell'elaborazione tecnica riferibile all'autorità di settore. Tramite una comunicazione del 2005 la Consob, adempiendo al compito attribuitole dal settimo comma dell'art. 187-*ter*, aveva infatti provveduto a indicare una schiera di elementi e circostanze da prendere in considerazione, al fine di valutare se un comportamento fosse idoneo a costituire manipolazione del mercato ai sensi dell'articolo 187-*ter*⁶⁵³.

Ebbene, questa «costruzione 'per sommatoria' del tipo penale»⁶⁵⁴ s'impone, pur con alcuni passaggi ulteriori rispetto al passato recente, anche alla luce del nuovo

⁶⁵¹ Il quale stabiliva che «salve le sanzioni penali quando il fatto costituisce reato, è punito con la sanzione amministrativa pecuniaria di cui al comma 1 chiunque pone in essere: a) operazioni od ordini di compravendita che forniscano o siano idonei a fornire indicazioni false o fuorvianti in merito all'offerta, alla domanda o al prezzo di strumenti finanziari; b) operazioni od ordini di compravendita che consentono, tramite l'azione di una o di più persone che agiscono di concerto, di fissare il prezzo di mercato di uno o più strumenti finanziari ad un livello anomalo o artificiale; c) operazioni od ordini di compravendita che utilizzano artifici od ogni altro tipo di inganno o di espediente; d) altri artifici idonei a fornire indicazioni false o fuorvianti in merito all'offerta, alla domanda o al prezzo di strumenti finanziari».

⁶⁵² In ossequio al citato art. 185, co. 6, t.u.f., vigente *ante* d.lgs. 107/2018, «Il Ministero dell'economia e delle finanze, sentita la CONSOB ovvero su proposta della medesima, può individuare, con proprio regolamento, in conformità alle disposizioni di attuazione della direttiva 2003/6/CE adottate dalla Commissione europea, secondo la procedura di cui all'articolo 17, paragrafo 2, della stessa direttiva, le fattispecie, anche ulteriori rispetto a quelle previste nei commi precedenti, rilevanti ai fini dell'applicazione del presente articolo».

⁶⁵³ Cfr. Comunicazione n. DME/5078692 del 29 novembre 2005, reperibile in *www.consob.it*.

⁶⁵⁴ CONSULICH, *La giustizia e il mercato*, cit., p. 190, il quale osserva (pur esaminando specificamente la locuzione «altri artifici») come «il concetto di *condotta manipolativa* subisce, in senso alla *norma*

assetto regolativo eurounitario, così come declinato a livello interno mediante l'opera di recepimento svolta dal d.lgs. 107/2018: in particolare, sono cambiati i *riferimenti normativi di etero-integrazione*, ma è stata confermata la metodologia della *progressiva specificazione e precisazione* di quali siano le condotte penalmente rilevanti.

Occorre infatti evidenziare che il nuovo art. 187-ter t.u.f., così come risultante dalla novella del 2018, ha perduto tanto il terzo, quanto il sesto e il settimo comma che, come visto, fornivano un contributo centrale ai fini della perimetrazione delle modalità comportamentali integranti manipolazione del mercato. Per contro, l'attuale primo comma dell'art. 187-ter si limita a statuire che opera la sanzione amministrativa - «salve le sanzioni penali quando il fatto costituisce reato» - allorché venga violato il «il divieto di manipolazione del mercato di cui all'articolo 15 del regolamento (UE) n. 596/2014».

Volgendo dunque lo sguardo alla disciplina regolamentare sovranazionale – *corpus* normativo oggi evidentemente indispensabile per individuare l'area di operatività dell'illecito amministrativo, oltre che, *indirettamente*, di quello penale – alla pressoché nulla idoneità orientativa dell'art. 15 MAR⁶⁵⁵ fa da contraltare l'ampia e analitica disposizione dell'art. 12 del Regolamento in esame, specificamente dedicata alla definizione di *quali attività* possono integrare una *market manipulation*.

Un rapido confronto tra il citato art. 12 MAR e il richiamato art. 5 MAD II spinge a ricostruire i rapporti tra i due plessi normativi eurounitari in termini di *genus* e *species*. All'interno infatti della variegata casistica comportamentale descritta (peraltro in via *non esaustiva*, come suggerisce l'inciso «tra le altre», che compare nell'*incipit* dell'art. 12, par. 2, MAR⁶⁵⁶) dall'art. 12, al paragrafo 1 e al paragrafo 2 e integrante manipolazione del mercato “amministrativa”, il legislatore sovranazionale ha *selezionato* un nucleo di condotte che, invece, paiono meritevoli di sanzione *penale*: le ipotesi di *market manipulation* tipizzate dall'art. 5 MAD II corrispondono esattamente a quelle elencate nel solo *paragrafo 1*, art. 12, MAR, mentre non vengono riproposte le condotte – peraltro, contenutisticamente assai prossime rispetto a quelle che comparivano nelle citate indicazioni Consob del 2005 – richiamate nel *paragrafo 2* della disposizione regolamentare.

Dall'analisi del frammentato assetto regolativo sovranazionale può dunque trarsi una prima conclusione, utile a ricomporre l'ancor più frammentato quadro normativo interno: rientrano nell'alveo di applicazione dell'art. 185 t.u.f. solamente le ipotesi di *market manipulation* indicate nell'art. 5 MAD II, a loro volta coincidenti rispetto a quelle elencate nell'art. 12, par. 1, MAR; per contro, l'illecito amministrativo di cui

penale, solo una *tipizzazione iniziale*, per poi ricevere dal confronto con quella *amministrativa* e dall'elaborazione delle autorità tecniche di settore una *tipizzazione definitiva* [...]» (p. 191).

⁶⁵⁵ Disposizione che si limita a stabilire che «Non è consentito effettuare manipolazioni di mercato o tentare di effettuare manipolazioni di mercato».

⁶⁵⁶ Testualmente, dispone l'art. 12, par. 2, che «Le seguenti condotte sono considerate, tra le altre, manipolazione del mercato [...]».

all'art. 187-ter t.u.f., stante il generico (e poco precipuo) rinvio all'art. 15 MAR, opera con riferimento sia alle "attività" descritte dall'art. 12, par. 2, MAR, sia con riguardo a quelle, pur già coperte da sanzione penale, individuate nel paragrafo 1. Su queste ultime condotte convergono pertanto sia l'illecito penale, sia l'illecito amministrativo: con *fisiologica* frizione, come si avrà modo di approfondire *infra*⁶⁵⁷, rispetto al principio del *ne bis in idem* sostanziale.

Un'ultima osservazione merita di essere compiuta, prima di avviare la trattazione delle singole ipotesi di manipolazione del mercato.

L'ampia formulazione con cui il legislatore eurounitario ha indicato le *modalità*, mediante le quali possono compiersi le condotte decettive e quelle di fissazione artificiosa dei prezzi – individuate dall'art. 5, par. 2, lett. a), MAD II nella conclusione di un'operazione, nell'immissione di un ordine di compravendita o in *qualsiasi altra condotta* –, pare sintomatico di una notevole scelta di campo: ciò che conta non è la *natura finanziaria* dell'attività compiuta, bensì solamente la sua *proiezione sul mercato finanziario*, ossia sulle capacità orientative del prezzo degli strumenti negoziati⁶⁵⁸.

Tale osservazione trova peraltro conforto in plurimi indicatori ulteriori.

Al di là della precisazione, contenuta nel considerando n. 48 MAR e relativa alla manipolazione c.d. informativa, circa l'*equivalenza* tra la diffusione di notizie effettuata con «canali di comunicazione più tradizionali» e la diffusione di informazioni false o fuorvianti «attraverso Internet»⁶⁵⁹, pare inequivoco il tenore del precedente considerando n. 46 MAR (a cui fa da contraltare l'art. 1, par. 5, MAD II⁶⁶⁰), a mente del quale «[...] uno strumento finanziario può essere manipolato attraverso una condotta tenuta al di fuori di una sede di negoziazione». Non solo, ma la tensione eurounitaria a spingere il diritto penale *dei* mercati finanziari *fuori dai* mercati finanziari⁶⁶¹ pare plasticamente evidenziata dalla espressa estensione dell'area applicativa della Direttiva – e, quindi, del divieto di *market manipulation* – anche alle condotte manipolative incidenti su strumenti finanziari negoziati *over the counter*, il cui prezzo o valore dipende dal prezzo o dal valore di uno strumento finanziario

⁶⁵⁷ Cfr. *infra*, Cap. III, Sez. II.

⁶⁵⁸ Come efficacemente osservato da CONSULICH, *Manipolazione del mercato*, cit., p. 203 ss., «[...] analizzando l'ambito applicativo della Direttiva, emerge che la manipolazione *non* è sempre un *comportamento finanziario*, vale a dire ambientato nel mercato, ma è semplicemente *market oriented*, cioè ben può essere integrata in un contesto estraneo agli scambi mobiliari: ciò che rileva è che abbia, anche in via mediata, un *impatto sul mercato*».

⁶⁵⁹ Considerando n. 48 MAR: «Alla luce dell'accresciuto utilizzo di siti web, blog e media sociali, è importante chiarire che la diffusione di informazioni false o fuorvianti attraverso Internet, compresi i siti di media sociali o i blog anonimi, dovrebbe essere considerata ai fini del presente regolamento equivalente alla loro diffusione attraverso canali di comunicazione più tradizionali».

⁶⁶⁰ Tale disposizione precisa infatti che «La presente direttiva si applica a qualsiasi operazione, ordine o altra condotta relativi agli strumenti finanziari di cui ai paragrafi 2 e 4, indipendentemente dal fatto che tale operazione, ordine o condotta avvenga in una sede di negoziazione (*trading venue*)»

⁶⁶¹ L'affermazione rappresenta una libera interpretazione dell'icastica espressione usata da CONSULICH, *op. ult. cit.*, p. 203 ss., secondo cui il tenore ampio della locuzione usata dall'art. 5, par. 2, lett. a), MAD II, è tale per cui «Il diritto penale *dei* mercati finanziari, esce per questa via *dai* mercati finanziari».

negoziato invece in un mercato regolamentato, in un sistema multilaterale di negoziazione o in un sistema organizzato di negoziazione, ovvero che abbia «*un effetto su di essi*», compresi, ma non in via esclusiva, i credit default swap e i contratti differenziali» (art. 1, par. 2, lett. d), *MAD II*).

Da questo specifico angolo prospettico, la disciplina normativa interna pare allineata rispetto alle indicazioni eurounitarie: la formulazione delle condotte vietate dall'art. 185 t.u.f. è sufficientemente generica da rispecchiare la connotazione “anfibia” della manipolazione – tale da comprendere indifferentemente comportamenti interni e esterni al mercato, purché *market oriented* – impressa dal legislatore sovranazionale⁶⁶².

Tutto ciò premesso, può procedersi ora all'analisi delle singole modalità di condotta tipizzate dall'art. 185 t.u.f., con l'avvertenza che, attesa la conferma dell'originaria dicotomia tra c.d. manipolazione informativa e c.d. manipolazione operativa, proprio da tale bipartizione descrittiva muoverà l'indagine proposta.

4.1. (segue): la manipolazione ‘informativa’.

Con riguardo alla prima condotta delineata dalla fattispecie, ovverosia la «diffusione di notizie false», occorre innanzitutto precisare che il termine «diffusione» allude a un comportamento attivo consistente in qualsiasi genere di comunicazione (scritta oppure orale), trasmessa con qualunque mezzo (stampa, radio, televisione, internet)⁶⁶³, purché sia destinata ad un numero indeterminato di persone, o almeno ad una cerchia considerevole di soggetti, operanti nell'ambiente economico-finanziario⁶⁶⁴. In proposito si è peraltro sostenuto, per un verso, che ricorrerebbe una condotta *diffusiva* di una notizia allorquando non sia più possibile controllare la reale consistenza dei soggetti che ne sono venuti a conoscenza⁶⁶⁵; e, per altro verso, che anche laddove venissero comunicate in via *riservata* delle notizie false, ciò non consentirebbe di

⁶⁶² Sul punto, ancora, CONSULICH, *op. ult. cit.*, p. 203 ss.

⁶⁶³ Conclusione a maggior ragione valida oggi, tenuto conto dell'espresso riferimento eurounitario alla necessità di considerare *egualmente* illecita la diffusione di notizie tramite *web* rispetto a quelle diffuse tramite canali comunicativi tradizionali: cfr. considerando n. 48 *MAR*.

⁶⁶⁴ AMATI, *Abusi di mercato*, cit., p. 182; MAGRO, *Manipolazioni dei mercati finanziari*, cit., p. 269. Con specifico riguardo alla diffusione via *web*, v. PARODI C., *Le nuove frontiere del diritto penale societario: l'aggiotaggio «telematico»*, in *Dir. pen. proc.*, 2004, fasc. 3, p. 366; sempre sul tema, ancorché con una vocazione più ‘generale’, cfr. SEMINARA S., *Le responsabilità penali connesse all'intermediazione finanziaria on line*, in *Banca, borsa, titoli di credito*, 1999, p. 449 ss. In relazione all'art. 501 c.p., v. Cass., sez. VI, 28 settembre 1979, n. 2957, ove la Corte ha stato escluso il reato in quanto un commerciante aveva dato false notizie sulla disponibilità delle merci giacenti nel suo magazzino ad un ristrettissimo numero di persone.

⁶⁶⁵ Sul punto, ancorché con riferimento all'originaria ipotesi di aggiotaggio societario *ex art.* 2628 c.c., v. MAZZACUVA N., *Sull'elemento oggettivo del delitto di aggiotaggio*, in *Foro it.*, II, 1980, p. 313 ss.; MUCCIARELLI F., *Aggiotaggio*, in ALESSANDRI A. (a cura di), *Il nuovo diritto penale delle società. D.lgs. 11 aprile 2001, n. 61*, Milano, 2002, p. 424. Nella recente giurisprudenza, v. Cass., sez. V, 4 maggio 2011, n. 28932, in *Cass. pen.*, 2013, fasc. 12, p. 4594 ss., con nota di FRASCHETTI F.M., *La natura e la struttura dell'aggiotaggio informativo*.

escludere *a priori* la rilevanza penale della comunicazione medesima⁶⁶⁶: quest'ultima potrebbe infatti integrare gli estremi di un mezzo fraudolento, idoneo a influire illecitamente sul corso dei titoli⁶⁶⁷, potendo confluire all'interno della locuzione «altri artifici» (ovviamente a condizione che ricorrano tutti gli altri requisiti fissati dalla norma)⁶⁶⁸. In altri termini, tenuto altresì conto che il nucleo fondamentale dell'illecito si coglie nella *concreta idoneità* della condotta a determinare l'alterazione del prezzo degli strumenti finanziari, sembrerebbe non rilevare «il numero dei soggetti cui perviene la notizia, bensì il ruolo e la funzione dei destinatari»⁶⁶⁹.

Riguardo alla configurabilità del reato di manipolazione informativa mediante condotte *omissive*, occorre precisare che, se in linea generale anche la mancata diffusione di notizie significative può influire sulla determinazione dei prezzi degli strumenti finanziari, alla luce della formulazione normativa interna dell'art. 185 t.u.f. assumono rilievo le sole condotte *attive*, consistenti nella *diffusione* di notizie: e solamente *all'interno* di un comportamento commissivo può attribuirsi rilievo all'omissione di informazioni, allorché siano prescritte dalla legge o dall'autorità di vigilanza. Pertanto, fuori da tale ipotesi, la mera omissione non varrebbe a integrare il delitto di manipolazione informativa⁶⁷⁰: anzi, lì ove il legislatore nazionale ha inteso

⁶⁶⁶ Si pensi peraltro al caso in cui la notizia riservata venga trasmessa ad un *singolo* analista finanziario: tenuto conto che quest'ultimo opera professionalmente a contatto con un numero indeterminato di investitori, la comunicazione a suo favore effettuata ben potrebbe presentare il carattere diffusivo necessario (in presenza degli altri requisiti) a integrare una manipolazione informativa. Per contro, la trasmissione dell'informazione a un *singolo* operatore difficilmente integrerà la condotta tipizzata: cfr. AMATI, *Art. 185 tuf*, cit., p. 1059; SEMINARA, *L'aggiotaggio*, cit., p. 553; ZANNOTTI, *Diritto penale dell'economia*, cit., p. 448.

⁶⁶⁷ Sempre con riferimento all'aggiotaggio societario di cui all'art. 2628 c.c., e all'aggiotaggio comune di cui all'art. 501 c.p., v. CONTI L., *Diritto penale commerciale*, Vol. I, *Reati ed illeciti depenalizzati in materia di società*, II ed., Torino, 1980, p. 356; TAGLIARINI F., *Le disposizioni penali in materia di società e di consorzi*, RESCIGNO P. (a cura di), *Trattato di diritto privato*, Vol. XVII, Torino, 1985, p. 703. Per quanto ancor più risalente nel tempo, v. PEDRAZZI C., *Problemi del delitto di aggiotaggio*, Milano, 1958, p. 56, oggi in ID., *Diritto penale*, IV, *Scritti di diritto penale dell'economia*, Milano, 2003, p. 3 ss.

⁶⁶⁸ Cfr. MELCHIONDA, *op. ult. cit.*, p. 262, nonché CERQUA, *op. ult. cit.*, p. 894.

⁶⁶⁹ SANTORIELLO, voce *Mercati finanziari*, cit., p. 691.

⁶⁷⁰ Sul tema, cfr. SGUBBI, *La manipolazione del mercato*, cit., p. 76; D'ALESSANDRO, *Regolatori del mercato*, cit., p. 189 ss.; ZANNOTTI, *Diritto penale dell'economia*, cit., p. 449, il quale, interrogandosi circa la possibilità di ricondurre la mera omissione di informazioni rilevanti – si pensi all'occultamento di un patto parasociale, nel contesto di un'offerta pubblica di acquisto o di scambio – all'interno della manipolazione operativa, *sub specie* di «artificio», ritiene tale operazione interpretativa non condivisibile, nella misura in cui finirebbe per svuotare di significato il concetto stesso di artificio. Nello stesso senso, SEMINARA, *Diritto penale commerciale*, cit., p. 93 ss., il quale precisa che non potrebbe nemmeno ricorrersi al meccanismo dell'art. 40 cpv., tenuto conto che il delitto in esame non contempla un evento cui ancorare la costruzione di un reato omissivo improprio. In giurisprudenza, cfr. Cass., sent. 28932/2011, cit.; App. Milano 30 maggio-13 giugno 2012, n. 3891, in *Soc.*, 2012, p. 1340 s., con nota di AMATI E., *Aggiotaggio operativo e scalate bancarie "occulte": il caso Antonveneta*; Trib. Torino 21 dicembre 2010, in *Cass. pen.* 2011, fasc. 10, p. 3565 ss., con nota di MOLINARO E., *Il pericolo concreto della fattispecie di manipolazione del mercato al banco di prova del processo penale*; App. Milano 26

sanzionare la mancata divulgazione di informazione ai mercati, vi ha espressamente provveduto, ancorché in via “solo” amministrativa (cfr. artt. 114 e 193 t.u.f.)⁶⁷¹.

Non solo, ma un argomento ulteriore a favore dell’esclusione della mera *omissione* dal perimetro della tipicità potrebbe trarsi sul piano sistematico: il legislatore nazionale non ha “dimenticato” di considerare le ipotesi di mancata divulgazione di informazione ai mercati, ma al contrario le ha espressamente corredate di sanzione, ancorché “solo” amministrativa (cfr. artt. 114 e 193 t.u.f.)

L’esclusione delle condotte *omissive* dal perimetro applicativo della *market manipulation*, per quanto condivisibile alla luce del dettato normativo interno, appare meno sicura se si sposta l’attenzione sul piano eurounitario. A mente infatti del considerando n. 47 *MAR* – che costituisce, attesa la natura “complementare” del rapporto che intercorre tra il Regolamento e la Direttiva, un ausilio ermeneutico fondamentale anche per ricostruire il significato delle disposizioni della *MAD II* – la diffusione di notizie false o fuorvianti «[...] può consistere nell’inventare informazioni manifestamente false, ma *anche nel tacere intenzionalmente fatti concreti* o nel diffondere informazioni in modo volutamente impreciso» (corsivo aggiunto).

Anche l’omessa comunicazione di notizie potrebbe pertanto assumere rilievo, a condizione ovviamente che tale condotta espleti un’efficienza causale rispetto alla determinazione dei prezzi degli strumenti finanziari: del resto, se è vero che, nella prospettiva eurounitaria, «la manipolazione si riconosce dai connotati del suo *oggetto* - il prezzo dello strumento finanziario manipolato - e non dalle caratteristiche dell’*azione perturbativa*»⁶⁷², al punto che rilevano comportamenti di qualsiasi tipo, anche “non finanziari”, parrebbe perfettamente coerente ricomprendere anche le condotte *omissive eziologicamente rilevanti* nell’alveo operativo del divieto. Tuttavia, “ritornando” alla dimensione normativa interna, il dato letterale e il dato sistematico, oltre che i canoni costituzionali della riserva di legge e della tassatività, continuano a rappresentare un ostacolo insuperabile per un’ermeneusi della disposizione tesa ad ampliarne i confini sino a coprire le condotte *omissive*.

Il fulcro attorno al quale orbita la manipolazione c.d. informativa è rappresentata dal concetto di «notizia».

Pur non potendosi non evidenziare il carattere poco precipuo del termine, invero difficilmente compatibile con l’esigenza di tassatività che dovrebbe accompagnare la “produzione del penale”⁶⁷³, per «notizia» deve intendersi – in ossequio al risalente insegnamento dottrinario, maturato in relazione alla fattispecie di aggrottaggio

maggio 2011, n. 4535, in *Riv. trim. dir. pen. econ.*, 2010, p. 883 ss., con nota di D’ANIELLO P., *Torna in scena l’aggrottaggio: il caso Parmalat*.

⁶⁷¹ SEMINARA, *Diritto penale commerciale*, cit., p. 93.

⁶⁷² CONSULICH, *Manipolazione del mercato*, cit., p. 203 ss.

⁶⁷³ Per tutti, sul punto, ALESSANDRI A., *Osservazioni sulle notizie false, esagerate o tendenziose*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 1973, p. 711-713.

“comune” (art. 501 c.p.)⁶⁷⁴ e di aggio di aggio societario (art. 2637 c.c.)⁶⁷⁵ – l’informazione avente carattere sufficientemente preciso e determinato, concernente avvenimenti o fatti di carattere economico, commerciale, finanziario (tra le quali rientra sia la c.d. *market information*, sia la c.d. *corporate information*), politico etc., avvenuti o destinati ad avvenire, a condizione – in tale ultimo caso – che l’informazione sul fatto futuro tragga comunque origine da un riferimento presente⁶⁷⁶. L’ampia interpretazione del concetto di notizia poggia sulla considerazione che, se pure le notizie intuitivamente più influenti sul mercato sono quelle di natura economico-finanziaria, ciò non esclude tuttavia che anche notizie di oggetto diverso – come quelle di carattere politico o sindacale⁶⁷⁷ – possano rilevare ai sensi dell’art. 185 qualora, ovviamente, siano in grado di influire sensibilmente sul prezzo dello strumento finanziario⁶⁷⁸.

Per contro, non è necessario che la notizia abbia ad oggetto dati *riservati*, poiché il fatto che un certo elemento conoscitivo sia già oggetto di voci negli ambienti interessati può comunque presentare una concreta attitudine ad alterare i prezzi, qualora provenga da una fonte particolarmente qualificata⁶⁷⁹. Diversamente, la notizia su fatti notori non presenta tale attitudine⁶⁸⁰.

L’ambiguità concettuale che connota il termine «notizia» si è peraltro manifestata anche in una differente prospettiva. A fronte infatti dell’interrogativo, in ordine alla possibilità – o meno – di includere nel perimetro del termine anche anche i c.d. *rumors*, ossia le voci correnti nel mercato, nonché i c.d. *reports*, termine che compendia in sé studi, analisi, valutazioni, ricerche, sono andate consolidandosi due distinte linee esegetiche.

In ossequio a un primo orientamento “restrittivo”, esulerebbero dal concetto di «notizia» le voci, le previsioni, gli apprezzamenti, le dicerie che siano sprovviste di elementi tali da consentire l’identificazione e il riscontro fattuale di quanto comunicato:

⁶⁷⁴ AZZALI, voce *Aggio di aggio*, cit., p. 900; SANTORO, *Del delitto di aggio di aggio ed in specie di aggio di aggio bancario*, in *Borsa, banca, titoli di credito*, 1973, p. 558 ss. Più di recente, BONINI, *La repressione delle turbative del mercato*, cit., p. 219.

⁶⁷⁵ Per tutti, cfr. CERQUA, voce *Reati di aggio di aggio*, p. 893-895, anche per i necessari riferimenti bibliografici.

⁶⁷⁶ Cfr. MUCCIARELLI, *Aggio di aggio*, cit., p. 720; PEDRAZZI C., *Aggio di aggio bancario*, in FERRO LUZI P.-CASTALDI G. (a cura di), *La nuova legge bancaria*, III, Milano, 1996, p. 2045 ss. Più recentemente, ZANNOTTI, *op. loc. cit.*

⁶⁷⁷ Si pensi alla notizia concernente l’intervenuta nazionalizzazione di un’impresa, oppure a quella relativa alla decisione delle organizzazioni sindacali di effettuare un prolungato sciopero: cfr. NAPOLEONI V., *I reati societari*, Vol. III, *Falsità nelle comunicazioni sociali e aggio di aggio societario*, Milano, 1996, p. 484.

⁶⁷⁸ ORSI L., *La manipolazione del mercato mediante la diffusione di false notizie (prima parte)*, in *Resp. amm. soc. enti* 2009, 1, p. 92 ss.

⁶⁷⁹ In tal senso, si è ritenuto che possa assumere rilievo la diffusione di un bilancio non veritiero, senza dubbio trattandosi di un veicolo informativo dotato di credibilità: v. CRESPI A., *Falsità nella relazione della società di revisione*, in *Riv. soc.*, 2004, p. 165, ora in ID., *Studi di diritto penale societario*, Milano, 2010, p. 387 ss.

⁶⁸⁰ Cfr. SEMINARA, *L’aggio di aggio*, cit., p. 553, nonché ORSI, *op. ult. cit.*, 88.

in tal senso, sarebbe «notizia» solamente la descrizione di fatti storicamente verificatisi (o fatti futuri, basati su dati oggettivi già esistenti). Tali dati – si sostiene – potranno eventualmente rilevare quando ad essere «non vera» sia la stessa voce, la diceria o il giudizio: quando, cioè, il giudizio non sia mai stato formulato dal soggetto a cui viene attribuito o quando la voce riferita non sia mai circolata fra il pubblico⁶⁸¹. Ciò che assume rilevanza in tali casi non è il contenuto della voce o del giudizio, quanto la loro esistenza come circostanza storica in relazione alla quale può formularsi un giudizio di verità o falsità⁶⁸².

A conclusioni diametralmente opposte giunge invece una seconda linea interpretativa che, valorizzando l'argomento "empirico" di quali siano le concrete dinamiche che si manifestano nella realtà dei mercati finanziari, ritiene che anche i *rumors* rivelino – di fatto – una notevole capacità di influenzare gli operatori e l'andamento dei prezzi: le voci, gli apprezzamenti e le valutazioni pertanto, ben potrebbero rientrare nel concetto di «notizia»⁶⁸³, attesi gli effetti che possono potenzialmente spiegare sugli operatori del mercato. Del resto, pare piuttosto difficile, se non impossibile, pretendere di scindere in modo netto – all'interno dell'informazione – la componente *oggettivamente, puramente descrittiva* dalla componente *soggettiva-valutativa*⁶⁸⁴: dall'angolo visuale dell'*effetto* sui destinatari, ben potrebbe apparire particolarmente credibile una certa 'voce', in ragione della fonte da cui promana, così come le 'previsioni' in ordine a possibili sviluppi futuri di determinati fatti esistenti al momento in cui vengono formulate⁶⁸⁵. In ogni caso, si è peraltro ritenuto che la pubblicazione di valutazioni o la diffusione di voci, allorché sapientemente

⁶⁸¹ Così AMATI, *Abusi di mercato*, cit., p. 184. Nello stesso senso, D'ALESSANDRO, *Regolatori del mercato*, cit., p. 177.

⁶⁸² In tal senso, v. SEMINARA, *op. ult. cit.*, 554; MUSCO, *I nuovi reati societari*, cit., p. 277 ss.; ZANNOTTI, *Diritto penale dell'economia*, cit., p. 448).

⁶⁸³ AMBROSETTI-MEZZETTI-RONCO, *Diritto penale dell'impresa*, cit., p. 271; CERQUA, voce *Reati di aggrottaggio*, cit., p. 889; MAGRO, voce *Manipolazioni del mercato*, cit., p. 360; SANTORIELLO, voce *Mercati finanziari (tutela penale)*, cit., p. 692. Più addietro nel tempo, v. LA CUTE G., *Le ipotesi normative del delitto di aggrottaggio*, in *Riv. pol.*, 1978, p. 570.

⁶⁸⁴ Sul punto, per tutti, MAGRO, *Manipolazioni dei mercati finanziari*, cit., p. 279 ss.

⁶⁸⁵ Proprio ponendo attenzione all'*effetto* prodotto, una risalente tesi proponeva una linea esegetica "mediana" rispetto alle due citate, ritenendo che, se per un verso non può aprioristicamente ed astrattamente escludersi la rilevanza penale di voci, apprezzamenti, valutazioni etc., per altro verso deve osservarsi che, nella maggior parte dei casi concreti, dovrà propendersi per l'irrelevanza penale degli stessi, in quanto tendenzialmente inidonei a provocare l'alterazione del prezzo: cfr. CARACCIOLI I., *Reati di mendacio e valutazioni*, Milano, 1962, p. 113 ss. Muovendo invece dai principi dell'adeguatezza sociale e dell'offensività, alcuni Autori avevano ritenuto che la condotta dell'agente dovesse essere ritenuta penalmente rilevante qualora, «da un punto di vista di valutazioni sociali medie, il riferimento del fatto appaia manifestamente capzioso e, quindi, inaccettabile» (LEMME R., *Il delitto di aggrottaggio bancario*, in *Giust. pen.*, 1983, II, p. 376; BARTULLI A., voce *Banca (reati in materia bancaria)*, in *Dig. disc. pen.*, Vol. I, Torino, 1987, p. 428).

“indirizzate” verso taluni destinatari, potrebbe rientrare nell’onnicomprendiva e residuale fattispecie della manipolazione operativa mediante «altri artifici»⁶⁸⁶

Le notizie devono essere *false*, ossia oggettivamente non conformi al vero. La falsità dell’informazione divulgata – vero e proprio «minimo comune denominatore tipico di tutte le ipotesi di aggioaggio»⁶⁸⁷ –vale pertanto a connotare la condotta di diffusione in termini di idoneità ingannatoria e decettiva nei confronti dei destinatari della stessa, a prescindere dall’indagine circa l’idoneità della notizia (falsa) a influire sul corso dei prezzi⁶⁸⁸.

In sede di esegesi dell’art. 2637 c.c., è sorto il dubbio – pienamente “esportabile” anche in sede di analisi della *market manipulation* – se la nozione di «notizia falsa» ricomprenda anche la notizia «esagerata o tendenziosa»: attributi della notizia, questi, che compaiono nell’art. 501 c.p. (e comparivano nell’originario art. 2628 c.c.), mentre non trovano riferimento né nell’art. 2637 c.c., né nell’art. 185 t.u.f.

Anche a voler ritenere che la qualificazione di talune notizie attraverso la triplice aggettivazione di “false, esagerate o tendenziose” – come riportato nell’art. 501 c.p. o nell’art. 656 c.p. (“Pubblicazione o diffusione di notizie false, esagerate o tendenziose, atte a turbare l’ordine pubblico”) – sembra esprimere «in una nozione unitaria un giudizio di alterazione tra quanto divulgato dall’agente e gli elementi di comparazione»⁶⁸⁹, deve tuttavia riconoscersi come, sul piano descrittivo, se è “falsa” – come detto – la notizia obiettivamente difforme dalla realtà naturalistica, per contro è “esagerata” quella notizia che, pur contenendo un nucleo di verità, ingrandisce la portata dei fatti che raffigura: l’esagerazione, pertanto, consisterebbe in una alterazione *quantitativa* della notizia. La tendenziosità vale a connotare invece la notizia che, pur riferendo avvenimenti reali, li rappresenta in modo che siano falsamente interpretati attraverso una narrazione suggestiva e focalizzata su determinati aspetti di un fatto, sottacendone altri di maggior rilievo: si tratterebbe pertanto di una alterazione *qualitativa* della notizia⁶⁹⁰.

La linea esegetica prevalente in dottrina, evidenziando che in tanto la diffusione della notizia assume rilievo penale, in quanto tale diffusione determini un effetto distorsivo nel mercato, propende per una lettura ampia del concetto di notizia falsa, come tale ricomprendente anche la notizia esagerata o tendenziosa⁶⁹¹.

⁶⁸⁶ Cfr. ROSSI, *Le fattispecie penali*, cit., p. 2658.

⁶⁸⁷ Così FOFFANI L., *Art. 2637 c.c.*, in PALAZZO F.-PALIERO C.E. (a cura di), *Commentario breve alle leggi penali complementari*, cit., p. 2547.

⁶⁸⁸ MAGRO, voce *Manipolazioni del mercato*, cit., p. 361; SGUBBI, *La manipolazione del mercato*, cit., p. 78; MAZZACUVA-AMATI, *op. ult. cit.*, p. 330)

⁶⁸⁹ Cfr. LEMME, *op. ult. cit.*, p. 378; BARTULLI, *op. loc. cit.*

⁶⁹⁰ ALESSANDRI, *Osservazioni sulle notizie*, cit., p. 708 s. Cfr., pur con riferimento all’aggioaggio bancario, ALIBRANDI L., *Appunti in tema di aggioaggio bancario*, in *Banca, borsa, titoli di credito*, 1977, p. 210.

⁶⁹¹ D’ALESSANDRO, *Regolatori del mercato*, cit., p. 179 ss.; PEDRAZZI, voce *Turbative dei mercati*, cit., p. 428; SEMINARA, *Diritto penale commerciale*, cit., p. 92; VIZZARDI, *Manipolazione del mercato: un “doppio binario” da ripensare?*, cit., p. 721.

Secondo una diversa impostazione interpretativa, l'opzione legislativa di qualificare la notizia tipica come esclusivamente falsa imporrebbe di escludere dall'oggetto della diffusione illecita tutte quelle informazioni rispetto alle quali non sia predicabile un giudizio di vero/falso: il tentativo di includere nel concetto di notizia falsa anche le notizie esagerate o tendenziose si tradurrebbe in una evidente operazione analogica *in malam partem*⁶⁹². Tale linea interpretativa parrebbe peraltro suffragata dall'espressa volontà legislativa di non riproporre la locuzione in sede di riforma dell'aggiotaggio societario: dalla lettura *Relazione* illustrativa del d.lgs. 61/2002 emerge infatti la consapevolezza, da parte del legislatore, che il sintagma "esagerate o tendenziose" appare «sovrrabbondante rispetto al requisito della falsità in base all'insegnamento della Corte costituzionale, e comunque di dubbia costituzionalità, sotto il profilo della determinatezza»⁶⁹³.

Al più, secondo taluni, la notizia esagerata o tendenziosa potrebbe *penalmente* rilevare come un'ipotesi di compimento di «altri artifici»⁶⁹⁴: di certo, come si chiarirà a breve, la diffusione di tale notizia rientra nell'alveo operativo dell'art. 187-ter t.u.f.⁶⁹⁵

D'altra parte, un indice a favore della tesi restrittiva sembra emergere dal confronto tra la fattispecie penale e quella amministrativa di *market manipulation*. Il nuovo art. 187-ter t.u.f. – per il tramite del rinvio all'art. 15 MAR che, a sua volta, costituisce solamente la disposizione-presidio con cui vengono vietate dal legislatore eurounitario le condotte descritte all'art. 12 MAR – descrive una condotta di manipolazione c.d. informativa, rilevante in sede "amministrativa", dalla portata più ampia di quella prevista per il parallelo "penale": l'art. 12 descrive le informazioni⁶⁹⁶,

⁶⁹² Cfr. MUCCIARELLI, *Aggiotaggio*, cit., p. 425.

⁶⁹³ Cfr. *Relazione ministeriale*, cit., p. 33, ove si allude al Corte cost., sent. 16 marzo 1962, n. 19, in cui il Giudice delle leggi, nell'ambito di un quesito di compatibilità costituzionale riguardante la contravvenzione di cui all'art. 656 c.p. (dichiarato non fondato), ha precisato che «In sostanza l'espressione "notizie false, esagerate o tendenziose" impiegata nell'art. 656 del Cod. pen. è una forma di endiadi, con la quale il legislatore si è proposto di abbracciare ogni specie di notizie che, in qualche modo, rappresentino la realtà in modo alterato». In senso critico, v. ALESSANDRI, *Osservazioni sulle notizie*, cit., p. 724; cfr. altresì la nota critica di BARILE P., *La libertà di espressione del pensiero e le notizie false, esagerate e tendenziose*, in *Foro it.*, 1962, I, p. 855 ss.

⁶⁹⁴ v. MUCCIARELLI, op. ult. cit., p. 425; MUSCO, *I nuovi reati societari*, cit., p. 278; MACCARI A.L., *Art. 2637 c.c.*, in GIUNTA F. (a cura di), *I nuovi illeciti penali ed amministrativi riguardanti le società commerciali. Commentario del d.lgs. 11 aprile 2002, n. 61*, Torino, 2002, p. 198; MAGRO, *Manipolazioni dei mercati finanziari*, cit., p. 282 ss., limitatamente all'ipotesi di notizie *tendenziose*, in quanto il diverso caso della notizia esagerata potrebbe rientrare nell'alveo applicativo dell'illecito amministrativo di *market manipulation* come osservato – pur nel quadro della precedente ipotesi di aggiotaggio societario, di cui all'art. 2628 c.c. – anche da CONTI L., *Comunicazioni e notizie relative al mercato dei valori mobiliari*, in Id. (a cura di), *Il diritto penale dell'impresa*, Padova, 2001, p. 193. In generale, sulla possibile inclusione delle notizie (*anche*) esagerate e tendenziose nel concetto di «altri artifici», CERQUA, voce *Reati di aggiotaggio*, cit., p. 894; MELCHIONDA, *I nuovi delitti di "aggiotaggio" e "manipolazione del mercato"*, cit., p. 261 e p. 265.

⁶⁹⁵ D'ALESSANDRO, *L'aggiotaggio*, cit., p. 799.

⁶⁹⁶ Più precisamente, i «segnali», termine dalla portata assai ampia che, tuttavia, nell'ambito del considerando n. 47 è sostituito dal termine – semanticamente più circoscritto – di «informazioni». Nella

oggetto di diffusione, come *false o fuorvianti*, sicché – si è sostenuto – l’illecito amministrativo contemplerebbe anche i casi di diffusione di *notizie esagerate o tendenziose*⁶⁹⁷.

L’espresso riferimento alle notizie anche *fuorvianti* – del tutto assente nell’art. 185 t.u.f. – sembrerebbe suggerire una netta suddivisione normativa: le notizie *false*, potrebbero essere oggetto *sia* di sanzione penale, *sia* di sanzione amministrativa; le notizie *fuorvianti*, invece, sarebbero appannaggio esclusivo di intervento da parte della Consob.

Se pure tale distinzione potrebbe risultare ragionevole, dall’angolo visuale del *ne bis in idem* sostanziale (divieto che sarebbe pertanto vulnerato “solo” con riferimento alle notizie *false*), deve tuttavia evidenziarsi che l’*actio finium regundorum* basata sull’aggettivazione, più o meno articolata, della “notizia” non trova alcun riscontro a livello eurounitario: anche l’art. 5 *MAD II*, nel descrivere le condotte di *market manipulation* meritevoli di sanzione detentiva, utilizza la medesima locuzione regolamentare di «segnali *falsi o fuorvianti*».

L’espressa indicazione, da parte del legislatore sovranazionale, di segnali «*fuorvianti*» accanto ai segnali «*falsi*» sembrerebbe fornire un argomento ulteriore a sostegno di una lettura ampia della notizia tipica, come comprensiva anche delle informazioni non intrinsecamente false ma solo “tendenziose”.

Ma tale precisazione eurounitaria non è stata recepita a livello interno, posto che l’art. 185 – nonostante l’intervento riformatore del d.lgs. 107/2018 – continua a riferirsi esclusivamente alle notizie *false*, sicché paradossalmente, proprio la mancata trasposizione interna dell’attributo «*fuorvianti*» finisce per rafforzare l’interpretazione restrittiva della nozione di notizia rilevante.

Ad ogni modo, deve prendersi così atto di un ulteriore profilo di frizione tra la disciplina sovranazionale e il comparto normativo interno in materia di manipolazione del mercato: mentre la prima *espressamente* include anche i segnali *fuorvianti* nel perimetro di applicazione della *information based manipulation* da sanzionarsi in via più “rigorosa”, il legislatore italiano continua a riservare la sanzione *stricto sensu* penale alla sola ipotesi di diffusione di notizie *false*.

Nonostante il connotato della falsità delle notizie valga di per sé a delimitare l’ambito di rilevanza oggettiva della condotta di manipolazione informativa, circoscrivendola ai soli casi di diffusione di informazioni *ex se* idonee a trarre in inganno il pubblico degli investitori, il legislatore ha tuttavia introdotto un ulteriore filtro selettivo, che concorre a restringere ancor più l’area di applicazione dell’illecito: quello della connotazione *price sensitive* della notizia falsa, ossia della capacità dell’informazione diffusa di provocare una sensibile alterazione del prezzo degli strumenti finanziari, su cui si avrà modo di soffermare l’attenzione *infra*⁶⁹⁸.

versione inglese si assiste al medesimo avvicendamento lessicale: «*signals*», all’art. 12; «*information*» nel considerando n. 47.

⁶⁹⁷ In tal senso ZANNOTTI, *Diritto penale dell’economia*, cit., p. 449 e 455.

⁶⁹⁸ Cfr. par. 5.

4.2. (segue): la manipolazione c.d. operativa.

La manipolazione operativa consiste nel fatto di porre in essere operazioni simulate o altri artifici.

Secondo l'opinione largamente maggioritaria in dottrina, tra le due modalità della condotta sussiste un rapporto di specie a genere: la locuzione «altri artifici» assurge infatti al ruolo di formula di chiusura, ricomprendente tutti quei comportamenti non riconducibili né alla diffusione di informazioni false, né al compimento di «operazioni simulate»⁶⁹⁹, mentre l'espressa previsione di quest'ultima locuzione contribuirebbe – per converso – a conferire maggiore “concretezza” alla problematica nozione di “artifici”⁷⁰⁰. Ciò in linea, del resto, con l'auspicio formulato da risalente dottrina affinché il legislatore si sforzasse di assicurare una maggiore formalizzazione specifica delle condotte in tema di aggio⁷⁰¹.

L'equiparazione normativa tra diffusione di notizie false, compimento di operazioni simulate o di altri artifici, oltre alla stessa connessione “interna” tra «operazioni simulate» e «altri artifici», induce a individuare il *fil rouge* che accomuna le diverse modalità della condotta – sia di tipo informativo, sia di tipo operativo – nella *connotazione fraudolenta e ingannatoria* dei comportamenti delineati⁷⁰²: a prescindere dall'intrinseca liceità o meno del mezzo utilizzato dall'agente, ciò che rileva è la loro valenza obiettivamente ingannatoria⁷⁰³.

Quanto alla prima modalità della condotta – che costituisce la trasposizione normativa della c.d. *action based manipulation*⁷⁰⁴ – si è osservato che il concetto di «operazioni simulate» ricomprende qualsiasi «condotta, lecita o illecita, caratterizzata – in sé o nel suo complesso o alla luce del contesto in cui si svolge – da una oggettiva valenza ingannatoria, a causa della sua capacità di influenzare l'andamento dei prezzi mediante la rappresentazione di una situazione di mercato non corrispondente alla realtà o la dissimulazione di una situazione reale»⁷⁰⁵.

⁶⁹⁹ Cfr., *ex multis*, AMBROSETTI-MEZZETTI-RONCO, *Diritto penale dell'impresa*, cit., p. 272; CONSULICH, *La giustizia e il mercato*, cit., p. 193; SGUBBI, *La manipolazione del mercato*, cit., p. 80; MAGRO, voce *Manipolazioni del mercato*, cit., p. 368; MEDICO, *Gli abusi di mercato*, cit., p. 93.; PEDRAZZI, voce *Turbativa dei mercati*, cit., p. 429. Secondo ZANNOTTI, *Diritto penale dell'economia*, cit., p. 449, la scelta di attribuire esplicito rilievo, nell'ampio *genus* degli “artifici”, all'ipotesi del compimento di operazioni simulate è dovuta alla frequenza con cui tale condotta si manifesta.

⁷⁰⁰ Che costituiva una vera e propria «[...] pietra d'inciampo degli interpreti del vecchio art. 501 c.p.»: così PEDRAZZI C., *Conclusioni*, in AA.VV., *Mercato finanziario e disciplina penale*, Milano, 1993, p. 318.

⁷⁰¹ Cfr. ROMANO, *Il diritto penale e la borsa*, cit., p. 700-701.

⁷⁰² CERQUA, voce *Reati di aggio*, cit., p. 895; SEMINARA, *Diritto penale commerciale*, cit., p. 95.

⁷⁰³ SEMINARA, *La tutela penale*, cit., p. 644.

⁷⁰⁴ MELCHIONDA, *I nuovi delitti di “aggio” e “manipolazione del mercato”*, cit., p. 266.

⁷⁰⁵ SEMINARA, *L'aggio*, cit., p. 556; in giurisprudenza, v. Cass., sent. 49362/2012, cit.

Il concetto di “simulazione” deve essere inteso in senso tecnico-giuridico⁷⁰⁶ e comprende sia le operazioni – statisticamente più frequenti⁷⁰⁷ – che le parti non avevano alcuna intenzione di realizzare (simulazione assoluta⁷⁰⁸), sia quelle caratterizzate da un’apparente difformità dal vero (simulazione relativa⁷⁰⁹). Peraltro, preso atto dell’impossibilità di elaborare una puntuale, precisa e analitica tassonomia di tutte le operazioni astrattamente riconducibili nel sintagma normativo «operazioni simulate», la dottrina ha ravvisato la necessità di estendere lo sforzo valutativo – al quale l’interprete è inevitabilmente chiamato – suggerendo l’opportunità di considerare il contesto complessivo, all’interno del quale le operazioni vengono compiute, al fine di «apprezzare l’eventuale portata artificiosa e la loro idoneità a determinare l’evento pericoloso richiesto per la sussistenza del tipo»⁷¹⁰.

In ogni caso occorre la pubblicità dell’operazione, secondo le regole del mercato, in modo tale da poter orientare il comportamento e le decisioni di un numero indeterminato di operatori di mercato. La pubblicità potrà derivare tanto da condotte dell’agente finalizzate al raggiungimento di tal obiettivo, quanto, più verosimilmente,

⁷⁰⁶ SGUBBI, *op. loc. cit.* Nel senso della rilevanza sia delle ipotesi di simulazione assoluta, sia di quelle di simulazione relativa, cfr. (pur con riferimento all’ipotesi *sub* art. 2637 c.c.), MUSCO, *I nuovi reati societari*, cit., p. 263; FOFFANI, *Art. 2637 c.c.*, cit., p. 1904. Si veda però MAGRO, *op. ult. cit.*, p. 369, la quale esprime la necessità di elaborare una autonoma nozione penale di «operazioni simulate», non ancorata ai rigidi schemi civilistici, ma ampliata sino a ricomprendere più in generale il compimento di atti fraudolenti.

⁷⁰⁷ Tant’è che nella citata comunicazione del novembre 2009, la Consob, nell’fornire un elenco esemplificativo di ipotesi di operazioni fittizie, si riferiva proprio a casi riconducibili a simulazioni assolute: sul punto, CONSULICH, *La giustizia e il mercato*, cit., p. 195. Le operazioni simulate sono oggetto di specifica attenzione da parte anche del legislatore eurounitario che, nel dettare – all’interno dell’Allegato I del *MAR* – taluni indici di possibili condotte manipolatorie, espressamente fa riferimento a quelle ipotesi in le «[...] operazioni avviate non portano a modificare la titolarità economica di uno strumento finanziario, di un contratto a pronti su merci collegato o di un prodotto oggetto d’asta sulla base di quote di emissione».

⁷⁰⁸ Si pensi al caso del c.d. *washing*, che ricorre allorché un soggetto contemporaneamente vende e acquista il medesimo titolo, magari avvalendosi di più intermediari, in tal modo lasciando del tutto inalterato il sottostante assetto proprietario. Per un caso di *wash sales* in giurisprudenza, v. Trib. Milano, 26 novembre 2006, in *Giur. comm.*, 2007, fasc. 6, p. 1304 ss., con nota di GILOTTA S., *Manipolazione del mercato: considerazioni su dinamica del fatto e danni civili da reato*.

⁷⁰⁹ L’esempio è quella del c.d. *matching* (noto anche come pratica di *improper matched orders*), meccanismo in virtù del quale un soggetto realizza operazioni di acquisto o di vendita che non incidono sui reali assetti di interesse sottesi ai titoli coinvolti. Una “variante” del *matching* è quella identificata con la locuzione di *painting the tape*, con la quale si allude a quelle ipotesi in cui un soggetto, agendo di concerto con altri operatori del mercato, ingenera l’apparenza di un mercato attivo, ma senza in realtà mutare l’assetto proprietario dei titoli, attraverso operazioni di vendita e acquisto dei titoli stessi tra i medesimi soggetti collusi. Per un’applicazione giurisprudenziale, v. Trib. Milano, sez. I, 7 gennaio 2008, in *Dejure*.

⁷¹⁰ Così MUCCIARELLI, *Aggiotaggio*, cit., p. 428. Nello stesso senso SEMINARA S., *L’impresa e il mercato*, in PEDRAZZI C.-ALESSANDRI A.-FOFFANI L.-SEMINARA S.-SPAGNOLO G. (a cura di), *Manuale di diritto penale dell’impresa*, II ed., Bologna, 1999, p. 638. In giurisprudenza si veda Trib. Milano, 14 novembre 2005, in *Foro ambr.*, 2005, p. 329.

dalle modalità intrinseche dell'operazione, da valutarsi alla luce del mercato di riferimento e, soprattutto, tenendo presente il rapporto di corrispondenza esistente tra l'ampiezza degli effetti di propagazione delle decisioni e il grado di concentrazione del mercato stesso⁷¹¹.

Giungendo infine all'ipotesi della manipolazione mediante «altri artifici», può innanzitutto segnalarsi come la stessa costituisca un vero e proprio denominatore comune di tutte le varianti normative che, nel tempo, hanno disciplinato l'aggiotaggio su strumenti finanziari: a partire dall'archetipo dell'art. 5, l. 157/1991 (ove compariva con la variante semantica di «altri artifici»), la locuzione in esame ha costantemente svolto il ruolo di «clausola di chiusura» della *market manipulation*, caratterizzando tutte le versioni normative dell'illecito, dall'art. 181 t.u.f. ante l. 62/2005, all'art. 185 t.u.f. ante d.lgs. 107/2018 e sino alla vigente formulazione *post* novella del 2018.

Una resilienza alquanto singolare, se si considera che sin dalla sua primissima «epifania» legislativa – sul terreno dell'aggiotaggio c.d. comune di cui all'art. 501 c.p. – la formula in esame è stata oggetto di un autentico fuoco di fila da parte della dottrina, pressoché granitica nel censurarne la vaghezza e nell'additarne la difficile compatibilità con le necessarie esigenze di determinatezza e precisione che, pure, dovrebbero orientare il legislatore in sede di costruzione del tipo penale. La «caparbia» perpetuazione della formula, del resto, non pare affatto addebitabile a una sorda indifferenza legislativa alle sollecitazioni dottrinarie, quanto piuttosto a una inevitabile difficoltà nel circuire con il manto normativo – appesantito da fisiologiche ambizioni di astrattezza e generalità – l'impronosticabile eterogeneità dei comportamenti finanziari concretamente idonei a «manipolare» il mercato, a tal punto variegati (e difficilmente raggiungibili da parte di una legislatore in perenne e affannosa «rincorsa»⁷¹²) che neppure la tecnica di normazione analitica avrebbe potuto (e potrebbe) contemplarli esaurientemente: anzi, una dettagliata elencazione casistica avrebbe forse determinato una «inaccettabile riduzione delle condotte sanzionatorie, con il rischio costante di pericolose sperequazioni e sostanziali impunità»⁷¹³.

Così, nonostante il tenore tutt'altro che precipuo della locuzione *in sé* considerata, e presto atto che nessun ausilio ricostruttivo è offerto dall'analisi dell'elemento soggettivo del reato (consistente in un *generico...dolo generico*), a livello dottrinario sono stati compiuti sforzi esegetici notevoli per rinvenire degli elementi o degli appigli *oggettivi* che consentissero di contenere la potenzialità

⁷¹¹ MUCCIARELLI, *op. ult. cit.*, p. 423 ss., nonché PEDRAZZI, voce *Turbativa dei mercati*, cit., p. 424 e p. 429.

⁷¹² Come efficacemente ricorda CRESPI A., *I reati societari: una normativa tormentata e maltrattata*, in *Studi di diritto penale societario*, Milano, 2004, p. 82. «la gara di velocità che si instaura tra il legislatore e gli uomini d'affari, il primo intento ad escogitare nuove norme che valgano ad impedire le manovre fraudolente dei secondi e questi intenti ad escogitare nuovi accorgimenti per eludere quelle norme, vede il legislatore perenne secondo sia per audacia sia per ingegnosità».

⁷¹³ Così CACCAMO V., *Commento art. 2637 c.c.*, in *Leg. pen.*, 2003, p. 541.

espansiva – tutt’altro che disdegnata dalla giurisprudenza – della formula «altri artifici».

Se l’artificio, in relazione alla *market manipulation*, delinea genericamente un comportamento volto a inviare un falso segnale al mercato, tale da innescare un decorso causale che può condurre a una alterazione dei prezzi e delle quotazioni, la puntuale individuazione del contenuto *minimo* sotteso al termine risulta tutt’altro che agevole, come dimostra il progressivo “scollamento” tra due linee interpretative, una maturata in dottrina e l’altra emersa invece in giurisprudenza: la prima chiaramente indirizza in una prospettiva esegetica *oggettivistico-restrittiva*, la seconda favorevole a una declinazione *soggettivistico-estensiva* della locuzione⁷¹⁴.

La doppia esigenza di «dotare l’elemento di fattispecie di un minimo grado di lesività» e di garantire una sostanziale «omogeneità tra forme di condotta specificamente indicate e formula di chiusura»⁷¹⁵, ha spinto la dottrina ad affermare che costituisce “artificio” solo il comportamento obiettivamente illecito. In particolare, anche a voler prendere le distanze da quell’impostazione “iper-restrittiva” secondo cui costituirebbe artificio solamente il comportamento *intrinsecamente illecito*⁷¹⁶, ammettendo che *anche* comportamenti leciti potrebbero rilevare a tal fine, sarebbe tuttavia necessario poter desumere, dalle modalità di realizzazione dell’attività e dal contesto nel quale quest’ultima s’inserisce, «un’attitudine quantomeno fraudolenta o comunque integrante gli estremi di una mistificazione»⁷¹⁷, la quale potrebbe

⁷¹⁴ Sui due differenti paradigmi ricostruttivi dell’illecito, v. CONSULICH, *La giustizia e il mercato*, cit., p. 40.

⁷¹⁵ MUSCO, *I reati societari*, cit., p. 278, con riflessioni che, pur riferendosi al delitto *sub art.* 2637 c.c., risultano pienamente esportabili anche in tema di aggioaggio finanziario.

⁷¹⁶ Come pare sostenere ZANNOTTI, *Diritto penale dell’economia*, cit., p. 450, allorché afferma come «porre in essere sul mercato di borsa condotte artificiose equivale a utilizzare pratiche illecite, che possiedono un’attitudine decettiva nei confronti del mercato e dei terzi». In realtà, la possibilità che *anche* l’utilizzo di mezzi *ex se* leciti possa assumere rilievo, ai fini della realizzazione dell’aggioaggio, si desume dall’argomento storico-sistematico. Occorre infatti ricordare che il legislatore del 1930, in sede di formulazione dell’art. 501 c.p., scientemente decideva di abbandonare l’espressione «*altri mezzi fraudolenti*» - la quale compariva nell’art. 293 del Codice Zanardelli (l’antecedente storico dell’aggioaggio comune presente nel Codice Zanardelli) – a favore della formula «altri artifici», ritenendo che il «contenuto assai più ampio» di quest’ultima fosse funzionale a coprire ogni forma di «attività lecita, posta, nondimeno, in essere artificiosemente, avuto riguardo alle modalità con cui è realizzata» (cfr. *Relazione del Guardasigilli al progetto di un nuovo codice penale*, Roma, 1929, V, II, p. 293). D’altra parte, è stato criticamente osservato che, seguendo la tesi esegetica riportata in testo, si finirebbe per ritenere illecite anche quelle condotte che, pur non essendo intrinsecamente tali, diverrebbero tali in ragione del *contesto* nel quale sono realizzate: oggetto di accertamento sarebbe allora non il comportamento dell’agente, ma il contesto nel quale ha agito (PREZIOSI, *L’aggioaggio*, in ROSSI A. (a cura di), *Reati societari*, cit., p. 482 ss.). In giurisprudenza, per una risalente ancorché significativa adesione alla tesi della necessaria *illiceità intrinseca* della condotta, v. Cass., Sez. II, 7 giugno 1933, in *Giust. pen.*, 1933, II, p. 880 ss.

⁷¹⁷ Così BACCO F., *Il delitto di aggioaggio manipolativo: tensioni interpretative ed innovazioni sistematiche nella difficile repressione delle manipolazioni «mascherate»*, in *Giur. mer.*, 2008, n. 9, p. 2303. Nello stesso senso, AMATI, *Abusi di mercato*, cit., p. 213; CERQUA, voce *Reati di aggioaggio*, cit.,

manifestarsi attraverso «espediti operativi, diversi dalla diffusione di informazioni fallaci, mediante i quali viene fatta apparire una situazione di mercato diversa dal reale o viene dissimulata una situazione reale»⁷¹⁸: in tal senso, rientrerebbero dunque nel perimetro operativo della *market manipulation* anche comportamenti di per sé *leciti* ma che, laddove analizzati all'interno del più ampio contesto concreto nel quale s'inseriscono⁷¹⁹, rivelino una connotazione obiettivamente artificiosa⁷²⁰. Occorre – in altri termini – guardare al *mezzo*, diretto a distorcere i prezzi dei titoli, e non all'*effetto* prodotto⁷²¹: d'altra parte, quello sotteso al termine “artificio” è un concetto di relazione, nel senso che un'azione è artificiosa non in quanto tale, ma solo se realizzata con determinate modalità⁷²².

Così, se si ammette che la nozione di fraudolenza prescinde da note di intrinseca illiceità, non implicando necessariamente l'impiego di atti illeciti ma potendosi desumere tanto dalla condotta, in sé considerata, quanto dal contesto in cui la medesima è posta in essere, potrebbe rientrare in tale ipotesi, ad esempio, la fraudolenta comunicazione confidenziale di false notizie ad una cerchia molto ristretta di operatori economici qualora, pur senza integrare gli estremi di una «diffusione», sia tale da poter influenzare, per il conseguente comportamento di tali soggetti, il prezzo di strumenti finanziari⁷²³.

A fronte dell'impostazione ermeneutica dottrinarina – che pur ha trovato alcuni fondamentali riscontri applicativi⁷²⁴ – deve segnalarsi l'emersione, in talune pronunce

p. 895; MELCHIONDA, *I nuovi delitti di “aggiotaggio” e “manipolazione del mercato”*, cit., p. 267; SANTORIELLO, voce *Mercati finanziari (tutela penale)*, cit., p. 692. Tale linea interpretativa, peraltro, era stata suggerita già sotto la vigenza della l. 157/1991: in relazione alla locuzione «altri artifici» di cui all'art. 5, infatti, si era osservato come la stessa pareva «significare anche solo degli atti in sé stessi leciti, ma che per il contesto in cui si svolgono o per le modalità con cui sono effettuati, coordinati o comunque in collegamento fra loro, si presentano carichi di attitudine ingannatoria» (cfr. BARTULLI-ROMANO, *Sulla disciplina penale*, cit., p. 667).

⁷¹⁸ SEMINARA, *L'aggiotaggio*, cit., p. 556. In termini analoghi, MUCCIARELLI, *Aggiotaggio*, cit., p. 429.

⁷¹⁹ FOFFANI, *Commento all'art. 185 t.u.f.*, cit., p. 725.

⁷²⁰ In questi termini D'ALESSANDRO, *Regolatori del mercato*, cit., p. 183.

⁷²¹ V. SEMINARA, *Diritto penale commerciale*, cit., p. 95; così anche PEDRAZZI, voce *Turbativa del mercato*, cit., p. 424.

⁷²² PEDRAZZI, *Problemi del delitto di aggiotaggio*, cit., p. 50 ss.

⁷²³ MAGRO, voce *Manipolazioni del mercato*, cit., p. 373; MUCCIARELLI, *Aggiotaggio*, cit., p. 430; ID., *Altri artifici*, cit., p. 2042.

⁷²⁴ Il riferimento concerne Trib. Milano, 11 novembre 2002, cit., ove veniva contestata un'operazione di c.d. *marking the close*, ossia la concentrazione di attività borsistica in un momento temporale immediatamente antecedente all'orario di chiusura giornaliera della seduta, generando in tal modo l'apparenza di un *trend* rialzista e, per tale via, fuorviando gli investitori nella fase di apertura della giornata seguente. Il Tribunale – con argomentazione confermata nei successivi gradi di giudizio e con un ragionamento che pur presenta alcune “venature” soggettivistiche (App. Milano, 17 marzo 2004, in *Foro ambr.*, 2005, p. 5009 ss.; Cass., sez. V, 7 dicembre 2004, in *Banca, borsa, titoli di credito*, 2006, p. 265 ss. con nota di RAGNI E., ove la Suprema Corte ha peraltro ritenuto manifestamente infondata la questione di legittimità costituzionale dell'art. 5, l. 157/1991 per pretesa violazione degli artt. 3 e 25 Cost. in ragione dell'asserita mancanza di tassatività della fattispecie incriminatrice) – giunse ad

giurisprudenziali di un *trend* interpretativo a matrice *soggettivistica*. Muovendo dal presupposto secondo cui la nozione di «altri artifici» costituisce una declinazione specifica del più generale concetto di *frode*, a sua volta inteso come inganno a cui è eziologicamente connesso un atto di disposizione patrimoniale da parte del soggetto raggirato, in giurisprudenza si è talora affermato – con riferimento alla locuzione

affermare la penale responsabilità degli imputati precisando che « l'inganno può essere realizzato attraverso condotte apparentemente lecite, ma che combinate tra loro, ovvero realizzate in presenza di determinate circostanze di tempo e di luogo intenzionalmente realizzino una distorsione del gioco della domanda e dell'offerta in modo tale che il pubblico degli investitori sia indotto in errore circa lo spontaneo e corretto processo di formazione dei prezzi; ed influenzare ingannevolmente la formazione del prezzo lede l'integrità del mercato perché interferisce sulla rappresentazione del reale valore del titolo trattato». In tema di rilevanza di operazioni *ex se* lecite, allorquando siano connotate da una *oggettiva* nota di artificiosità – desumibile da indici *obiettivi*, quali le modalità dell'azione e le coordinate spazio-temporali della stessa –, significativa appare anche la vicenda *Crovetto*, che si sviluppò a partire da una complessa operazione concernente delle obbligazioni c.d. *reverse convertible*, strumenti finanziari consistenti in contratti di opzione in virtù dei quali l'emittente si riserva la facoltà – al verificarsi di determinati eventi – di rimborsare gli obbligazionisti mediante titoli azionari, invece che con il rimborso del capitale versato, a fronte del pagamento di un premio. La Ubm (Unicredit banca mobiliare) aveva emesso diversi prestiti obbligazionari convertibili in azioni Banca di Roma, dove uno degli eventi condizionanti l'esercizio dell'opzione consisteva nel fatto che, in un determinato momento, il prezzo del titolo di Banca di Roma fosse più basso di un altro prezzo prefissato (detto *strike price*, ossia il prezzo di esercizio dell'opzione). All'interno di questo scenario, accadeva che in occasione di una giornata di contrattazioni in cui il prezzo dello strumento finanziario si avvicinava allo *strike price*, uno degli imputati – appartenente al gruppo bancario nel cui interesse l'operazione era orchestrata – immettesse nel mercato (con l'ausilio di un collaboratore, giudicato separatamente), in un breve lasso di tempo, quattro proposte di negoziazione di vendita dei titoli azionari Banca di Roma a prezzo decrescente, con l'intento di raggiungere il prezzo-soglia. Il Tribunale di Milano ha ritenuto che l'operazione complessiva avesse integrato «[...] una oggettiva manipolazione del mercato delle azioni Banca di Roma, che ha falsato il meccanismo di fissazione del prezzo ed è stata condotta al di fuori dei presupposti di una attività legittimamente speculativa. L'immissione di uno o più ordini di compravendita all'unico fine di influenzare il prezzo di uno strumento finanziario costituisce infatti un artificio, sanzionato come aggio già dall'art. 181 comma 1 T.U.F. con una norma confluita prima nell'art. 2637 cod. civ. e ora nell'art. 185 T.U.F.» (Trib. Milano, 27 marzo 2006, n. 3406, in *Riv. trim. dir. pen. econ.*, 2007, p. 845 ss. con nota di MAGRO M.B., *Price manipulation e contratti con opzione put barrier*; in *Giur. mer.*, 2008, n. 9, p. 2291 ss., con nota di BACCO, *Il delitto di aggio manipolativo*, cit., p. 2298 ss.). Nel confermare l'impianto argomentativo del giudice di merito, premesso che «l'artificiosità della condotta è un connotato "oggettivo" di essa, che deve prescindere, evidentemente, dall'intenzione del soggetto», la Suprema Corte ha evidenziato come sia «[...] oltremodo chiaro [...] che per qualificare come artificioso un mezzo, in sé non illecito, non è sufficiente che esso sia diretto al fine di turbare il mercato, occorrendo che sia anche obiettivamente artificioso, cioè posto in essere artificiosamente con modalità dell'azione tali, per ragioni di modo, tempo e luogo, da alterare il giuoco normale tra domanda e offerta» (Cass., sez. V, 2 ottobre 2008, n. 2063, in *Cass. pen.*, 2010, fasc. 5, p. 1920 ss., con nota di CASTELLABATE, *Operazioni manipolative del mercato finanziario*, cit.). Più di recente, v. Cass., sent. 49362/12, cit., secondo la quale, ai fini della valutazione circa la riconducibilità di una operazione nel novero degli «altri artifici», non costituisce «ostacolo giuridico a siffatta disamina la legittimità delle operazioni di mercato singolarmente considerate, atteso che l'illiceità può derivare dal collegamento fra più azioni individualmente lecite, ma tali nel loro insieme da alterare il giuoco normale della domanda e dell'offerta».

presente tanto nell'aggiotaggio comune (501 c.p.), quanto nell'aggiotaggio societario (2628 c.c.) – che «i mezzi adoperati possono essere diversissimi e non occorre che siano di per sé stessi artificiosi in senso obiettivo e assoluto essendo sufficiente, a renderli tali, *l'elemento subiettivo della frode*»⁷²⁵. Detto diversamente, seguendo tale impostazione dovrebbe ritenersi che la locuzione «altri artifici» comprenderebbe qualsiasi comportamento – anche lecito – che risulti *finalisticamente orientato* a realizzare uno scopo fraudolento: *l'illiceità dello scopo* finirebbe per contaminare anche la *liceità del fatto*⁷²⁶.

Trattasti tuttavia di una linea ricostruttiva non condivisibile, laddove si consideri che la *voluntas* di turbativa dei mercati costituisce «un elemento autonomo di fattispecie e rappresenta il finalismo che guida la condotta tipica», sicché da esso «non può essere desunta la fraudolenza della condotta»⁷²⁷. Forte appare, del resto, il rischio di una smaterializzazione della condotta: un conto infatti è «attribuire all'elemento soggettivo il compito di illuminare il significato della condotta, altro è conferire esclusivo o primario rilievo all'intenzione dell'agente»⁷²⁸.

5. Il requisito della *price sensitivity*.

La rilevanza penale delle condotte di manipolazione del mercato è subordinata all'ulteriore requisito per cui le stesse risultino «concretamente idonee a provocare una sensibile alterazione dei prezzi degli strumenti finanziari»⁷²⁹: trattasi del requisito della c.d. *price sensitivity* che, come già ricordato⁷³⁰, vale a qualificare il delitto di

⁷²⁵ App. Genova, 2 luglio 1965, in *Foro It.*, 1966, II, p. 131, citata anche in BONINI, *La repressione delle turbative di mercato*, cit., p. 228

⁷²⁶ Cfr. Trib. Milano, 12 agosto 2008, n. 5805, per il quale sussiste la condotta artificiosa allorché uno degli operatori, per particolare forza economica, abilità tecnica o condizioni del mercato, è in grado di condizionare autonomamente e volutamente il valore di un determinato bene venendosi a trovare nella condizione di alterare il libero gioco della domanda e dell'offerta, «ove la condotta non corrisponda ad un fine sostanziale protetto o consentito dall'ordinamento». Muovendo nel medesimo solco interpretativo, pur giungendo a una soluzione di carattere assolutorio nel caso di specie, cfr. G.u.p. Brescia 31 maggio 2005, inedita, confermata da Cass., Sez. V, 9 febbraio 2006, n. 9391, in *Riv. dott. comm.*, 2007, fasc. 2, p. 307.

⁷²⁷ BERTOLINO M., *Art. 501*, in CRESPI A.-FORTI G.-ZUCALÀ G. (a cura di), *Commentario breve al codice penale*, Padova, 2008, p. 1349. Cfr. anche D'ALESSANDRO, *Fattispecie d'aggiotaggio e prassi di mercato ammesse*, cit., p. 1835 ss.

⁷²⁸ ORSI L., *Gli "artifici" costitutivi dell'elemento oggettivo dei delitti di aggiotaggio (art. 2637 c.c.) e di manipolazione del mercato (art. 185 t.u.f.)*, in *Resp. Amm. Soc. enti*, 2008, fasc. 1, p. 98, il quale richiama anche FOFFANI L., *L'aggiotaggio nelle società commerciali*, cit., p. 258, nonché il commento di PEDRAZZI, voce *Turbativa dei mercati*, cit., p. 424, citato *supra*, nt. 129.

⁷²⁹ Il riferimento, a seguito delle modifiche apportate dal d.lgs. 107/2018, riguarda tutti gli strumenti indicati dall'art. 180, co. 1, lett. a), t.u.f.

⁷³⁰ Cfr. *supra*, par. 4. Sul problema della corretta "allocazione" dell'illecito, tra reati di pericolo concreto e reati di pericolo astratto, e sulla opportunità di una soluzione "compromissoria" di illecito di pericolo *tendenzialmente concreto*, si ribadisce il rinvio a CONSULICH, *La giustizia e il mercato*, cit., p. 257 ss.

manipolazione del mercato come reato di pericolo concreto, in quanto la sussistenza del reato in esame non dipende dalla effettiva realizzazione dell'evento "sensibile alterazione del prezzo".

Tale elemento – presente anche nella fattispecie dell'aggiotaggio societario ex art. 2637 c.c. – svolge un ruolo cruciale in sede di analisi dell'illecito di *market manipulation*, in quanto offre non solo degli spunti fondamentali per la ricostruzione del bene giuridico e per la definizione della reale consistenza offensiva dell'illecito⁷³¹, ma altresì in quanto costituisce un parametro essenziale per la puntuale identificazione del confine tra la fattispecie penale e la fattispecie amministrativa⁷³².

Ai fini della valutazione della concreta idoneità alterativa dei prezzi, è necessario tuttavia procedere a una doppia indagine. Innanzitutto, occorre verificare se l'informazione, oggetto di condotta manipolativa, risulti *price sensitive*. In seconda battuta è necessario accertare se la diffusione della notizia *price sensitive*, o il compimento dell'operazione simulata, ovvero ancora la realizzazione di altri artifici, abbia determinato o meno un concreto pericolo di alterazione sensibile delle quotazioni di mercato⁷³³. A mente dell'art. 7, par. 4, reg. (UE) n. 596/2014, al quale rinvia il nuovo art. 180, co. 1, lett. b-ter), la connotazione *price sensitive* di una notizia o informazione è strettamente correlata a quella di *investitore ragionevole*: il legislatore sovranazionale riserva la qualifica di informazione (privilegiata) che avrebbe probabilmente un effetto significativo sui prezzi, qualora diffusa, a quella informazione che un investitore ragionevole probabilmente utilizzerebbe come uno degli elementi su cui basare le proprie decisioni di investimento.

Rinviando per approfondimenti sul punto a quanto esposto in sede di analisi del delitto di *insider trading*⁷³⁴, può ritenersi *price sensitive* la condotta dotata di oggettiva valenza decettiva (sia essa consistente nella diffusione di notizie false, nel compimento di operazioni simulate o di altri artifici) che risulti altresì idonea a influenzare in modo apprezzabile le scelte di un operatore del mercato, orientandolo o meno a operare su uno o più strumenti finanziari.

Ciò premesso, per accertare la sussistenza del pericolo (concreto) di alterazione del prezzo degli strumenti finanziari, il giudice dovrebbe basarsi sul criterio della prognosi postuma a base totale, tenendo conto cioè di tutti i fattori esistenti al momento del fatto ed in grado di esprimere in maniera apprezzabile l'attitudine delle condotte a porre in pericolo il bene protetto⁷³⁵: il giudice dovrà quindi esaminare la condotta alla

⁷³¹ Sul punto, MELCHIONDA, *I nuovi delitti di "aggiotaggio" e "manipolazione del mercato"*, cit., p. 272.

⁷³² Cfr. *infra*, par. 14.

⁷³³ In tal senso, ZANNOTTI, *Diritto penale dell'economia*, cit., p., 452.

⁷³⁴ Cfr. *supra*, Sez. II, par. 5.4.

⁷³⁵ Occorre tenere conto, ad esempio, della congiuntura di mercato all'interno della quale l'azione si è svolta, dei mezzi adoperati, delle caratteristiche proprie dello strumento finanziario di riferimento, nonché del volume delle negoziazioni che lo hanno interessato: v. D'ALESSANDRO, *Regolatori del mercato*, cit., p. 194; MAZZACUVA-AMATI, *Diritto penale dell'economia*, cit., p. 335; MUSCO, *I reati societari*, cit., p. 282-283; ROSSI, *Le fattispecie penali*, cit., p. 2664-2665; SGUBBI, *La manipolazione*

luce della complessiva situazione del mercato in cui si inserisce, dei mezzi impiegati, degli strumenti finanziari coinvolti e dell'autorevolezza/posizione dell'autore del comportamento⁷³⁶, prescindendo invece dalla effettiva verifica o meno dell'alterazione.

Il pericolo concreto di alterazione del prezzo è requisito che viene ulteriormente "specificato" dal legislatore, in quanto occorre che tale alterazione sia *sensibile*: riguardato dall'angolo prospettico dell'investitore ragionevole, la caratura *relazionale* dell'alterazione *sensibile* impone di «valutare se la condotta manipolativa sia in grado di variare il prezzo dello strumento finanziario rispetto ad un modello astratto di agente-destinatario, qui l'investitore ragionevole che ne resta fuorviato nelle sue scelte di investimento»⁷³⁷.

Tale connotato dell'alterazione, se pure concorre (o tenta di concorrere) a meglio lumeggiare la dimensione offensiva della condotta, escludendo la rilevanza di variazioni esigue o modeste delle quotazioni, presta tuttavia il fianco a censure di indeterminatezza, tenuto conto della difficoltà nell'individuare dei puntuali parametri di valutazione⁷³⁸ e in considerazione altresì del fatto che sull'andamento e sulle fluttuazioni del titolo nel tempo (dovendosi considerare a tal fine i ribassi e i rialzi dello stesso, le eventuali stabilizzazioni o le operazioni mirate a neutralizzarne altre), di regola, incidono causalmente e contestualmente *plurimi fattori* (anche "esterni", come la specifica congiuntura economica nella quale la condotta è stata realizzata), non agevolmente isolabili gli uni dagli altri⁷³⁹.

Proprio questa difficoltà di selezionare e isolare i decorsi causali alternativi, del resto, si pone all'origine di quel «curioso paradosso ermeneutico»⁷⁴⁰ che si manifesta

del mercato, cit., p. 95-96; si veda altresì NISCO, *Controlli sul mercato finanziario e responsabilità penale*, cit., p. 109 ss. La verifica dell'evento – elemento estraneo alla fattispecie – assume pertanto rilievo sintomatico dell'idoneità alterativa dei prezzi, ma non rappresenta una prova decisiva, in quanto l'alterazione delle quotazioni può dipendere anche da fattori differenti, autonomi o concorrenti: cfr. SEMINARA, *Diritto penale commerciale*, cit., p. 100. Trattasi del resto di affermazione costante anche in giurisprudenza: limitando i riferimenti alle pronunce recenti, cfr. Cass., sez. V, 16 luglio 2018, n. 45829, in *Cass. pen.*, 2019, fasc. 4, p. 1640; Cass., sez. V, 14 settembre 2017, n. 54300, in *ilsocietario.it*, 7 marzo 2018, con nota di GIORDANO L., *Trading online e manipolazione del mercato*; Cass., sent. n. 4619/2013, cit.; Cass., sent. n. 28932/2011, cit.; Cass., sez. V, 20 giugno 2012, n. 40393, in *Cass. pen.*, 2013, fasc. 12, p. 4623 ss., con nota di NOTARGIACOMO V., *La manipolazione del mercato informativa*.

⁷³⁶ Sul punto, SANTORIELLO, voce *Mercati finanziari (tutela penale)*, cit., p. 693.

⁷³⁷ GAMBARDELLA, *Condotte economiche*, cit., p. 343.

⁷³⁸ Per tutti, cfr. SGUBBI, *op. ult. cit.*, p. 94. Con riferimento alla fattispecie dell'art. 2637 c.c., in senso del tutto analogo, v. MUSCO, *op. loc. cit.* Ritiene ZANNOTTI, *op. ult. cit.*, p. 453, che sarebbe stato preferibile se il legislatore, invece di affidarsi a una formula elastica e fortemente indeterminata come quella dell'«alterazione sensibile», avesse introdotto delle soglie quantitative di punibilità.

⁷³⁹ Cfr. MAGRO, *Manipolazioni dei mercati finanziari*, cit., p. 253; SEMINARA, *op. ult. cit.*, 100-101, il quale, pur riconoscendo l'ampio margine di elasticità che sconta il parametro della "sensibilità" dell'alterazione, evidenzia che il paventato rischio di indeterminatezza è comunque stemperato dalla circostanza che il parametro della sensibilità interviene su fatti «già autonomamente caratterizzati dal disvalore e si limita a elevare la soglia della punibilità, arricchendo anche il dolo dell'agente».

⁷⁴⁰ CONSULICH, *La giustizia e il mercato*, p. 310.

in sede di applicazione giurisprudenziale del delitto di *market manipulation*: si allude a quel fenomeno di tendenziale trasfigurazione *processualistica* dell'illecito il quale, pur presentandosi all'interprete con una conformazione *sostanziale* inequivocabilmente plasmata sulla matrice dei reati di pericolo (concreto), viene tuttavia riletto proprio a partire dall'accertamento della *effettiva variazione dei prezzi*, secondo una metodologia tipica dei reati d'evento⁷⁴¹.

Lo scollamento tra dato normativo (reato di pericolo concreto) e dato applicativo (reato d'evento pericoloso) costituisce il sintomo giurisprudenziale di una ineludibile discrasia tra la realtà economica che s'intende normare e la trasposizione legislativa che tale ambizione ha prodotto.

Da un lato, infatti, la scienza economica, allorché chiamata a valutare la natura manipolativa di una condotta, procede in una prospettiva *diagnostica*: in assenza di leggi scientifiche di copertura, prende le mosse dall'analisi dell'andamento delle quotazioni del mercato di riferimento e, tramite una aggregazione di molteplici dati ed

⁷⁴¹ In relazione al caso *Ifil* – riguardante un'ipotesi di false informazioni fornite al mercato relative alle iniziative intraprese per mantenere una partecipazione superiore al 30% di *Ifil* in Fiat –, il Tribunale di Torino (Trib. Torino, 21 dicembre 2010, in *Dir. pen. cont.*, 3 giugno 2011, con nota di FALCINELLI D., *Il giudice, l'antifrasi e una "Fata morgana": se il tipo del pericolo concreto esprime un'offesa di danno (di un bene astratto)*; in *Soc.*, 2011, fasc. 7, p. 823 ss., con nota di CONSULICH F., *Manipolazione del mercato e disorientamenti dogmatici: tra eventi di pericolo e pericolo di eventi*) aveva stabilito come ai fini dell'accertamento della *price sensitivity* occorresse spostare l'attenzione al momento successivo al compimento della condotta, per verificarne l'effetto in concreto prodotto sul mercato finanziario: cfr., in senso adesivo PREZIOSI S., *Il pericolo come evento e l'abbandono dello schema di accertamento prognostico nei reati di pericolo concreto*, in *Giur. comm.*, 2012, fasc. 2, p. 379 ss. Il metodo della verifica *ex post* del pericolo concreto, condotta cioè alla luce delle reazioni effettive del mercato borsistico rispetto alla condotta tenuta, è stato seguito dalla Cassazione nella vicenda Antonveneta: Cass., sez. II, 28 novembre 2012, n. 12989 (per un'analisi, v. VALENTINI V., *Il caso Antonveneta: la manipolazione del mercato*, in FOFFANI L.-CASTRONUOVO D. (a cura di), *Casi di diritto penale dell'economia*, Bologna, 2015, p. 129 ss.). La decisione del Tribunale di Torino, tuttavia, è stata annullata con rinvio dalla Cassazione, la quale ha precisato che la norma non contempla alcun elemento naturalistico e dunque l'accertamento della consumazione del reato di manipolazione del mercato deve essere condotto non già con criterio *ex post*, in base alle reazioni concrete del mercato, bensì seguendo il criterio della prognosi postuma: cfr. Cass., sent. n. 40393/2012, cit. Più di recente, v. Cass., sent. n. 45347/2015, cit., in cui la Corte ha ritenuto che la sentenza impugnata avesse correttamente escluso la sussistenza del reato sulla base di un giudizio controfattuale, all'esito del quale aveva concluso che una diversa condotta degli imputati non avrebbe comportato un differente atteggiarsi del prezzo del titolo. Nella citata sentenza n. 54300/2017, la Suprema Corte, in relazione a una fattispecie di c.d. *scalping*, ha precisato che ai fini dell'integrazione del reato di *market manipulation* è necessario procedere all'analisi delle variazioni del volume di scambio e del prezzo dei titoli nei giorni in cui ha operato il trader e in quelli in cui è stato fermo come uno dei criteri prognostici utili per valutare l'idoneità *ex ante* delle attività negoziali ad alterare sensibilmente il prezzo dei titoli finanziari quotati in borsa, senza peraltro utilizzarlo per individuare un evento di danno non previsto dalla fattispecie del reato; conf. Cass., sent. n. 3836/17, cit. Il problema della centralità assunta, in sede processuale, dall'accertamento dell'effettiva verifica dell'evento alterativo, è stato per primo segnalato da SEMINARA, *L'aggiotaggio*, cit., p., 558.

indicatori, giunge ad individuare una manipolazione del mercato solo ove vi sia stata una variazione “anomala” ed *effettiva* dei prezzi dei titoli⁷⁴².

Dall’altro lato, l’accertamento del pericolo concreto richiede due condizioni: la conoscenza di tutte le circostanze e di tutti i fattori che accompagnano la condotta pericolosa, in quanto è su tali informazioni che si basa l’accertamento retrospettivo dell’interprete; l’esistenza di leggi scientifiche o di massime d’esperienza di tipo probabilistico o statistico che consentano di ricostruire la relazione di pericolo e di effettuare delle previsioni su avvenimenti futuri⁷⁴³.

L’inconciliabilità *astratta* tra la costruzione normativa della *market manipulation*, come reato di pericolo, e il sostrato empirico-economico di riferimento reca con sé un riverbero processuale assai *concreto*, nella misura in cui grava l’interprete dell’improbo onere di verificare «non solo [...] se, *ex ante*, fosse probabile, a fronte della condotta asserita come ‘*manipolativa*’, la variazione del prezzo; ma dovrà altresì verificare se lo stesso (o comparabile) tasso di probabilità attingesse – sempre *ex ante* – anche la *magnitudo* di tale variazione. Ma, come ognuno vede, si tratta di compito da affidarsi ad un astrologo piuttosto che a un economista esperto di mercati finanziari, atteso che la predittività dei fenomeni finanziari, e ancor più la predittività *delle loro dimensioni*, è pressoché impraticabile, nei termini nomologico-scientifici, o quanto meno stocastici che il giudizio penale attualmente impone. Vuoi per la molteplicità solo in parte conoscibile dei fattori condizionanti il mercato mobiliare, vuoi (di conseguenza) per la indisponibilità di leggi economiche di copertura dotate di un adeguato tasso di conferma scientifica rispetto alle dinamiche di formazione del prezzo sul mercato»⁷⁴⁴.

D’altra parte, le difficoltà di configurazione di un tipo legale capace secondo schemi funzionali alla regolazione del fenomeno manipolativo, in quanto – per l’appunto – idonei a coglierne le reali dinamiche fenomeniche, non rappresentano una peculiarità esclusiva della disciplina italiana, ma al contrario costituiscono è un tratto «strutturale di ogni legislazione in tema di *market manipulation*»⁷⁴⁵.

Lo stesso legislatore eurounitario, a ben vedere, fornisce delle indicazioni quanto mai ambigue per la conformazione degli illeciti *penali* di manipolazione del mercato.

Innanzitutto, richiamando alla mente la tassonomia comportamentale descritta dall’art. 5, *MAD II*, può cogliersi come la tipizzazione delle condotte manipolatorie segua talora lo schema dell’illecito di *pericolo*, talaltra invece quello del reato d’*evento*.

⁷⁴² Sull’analisi del fenomeno manipolativo dall’angolo visuale della scienza economica, anche per i numerosi riferimenti bibliografici, cfr. CONSULICH, *La giustizia e il mercato*, cit., p. 312-313.

⁷⁴³ In generale, sul reato di pericolo, cfr. ANGIONI F., *Il pericolo concreto come elemento della fattispecie penale*, Milano, 1994, p. 99; CANESTRARI S., voce *Reati di pericolo*, in *Enc. giur.*, XXVI, 1991, p. 4 ss.; GRASSO G., *L’anticipazione della tutela penale: i reati di pericolo e i reati di attentato*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 1986, fasc. 3, p. 701 ss.;

⁷⁴⁴ Così PALIERO C.E., *Nuove prospettive degli abusi di mercato?*, in CENTRO NAZIONALE DI PREVENZIONE E DIFESA SOCIALE (a cura di), *La crisi finanziaria: banche, regolatori, sanzioni*, Milano, 2010, p. 67.

⁷⁴⁵ CONSULICH, *Manipolazione dei mercati e diritto eurounitario*, cit., p. 203 ss.

Mentre infatti le modalità descritte *sub* lett. *a*), punto *i*), lett. *c*) e lett. *d*), non richiedono l'integrazione di un evento naturalistico, per contro la formulazione delle ipotesi *sub* lett. *a*), punto *ii*), e lett. *b*) configura delle ipotesi in cui le condotte *convergono* nella realizzazione di un *evento*: la *fissazione* del prezzo di uno o più strumenti finanziari (lett. *a*), punto *ii*)); l'*incisione* sul prezzo di uno o più strumenti finanziari (lett. *b*)⁷⁴⁶.

La previsione, all'interno del medesimo contesto normativo, di varianti comportamentali di *pericolo* e di ipotesi invece strutturate secondo i canoni del reato d'*evento* sembra rivelare la difficoltà, da parte del legislatore dell'Unione, ad individuare una sicura trasposizione *giuridica* per un fenomeno – quello della *market manipulation* – che a livello *economico* viene (necessariamente) identificato a partire dall'*evento*, ossia dall'impatto della condotta manipolativa sul mercato: così, la fattispecie “onnicomprendensiva” configurata dall'art. 5 *MAD II* presenta un andamento bipolare, che oscilla tra l'illecito di pericolo e quello d'*evento* a seconda della *tipologia* di manipolazione che viene in rilievo.

Tale impressione trova peraltro conferma allorché si raffronti il citato art. 5 *MAD II* con il *considerando* n. 12 della Direttiva stessa, il quale, nell'indicare quali parametri dovrebbero essere valorizzati – da parte del legislatore nazionale – ai fini dell'individuazione di quelle ipotesi *gravi* di manipolazione del mercato che sole, come si evidenziato *supra*⁷⁴⁷, dovrebbero essere meritevoli di sanzione penale, fornisce una schiera di criteri chiaramente attinenti all'analisi *non* della condotta *bensì dell'evento perturbativo*: il legislatore eurounitario infatti evidenzia come dovrebbe essere considerata *grave* la condotta manipolativa dotata di un elevato livello di «*impatto sull'integrità del mercato*»; oppure che l'attributo della gravità dovrebbe essere riconosciuto tenendo conto del «*profitto effettivo o potenziale ritratto*», o della «*perdita evitata*», oppure ancora alla luce del «*del danno cagionato al mercato, dell'alterazione del valore dello strumento finanziario o del contratto a pronti su merci*».

Ci si trova dunque dinanzi a «un'aporia di sistema»: mentre l'art. 5 contempla (anche) delle ipotesi di illecito strutturato secondo la morfologia di un reato di *pericolo*, «i considerando della Direttiva enumerano indici caratterizzanti di una manipolazione grave rifacendosi però ad un elemento rimasto estraneo al tipo, l'*evento*, nelle sue varie declinazioni, conseguente alla condotta punita»⁷⁴⁸.

6. La fattispecie contravvenzionale. Rinvio.

Con una disposizione del tutto identica e parallela rispetto a quella contenuta nell'art. 1, co. 17, d.lgs. 17 luglio 2009, n. 101, in materia di *insider trading*, l'art. 1, co. 18, ha introdotto nella struttura dell'art. 185 un comma *2-bis* il quale, così come

⁷⁴⁶ Nello stesso senso, GAMBARDELLA, *Condotte economiche*, cit., p. 353-354.

⁷⁴⁷ Cfr. *supra*, Cap. I, Sez. I, par. 5.1.

⁷⁴⁸ CONSULICH, *op. loc. cit.*

novellato dal d.lgs. n. 107/2018, disciplina un'ipotesi contravvenzionale per il caso in cui vengano in questione operazioni relative agli strumenti finanziari indicati dall'art. 180, comma 1, lett. a), n. 2), n. 2-bis), n. 2-ter): allorché le condotte di manipolazione informativa o operativa riguardino strumenti finanziari negoziati, o ammessi alla negoziazione, in un sistema multilaterale di negoziazione, in un sistema organizzato di negoziazione oppure al di fuori di un sistema regolamentato o alternativo, la pena è quella congiunta dell'ammenda, fino a euro trecentomila e duecentoventuno, e dell'arresto fino a tre anni⁷⁴⁹.

Tenuto conto della perfetta sovrapposizione contenutistica – *mutatis mutandis* – rispetto al novellato art. 184, co. 3-bis, la fattispecie contravvenzionale di *market manipulation* reca con sé i medesimi dubbi interpretativi sollevati dalla contravvenzione di *insider trading* – essenzialmente concernenti, da un lato, la *ragionevolezza* dell'opzione di ancorare la distinzione tra delitto e contravvenzione, a parità di condotta, sul dato della *tipologia di strumento finanziario* coinvolto nella condotta manipolativa; dall'altro, la compatibilità di tale distinzione rispetto alla visione “unitaria” espressa dal legislatore europeo –: si rinvia pertanto al commento formulato in tale sede⁷⁵⁰.

7. Le c.d. esenzioni. Rinvio.

L'ambito di operatività dell'illecito penale (oltre che di quello *amministrativo*) di *market manipulation*, incontra due ordini generali di “limiti” che ne tracciano l'area di intervento: un primo ordine di limiti, *interni* alla disciplina della manipolazione del mercato, i quali emergono “per differenza” dalla comparazione tra la fattispecie penale

⁷⁴⁹ Si segnala una recente pronuncia del Tribunale di Milano – la prima emessa successivamente all'intervento del d.lgs. 107/2018 – in cui è il giudice si ha tracciato in termini chiari la linea distintiva tra ipotesi delittuosa e ipotesi contravvenzionale di *market manipulation*: «La distinzione tra la fattispecie delittuosa e contravvenzionale di manipolazione del mercato si basa sulla tipologia dello strumento finanziario oggetto della condotta manipolativa. Quindi integrano una fattispecie delittuosa le condotte manipolative su strumenti finanziari quotati in mercati regolamentati; integrano fattispecie contravvenzionale le condotte manipolative poste in essere in ogni sede di negoziazione alternativa (piattaforme MTF e OTF, art. 180 comma 1 lett. a) n. 2 e n. 2 bis). Per quanto concerne gli strumenti finanziari non quotati su alcun mercato, né regolamentato, né alternativo (art. 180 comma 1 lett. a) n. 2 ter) l'art. 185 comma 2 bis T.U.F. prevede una fattispecie contravvenzionale limitatamente agli strumenti finanziari il cui prezzo o valore dipende dal prezzo o dal valore di uno strumento finanziario di cui ai numeri 2 e 2 bis ovvero ha un effetto su tale prezzo o valore o relative alle aste su una piattaforma d'asta autorizzata come un mercato regolamentato di quote di emissioni. Quindi, con riferimento agli strumenti finanziari non quotati in alcun mercato, né regolamentato, né alternativo, è ipotizzabile un illecito contravvenzionale quando la condotta manipolativa abbia ad oggetto derivati» (Trib. Milano, sez. III, 1 febbraio 2019, n. 14767, in *Dejure*).

⁷⁵⁰ Cfr. *supra*, par. 7. Con specifico riguardo alle criticità sollevate dalla distinzione, tra ipotesi delittuosa e ipotesi contravvenzionale, in tema di manipolazione del mercato, v. CONSULICH, *Market manipulation e legislazione cosmetica*, cit., p. 558 ss.

e quella amministrativa; un secondo ordine di limiti a carattere *esterno*, rispetto al microsistema penale-amministrativo specificamente dedicato alle condotte manipolative (artt. 185 e 187-*ter*, t.u.f.).

Su questo specifico versante (esterno) di indagine, può cogliersi un profilo di divergenza rispetto alla parallela disciplina sull'*insider trading*: i confini *esterni* della manipolazione del mercato (penalmente o amministrativamente rilevante) sono tracciati “in negativo” non solo dal confronto con i casi di c.d. *esenzione* (delineati dall’art. 183 t.u.f. e *comuni* sia all’abuso di informazioni privilegiate, sia alla *market manipulation*), ma emergono altresì dalla necessaria comparazione con un istituto dogmaticamente “peculiare”, quello delle c.d. *prassi di mercato ammesse*.

Rinviano al prossimo paragrafo l’analisi di queste ultime, deve dunque evidenziarsi che, qualora la condotta di *market manipulation* sia commessa in presenza di una delle due c.d. esenzioni previste dall’art. 183 t.u.f., non trovano applicazione le previsioni sanzionatorie contenute nel Titolo I-*bis* del t.u.f.

Preme in questa sede ricordare che le citate esenzioni riguardano, rispettivamente, le operazioni attinenti alla politica monetaria, alla politica valutaria o alla gestione del debito pubblico compiute dallo Stato italiano, da uno Stato membro dell’Ue, dal Sistema europeo delle Banche centrali, da una Banca centrale di uno Stato membro dell’Ue, o da qualsiasi altro ente ufficialmente designato ovvero da un soggetto che agisca per conto degli stessi (art. 183, co. 1, lett. a)); e le «negoziazioni di azioni proprie», effettuate ai sensi dell’art. 5, reg. (UE) n. 596/2014, ossia compiute nell’ambito di programmi di riacquisto da parte dell’emittente o di società controllate o collegate (c.d. *buy back*), nonché le operazioni di stabilizzazione di strumenti finanziari (art. 183, co. 1, lett. b): tale disposizione non richiama espressamente le c.d. operazioni di stabilizzazione che, tuttavia, sono previste dall’art. 5 *MAR*, al quale il legislatore rinvia).

8. *Le prassi di mercato ammesse: quadro normativo.*

Il secondo confine *esterno* delle fattispecie manipolative è rappresentato dalle *prassi di mercato ammesse*.

Il d.lgs. n. 107/2018 ha novellato l’art. 185, introducendo un nuovo comma 1-*bis*, a mente del quale non è punibile chi abbia commesso un fatto di *market manipulation* per il tramite di ordini di compravendita o operazioni effettuate *per motivi legittimi e in conformità a prassi di mercato ammesse*, ai sensi dell’art. 13, *MAR*.

L’individuazione delle prassi ammesse è operazione che risponde alla strategia normativa di esonerare da sanzione tutte quelle operazioni speculative che, pur presentando dei tratti di convergenza *obiettiva* rispetto alle condotte “ordinariamente” manipolative, risultano tuttavia normalmente accettate – e formalmente riconosciute

dall’Autorità di vigilanza nazionale – in un determinato mercato di riferimento⁷⁵¹: l’esempio tipico è quello dei *cross orders*, ovverosia agli ordini di segno opposto provenienti dallo stesso operatore, che sono leciti se realizzati nel rispetto delle regole del mercato, ma che possono facilmente diventare illeciti, dando luogo ai c.d. *improper matched orders* (che si ottengono proprio attraverso la realizzazione contemporanea di operazioni di acquisto e di vendita dei medesimi strumenti finanziari, agli stessi prezzi e per gli stesso quantitativi, da parte di soggetti che agiscono in collusione tra loro)⁷⁵².

Il contesto normativo riguardante le prassi di mercato ammesse è mutato nel corso del tempo e il quadro attuale risulta alquanto articolato: pare opportuno tracciarne i lineamenti essenziali.

Sul versante sovranazionale, il quadro regolativo si presentava articolato lungo più livelli d’intervento.

Innanzitutto, le prassi di mercato ammesse sono state introdotte a livello europeo con la direttiva 2003/6/CE, il cui art. 2, par. 5, stabiliva che tale espressione racchiudeva quelle prassi di cui è ragionevole attendersi l’esistenza in uno o più mercati finanziari, a condizione che venissero ammesse dalla competente autorità in conformità delle linee direttrici adottate dalla Commissione, secondo la procedura prevista dall’art. 17 della stessa direttiva 2003/6/CE: in altri termini, la MAD forniva la disciplina “generale” delle prassi di mercato ammesse, demandando genericamente all’autorità nazionale, preposta al controllo di un determinato mercato, l’individuazione e l’istituzionalizzazione delle prassi di mercato ammesse. Di fatto, la decisione in ordine all’ammissibilità o meno di una determinata prassi di mercato risultava rimessa alla discrezionalità esclusiva dell’Autorità di vigilanza del mercato considerato, con evidenti ricadute *negative* sul piano dell’uniformità regolatoria dei mercati europei, atteso che la medesima prassi potrebbe essere ammessa solo in uno Stato e non in un altro⁷⁵³.

⁷⁵¹ Come infatti correttamente osservato da CONSULICH, *Manipolazione del mercato*, cit., p. 203, ss., la *ratio* sottesa alla previsione di talune prassi di mercato può essere colta laddove si consideri che «La criminalizzazione degli abusi di mercato, in particolare quando avviene tramite il ricorso a norme penali incentrate su clausole generali, come nel caso dell’attuale formulazione dell’art. 185 T.U.F. il cui fulcro è costituito dal concetto di artificio non altrimenti specificato, reca con sé un rischio notevole: la criminalizzazione di attività fisiologiche o addirittura necessarie per il normale funzionamento di un mercato finanziario avanzato». Del resto, inequivoco è il tenore dello stesso considerando n. 29 MAR, a mente del quale: «per evitare di vietare inavvertitamente forme legittime di attività finanziaria, vale a dire che non configurano abuso di mercato, è necessario riconoscere alcuni tipi di condotte legittime». Nello stesso senso, RONDINELLI M., *Art. 180*, in PEDERZINI E. (a cura di), *La disciplina degli abusi di mercato*, cit., p. 1040 ss.; CERQUA, voce *Reati di aggio*, cit., p. 906.

⁷⁵² V. AMATI, *Abusi di mercato*, cit., p. 321, nonché VIZZARDI, *Manipolazione del mercato*, cit., p. 730 e D’ALESSANDRO F., *Fattispecie di aggio e prassi di mercato ammesse tra esclusione del tipo e cause di giustificazione*, in AA.VV., *Studi in onore di Mario Romano*, III, Napoli, 2011, p. 1870. In giurisprudenza, sulla distinzione tra *cross orders* e *improper matched orders*, Trib. Milano, 14 novembre 2011, cit., p. 329.

⁷⁵³ Cfr. PREZIOSI, *La manipolazione del mercato*, cit., p. 107.

Con la successiva direttiva 2004/72/Ce, il legislatore sovranazionale ha fornito alcune più puntuali indicazioni, elencando una nutrita schiera di criteri che l'autorità nazionale avrebbe dovuto considerare allorché avesse proceduto alla individuazione e definizione delle prassi di mercato ammesse⁷⁵⁴.

La procedura di individuazione e introduzione delle prassi di mercato, così come delineata nella direttiva del 2004 era *formalmente* “*dialettica*”, ma *sostanzialmente* “*autoreferenziale*”, nel senso che l'atto normativo comunitario prevedeva sì che, in sede di valutazione, l'autorità nazionale si confrontasse anche con altri soggetti, ma tale confronto si risolveva in una mera *consultazione non vincolante* per l'autorità stessa.

Dalla lettura dell'art. 3 della direttiva emergeva infatti un *meccanismo di confronto*, del cui puntuale esperimento era garante lo Stato membro volta a volta considerato, in ossequio al quale l'autorità nazionale era tenuta, «*prima di decidere se ammettere o no una data prassi di mercato*», a consultare «*a seconda del caso, organismi pertinenti quali i rappresentanti degli emittenti, dei prestatori di servizi finanziari, dei consumatori, nonché altre autorità e operatori di mercato*».

L'autorità nazionale era quindi incaricata non solo di divulgare la prassi ammessa, corredandola con una descrizione adeguata, ma anche di trasmetterla al «*comitato delle autorità europee di regolamentazione dei valori mobiliari*»: quest'ultimo organo si limitava a «*pubblicar[e] sul suo sito Internet*» tali prassi.

Deve peraltro ricordarsi che nel maggio 2005, il CESR (*Committee of European Securities Regulators*) aveva pubblicato le proprie linee guida in tema di *accepted market practices* e di rilevamento delle operazioni sospette⁷⁵⁵.

In sintesi, sotto la vigenza della direttiva 2003/6 e della direttiva 2004/72, l'autorità nazionale di riferimento era l'unica tenutaria del “potere istitutivo” delle prassi di mercato ammesse.

A livello nazionale, in virtù del recepimento della MAD a opera della l. 62/2005, l'istituto delle prassi di mercato ammesse ha trovato collocazione sia nell'art. 180, co. 1, lett. c), sia nell'ambito dell'art. 187-ter – relativo all'illecito amministrativo di manipolazione del mercato –, il cui comma 4 stabiliva (e tutt'ora stabilisce⁷⁵⁶) che non incorre in sanzione amministrativa chi dimostri di aver agito per motivi legittimi e in conformità alle prassi di mercato ammesse. Preme evidenziare che, a differenza di quanto previsto dalla disciplina oggi vigente – così come rimodulata dal d.lgs. 107/2018 – l'istituto delle prassi di mercato ammesse non veniva *esplicitamente* richiamato dal legislatore nazionale anche in relazione all'illecito *penale* di manipolazione del mercato: circostanza, questa, foriera di non pochi dubbi

⁷⁵⁴ Cfr. art. 2, Direttiva 2004/72/Ce, rubricata «Criteri per la valutazione delle prassi di mercato ammesse».

⁷⁵⁵ Per una approfondita analisi delle quali si veda ROMOLOTTI T., *Recepimento della direttiva «market abuse» e nuove linee guida del CESR*, in *Soc.*, 2005, fasc. 10, p. 1309 ss.

⁷⁵⁶ V. *infra*, par. 14.

interpretativi in ordine alla effettiva area di operatività dell'istituto, come si esaminerà *infra*.

In conformità rispetto all'articolazione "multilivello" (legislativo e regolativo), con cui il legislatore eurounitario ha inteso configurare la disciplina delle prassi di mercato ammesse, sul piano dell'ordinamento interno tale istituto ha trovato nelle disposizioni del T.u.f. la propria normativa *generale* e nelle indicazioni della Consob, il referente regolativo contenente la *specificata* indicazione di quali prassi potessero dirsi *ammesse*.

La Consob aveva infatti istituito⁷⁵⁷ due prassi di mercato, rispettivamente mediante la delibera n. 16839 del 19 marzo 2009 (relativa all'attività di sostegno della liquidità del mercato e all'acquisto di azioni proprie per la costituzione di un c.d. "magazzino" titoli) e mediante la delibera n. 18406 del 13 dicembre 2012 (inerente all'operazioni di riacquisto di prestiti obbligazionari a condizioni predeterminate), a loro volta adottate seguendo la procedura degli artt. 40 e 41 del regolamento in materia di mercati – adottato dalla Consob con delibera n. 16191 del 29 ottobre 2007 – i quali indicano, rispettivamente, i criteri e le procedure che la Consob deve osservare nel valutare l'ammissibilità di una prassi di mercato⁷⁵⁸.

Nella proposta di regolamento redatta dalla Commissione e dal Consiglio, risalente al 2011, pur mantenendosi i c.d. *safe harbours* – attinenti alle politiche pubbliche macroeconomiche, alle *climate policies*, alle operazioni di *buy back* e alle manovre di sostegno del prezzo di uno strumento finanziario –, scompariva invece ogni riferimento alle pratiche di mercato ammesse⁷⁵⁹.

L'opzione legislativa di eliminare completamente le prassi di mercato ammesse – criticata in dottrina, in quanto faceva venire meno un istituto fondamentale per garantire un certo grado di elasticità alla gestione normativa degli abusi di mercato⁷⁶⁰ – è stata prontamente rivalutata alla luce delle osservazioni formulate dal Parlamento

⁷⁵⁷ Si veda <http://www.consob.it/web/area-pubblica/abusi-mercato-secondaria>.

⁷⁵⁸ Per una disamina delle prassi istituite da Consob, v. AMATI, *Abusi di mercato*, cit., p. 322-323, nonché ATRIGNA T.-GHIELMI C., *Le prassi di mercato ammesse nella disciplina sugli abusi di mercato*, in *Resp. amm. soc. enti*, 2013, fasc. 2, p. 101 ss.

⁷⁵⁹ Cfr. *Proposta di Regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio, relativo all'abuso di informazioni privilegiate e alla manipolazione del mercato (abusi di mercato) /* COM/2011/0651 definitivo - 2011/0295 (COD)*. In particolare, la Commissione contemplava una "disciplina transitoria", suggerendo (al considerando n. 38), che «[...]le prassi di mercato esistenti prima dell'entrata in vigore del presente regolamento e accettate dalle autorità competenti in conformità al regolamento (CE) n. 2273/2003 della Commissione, del 22 dicembre 2003, recante modalità di esecuzione della direttiva 2003/6/CE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda la deroga per i programmi di riacquisto di azioni proprie e per le operazioni di stabilizzazione di strumenti finanziari ai fini dell'applicazione della direttiva 2003/6/CE, articolo 1, punto 2, lettera a), possono restare di applicazione fino ad un anno dopo la data indicata per l'effettiva applicazione del presente regolamento, a condizione che vengano notificate all'AESFEM».

⁷⁶⁰ D'ALESSANDRO, *Regolatori del mercato*, cit., p. 89.

europeo che, nell'ottobre 2012, ha emendato la proposta della Commissione e del Consiglio, ripristinando l'istituto delle prassi di mercato ammesse⁷⁶¹.

Il Parlamento inserisce infatti nella proposta di regolamento un *considerando n. 14h*, con il quale si afferma che «*Transactions or orders to trade which might be considered to constitute market manipulation may be justified on the basis that they are legitimate and in accordance with accepted practice on the regulated market concerned. A sanction could still be imposed if the competent authority established that there was another, illegitimate, reason behind these transactions or orders to trade*», e un successivo *considerando n. 14i*, ove viene precisato che «*A practice that is accepted in a particular market cannot be considered applicable to other markets unless the competent authorities of such other markets have officially accepted that practice*».

Tali innesti introduttivi si riverberano anche sull'articolato della proposta, in quando il Parlamento aggiunge un nuovo *articolo 4a*, dedicato specificamente alle «*Accepted market practices*».

Le modificazioni apportate dal Parlamento europeo si sono poi consolidate nel testo definitivo della Proposta di regolamento e sono confluite nel Regolamento n. 596/2014.

Confermato l'istituto delle prassi di mercato ammesse, il legislatore eurounitario si è preoccupato di dettare una disciplina particolarmente accurata in tema di individuazione e regolamentazione delle prassi, in ciò innovando rispetto alla precedente regolamentazione dove – come ricordato *supra* – alle generiche indicazioni contenute nella direttiva 2003/6 faceva seguito una “rapida” disciplina di dettaglio, fissata dagli artt. 2 e 3 della direttiva 2004/72, con la quale venivano precisati i criteri e le procedure di ammissione delle prassi.

L'attuale assetto regolativo delle «*prassi di mercato ammesse*» evidenzia – *ictu oculi* – un grado di precisione decisamente maggiore.

Al di là del richiamo all'istituto effettuato dalla *MAD II* (art. 2 e art. 5, par. 2), il *MAR* dedica l'art. 13 alle «*pratiche di mercato ammesse*», in particolare descrivendo gli *step* essenziali del procedimento istitutivo delle medesime, mentre al Regolamento delegato (UE) 2016/908 della Commissione (datato 26 febbraio 2016 ed elaborato a partire da progetti di norme tecniche predisposti dall'ESMA: cfr. art. 13, par. 7, Reg. 596/2014) è *specificamente affidata* l'individuazione delle «*tecniche di regolamentazione sui criteri, la procedura e i requisiti relativi all'istituzione di una prassi di mercato ammessa nonché [dei] requisiti per il mantenimento, la cessazione o la modifica delle relative condizioni di accettazione*».

Il Regolamento delegato è entrato in vigore lo stesso giorno del *MAR*, ossia il 3 luglio 2016 (cfr. art. 14): parallelamente, è stata abrogata, in uno con la *MAD*, anche la Direttiva 2004/72.

⁷⁶¹www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?type=REPORT&mode=XML&reference=A7-2012-347&language=EN.

Quale fosse l'esigenza concreta, sottesa alla maggiore attenzione che il legislatore dell'Unione ha posto nel dettare la disciplina di dettaglio in materia di «prassi di mercato ammesse», è quesito che trova soluzione nella lettura dei primi *consideranda* del Regolamento delegato della Commissione.

L'obiettivo ultimo della disciplina del *market abuse* consiste – in buona sostanza – nella creazione di un mercato interno *integro ed efficiente*, esito che può essere raggiunto non solo definendo in modo chiaro quali siano le condotte *vietate*, quelle che gli operatori dei vari Stati membri – di *tutti* gli Stati membri – non devono tenere, ma anche quali siano i comportamenti che, al contrario, *possono essere legittimamente tenuti*. Di qui la necessità di fornire un quadro normativo il più possibile *uniforme*, sia in punto a indicazione di quali siano le condotte che integrano gli estremi degli illeciti di *market abuse*, sia anche in ordine alla individuazione dei comportamenti che, pur essendo *astrattamente* qualificabili alla stregua di manipolazioni del mercato, sono nondimeno leciti in quanto *concretamente* riconducibili a una «prassi di mercato ammessa».

La Commissione europea si premura pertanto di fornire uno schema normativo il più possibile dettagliato, indicando quali siano i criteri, le procedure e i requisiti che *ogni autorità nazionale competente* deve seguire – *sotto il coordinamento dell'ESMA*⁷⁶² – nella individuazione delle prassi di mercato ammesse. Ciò nella consapevolezza che una simile regolamentazione è indispensabile per «*favorire lo sviluppo di disposizioni uniformi in materia di prassi di mercato ammesse, migliorare la chiarezza del regime giuridico nel cui quadro tali prassi sono consentite e promuoverne la condotta corretta ed efficiente dei partecipanti al mercato*»: condizioni, queste, a loro volta funzionali a «*rafforzare sia il regolare funzionamento del mercato che la sua integrità*»⁷⁶³ (cfr. *considerando* n. 1 del Reg. del.), nonché a garantire la tutela degli investitori e gli altri partecipanti al mercato⁷⁶⁴. La Commissione precisa inoltre che le «prassi di mercato ammesse» non dovrebbero «*compromettere l'innovazione e lo sviluppo dinamico e continuo dei mercati finanziari*»⁷⁶⁵.

⁷⁶² Cfr. art. 24 del *MAR*, dedicato agli obblighi di cooperazione con ESMA, gravanti sulle singole Autorità di vigilanza nazionali.

⁷⁶³ Cfr. *considerando* n. 1, Reg. n. 2016/908: «La specificazione di criteri, procedure e requisiti comuni dovrebbe favorire lo sviluppo di disposizioni uniformi in materia di prassi di mercato ammesse, migliorare la chiarezza del regime giuridico nel cui quadro tali prassi sono consentite e promuovere la condotta corretta ed efficiente dei partecipanti al mercato. Dovrebbe inoltre servire a rafforzare sia il regolare funzionamento del mercato che la sua integrità».

⁷⁶⁴ Cfr. *considerando* n. 3: «Le prassi di mercato ammesse dovrebbero essere eseguite secondo modalità che garantiscono l'integrità del mercato e la tutela degli investitori senza creare rischi per gli altri partecipanti al mercato e per altri mercati collegati [...]».

⁷⁶⁵ Cfr. *considerando* n. 2: «Per garantire che le prassi di mercato ammesse non compromettano l'innovazione e lo sviluppo dinamico e continuo dei mercati finanziari, le autorità competenti non dovrebbero automaticamente considerare inammissibili le tendenze di mercato nuove o emergenti che potrebbero condurre a nuove prassi di mercato [...]».

L'analisi dei *consideranda* richiamati consente dunque di formulare una prima valutazione sul ruolo delle «prassi di mercato ammesse», nel contesto del più generale panorama normativo eurounitario dettato in materia di abusi di mercato. Emerge infatti l'impressione che la Commissione – dopo aver “accettato” la reintroduzione delle prassi, che pure proponeva di abolire *in toto* (cfr. *supra*) – abbia, per un verso, riconosciuto la loro funzionalità nella prospettiva di garantire l'integrità e l'efficienza dei mercati ma, per altro verso, ne abbia anche evidenziato la potenziale idoneità a creare degli ostacoli per lo sviluppo e per l'innovazione del mercato stesso: l'innovazione continua rappresenta infatti uno dei caratteri fisiologici del mercato – un indice quasi della salute del mercato considerato – di talché la “chiusura” del novero delle prassi ammesse, a opera di un'autorità nazionale, con conseguente qualificazione in termini di inammissibilità di «*tendenze di mercato nuove o emergenti che potrebbero condurre a nuove prassi*», finirebbe per frustrare le capacità di sviluppo e crescita di un mercato.

In altri termini, dall'analisi comparativa delle indicazioni provenienti dal piano sovranazionale, parrebbe trarsi una sorta di monito: le «prassi di mercato ammesse» sono uno strumento utile, ma da utilizzare con particolare attenzione.

8.1. (segue). L'iter di formazione delle prassi. Cenni.

In ragione di quanto evidenziato in chiusura del precedente paragrafo, può dunque comprendersi l'analiticità della disciplina dettata dal Regolamento attuativo 2016/908, il quale dedica ben 14 articoli

- a loro volta suddivisi in tre Capi («Disposizioni generali», «Prassi di mercato ammesse» «Disposizioni finali»), ai quali fa da *pendant* un Allegato contenente un «*Modello per notificare l'intenzione di istituire una prassi di mercato ammessa*», nel quale vengono richiamati i criteri di valutazione fissati dall'art. 13 del Reg. 596/2014 – alla regolazione delle *modalità* di “creazione” delle prassi di mercato ammesse.

In via generale, la Commissione si preoccupa di *procedimentalizzare* l'intero iter di formazione e applicazione delle prassi di mercato, disciplinando la fase *antecedente* alla loro istituzione, la fase di *istituzione* delle prassi e la fase di *esecuzione* delle medesime.

8.1.1. Fase antecedente all'istituzione della prassi.

Le disposizioni di riferimento sono rappresentate dall'art. 13, par. 3, par. 4 e par. 5 del *MAR*; l'art. 10 e l'art. 11 del Reg. del. 2016/908.

In via di premessa si osserva che il ruolo propulsivo dell'intera procedura viene nuovamente affidato alle autorità nazionali, le quali – per le ragioni che si vedranno *infra* – sembrano conservare quel potere decisionale che già esercitavano, in condizioni di sostanziale autonomia, sotto la vigenza della precedente normativa eurounitaria.

Il MAR stabilisce che *prima* di istituire una prassi di mercato ammessa, l'autorità nazionale di riferimento deve *notificare* all'ESMA e alle altre autorità competenti «*la propria intenzione di istituire una prassi di mercato ammessa e fornisce i particolari della valutazione svolta*» in conformità ai criteri fissati dalla normativa eurounitaria. Tale notifica deve essere effettuata «*almeno tre mesi prima della prevista entrata in vigore della prassi di mercato ammessa*» (art. 13, par. 3). Il Regolamento delegato precisa che le autorità nazionali, oltre a valutare la conformità della prassi istituenda ai criteri e requisiti previsti, altresì «*consultano, se necessario, organismi pertinenti*» (art. 2, par. 1, lett. a) e lett. b)), e sottolinea che la notificazione a favore dell'ESMA e delle altre autorità competenti deve avvenire usando il modello *standard* dell'Allegato al Regolamento 2016/908 (art. 2, par. 2). Tale notifica può essere effettuata a mezzo posta o a mezzo *e-mail* e deve contenere una serie di elementi dettagliati all'art. 10, par. 2.

A mente dell'art. 13, par. 4, del MAR, l'ESMA ha due mesi di tempo – decorrenti dalla ricezione della notifica – per trasmettere all'autorità competente “di provenienza” un parere, mediante il quale indica la propria valutazione in ordine alla compatibilità della prassi istituenda sia con i criteri indicati dal Regolamento 596, sia con le precisazioni tecniche offerte dal Regolamento delegato, altresì verificando che quella prassi «*non rischi di minacciare la fiducia nel mercato finanziario dell'Unione*».

Il Regolamento delegato precisa che l'ESMA, *prima* di emettere il parere, può notificare all'autorità che ha avviato la procedura istitutiva «eventuali osservazioni, riserve, disaccordo o richiesta di chiarimenti». Tale richiesta sembra peraltro priva di qualsivoglia coerenza imperativa, posto che l'autorità competente, destinataria delle “notifiche preliminari” dell'ESMA, non è obbligata, ma «*può fornire ulteriori chiarimenti*» (art. 11, par. 1). Laddove poi, in pendenza della procedura di emissione del parere dell'ESMA, l'autorità competente introduca un «*cambiamento fondamentale o significativo che incide sulla sostanza o sulle basi della prassi di mercato notificata, o sulla valutazione effettuata dall'autorità competente che ha effettuato la notifica*», allora l'Autorità Europea interrompe la procedura stessa che, a questo punto, dovrà eventualmente ricominciare daccapo (art. 11, par. 2).

Il parere formulato dall'ESMA è del tutto *non vincolante* per l'autorità nazionale. Quest'ultima può infatti istituire *comunque* la prassi di mercato, purché entro 24 ore dalla sua istituzione pubblici – sul proprio sito web – un'informativa con la quale «*illustri integralmente i motivi, comprese le ragioni per cui la prassi di mercato ammessa non minaccia la fiducia del mercato*» (art. 13, par. 5, Reg. 596/2014).

Nella fase *preliminare* di istituzione di una prassi di mercato ammessa l'ESMA sembra dunque svolgere un ruolo di blanda vigilanza: essa infatti si limita a ricevere la notifica dell'intenzione, da parte di un'autorità nazionale, di introdurre una «prassi di mercato ammessa», e a formulare un parere che – eventualmente preceduto da un approfondimento delle informazioni fornite dall'autorità nazionale –, non solo è *non necessario* per la prosecuzione della procedura (se la notifica dell'intenzione da parte dell'autorità competente deve avvenire almeno 3 mesi «*prima della prevista entrata in vigore della prassi*»), vuol dire che la prassi può entrare *comunque* in vigore, a

prescindere dall'intervento o meno del parere ESMA), ma è altresì del tutto *non vincolante* per l'autorità nazionale, la quale può in ogni caso procedere all'istituzione della prassi di mercato anche in contrasto con il parere dell'ESMA.

8.1.2. Fase istitutiva della prassi.

L'architettura normativa della fase è rappresentata dal già citato art. 13, par. 1, del Regolamento 596/2014: vengono infatti specificati quali siano i profili che le varie autorità nazionali devono verificare per potersi affermare che i singoli *criteri* indicati all'art. 13 siano rispettati.

Agli artt. 3-9 del Regolamento delegato vengono analizzati *funditus* i singoli criteri generali elencati dal *MAR*.

Quelli indicati all'art. 13 del Regolamento n. 596/2014 sono i medesimi criteri già previsti dalla direttiva 2004/72 all'art. 2, sicché si evidenzia una certa continuità *sostanziale*, tra vecchia e nuova disciplina, in relazione ai profili che debbono essere vagliati, dall'autorità nazionale, allorché intenda introdurre una nuova prassi di mercato.

8.1.3. Fase di esecuzione della prassi.

Istituita la prassi di mercato ammessa, potrebbe accadere che *un'altra autorità competente* ritenga tale prassi *non compatibile* con i criteri dettati all'art. 13, par. 2, del *MAR*.

Si aprono due scenari: o le autorità competenti – quella che ha istituito la prassi e quella che la ritiene non conforme – giungono ad un accordo, anche avvalendosi dell'*intermediazione dell'ESMA* (art. 13, par. 6), oppure l'ESMA stessa può adottare una *decisione*, in applicazione di quanto previsto dall'art. 19, par. 3, del Regolamento n. 1095/2010, avente efficacia *vincolante*.

In particolare, l'ESMA può «*imporre loro di adottare misure specifiche o di astenersi dall'agire al fine di risolvere la questione, con valore vincolante per le autorità competenti interessate*». Laddove l'autorità destinataria della decisione *non si conformi* alla stessa, allora l'ESMA «*può adottare nei confronti del singolo partecipante ai mercati finanziari una decisione individuale che gli impone di adottare le misure necessarie per rispettare gli obblighi che gli incombono ai sensi del diritto dell'Unione, tra cui la cessazione di ogni eventuale pratica*».

Al di fuori di questa ipotesi, l'autorità competente che abbia adottato una «prassi di mercato ammessa» è chiamata (in ossequio a quanto previsto dal *considerando* n. 2 del Regolamento delegato) a *riesaminare* la prassi, con cadenza almeno *biennale*, allo scopo di verificare se continui a rispettare i criteri e i requisiti normativamente previsti: tale esame può condurre al *mantenimento, cessazione o alla modificazione* della prassi.

Consob, in attuazione di quanto prescritto dall'art. 13, par. 11 *MAR*, ha comunicato all'ESMA di voler mantenere in vigore le prassi di mercato riconosciute

nel previgente regime MAD. Parallelamente, con documento del 21.9.2018, ha avviato la procedura di consultazione pubblica per la revisione delle suddette pratiche.

8.2. (segue): i c.d. motivi legittimi.

Per escludere la configurabilità dell'illecito non è sufficiente che sia integrato l'elemento oggettivo rappresentato dall'esistenza di una prassi ammessa, ma occorre, anche la sussistenza di un requisito ulteriore *di tipo soggettivo*, individuato dal legislatore (sia nazionale, che eurounitario: cfr. art. 13, *MAR* e art. 5, par. 2, *MAD II*) nella legittimità dei motivi in forza dei quali il comportamento conforme a una prassi è stato realizzato⁷⁶⁶.

In assenza di una puntuale definizione normativa – non offerta né a livello eurounitario, né a livello interno – non è agevole stabilire in cosa consistano i «motivi legittimi». Trattasi di operazione interpretativa peraltro delicata dal punto di vista operativo, in quanto incombe il pericolo che, nel tentativo di impedire potenziali fatti manipolativi, venga di fatto ingessato il mercato, impedendo l'effettuazione di operazioni usuali e riconosciute.

E' in tale contesto d'analisi che – in ragione anche di taluni “indizi” provenienti dal piano sovranazionale⁷⁶⁷ – viene in rilievo il caso del c.d. aggio “difensivo”, espressione con la quale si allude al compimento di operazioni volte a contrastare altrui manovre illecite sui propri titoli⁷⁶⁸.

In via generale, può ritenersi che il ricorso, da parte di un soggetto, a una prassi di mercato fosse ispirato da un motivo legittimo qualora l'incidenza sul mercato avvenga in forza di una concatenazione di operazioni aventi un *significato economico*

⁷⁶⁶ Conformità alla prassi e sussistenza dei motivi legittimi sono requisiti *cumulativi*: pertanto, l'eventuale compimento di un'operazione manipolativa, ancorché animata da motivi legittimi, non potrà rientrare nell'area di applicazione dell'esimente qualora non sia anche oggettivamente conforme a una prassi: sul punto, TERZI L., *Rilievi critici in tema di manipolazione del mercato*, in *Riv. pen.*, 2008, p. 1106; AMATIE., *La disciplina penale degli abusi di mercato*, in INSOLERA G. (a cura di), *La legislazione penale compulsiva*, Padova, 2006, p. 221.

⁷⁶⁷ A mente del considerando n. 11 *MAR* (sostanzialmente sovrapponibile al considerando n. 33 della *MAD*), «La negoziazione di valori mobiliari o strumenti collegati al fine della stabilizzazione di valori mobiliari o la negoziazione di strumenti finanziari propri in programmi di riacquisto (buy-back) possono essere giustificate per ragioni economiche e dovrebbero quindi, in talune circostanze, essere esonerate dai divieti nei confronti degli abusi di mercato, a condizione che le attività siano svolte con la necessaria trasparenza, comunicando le informazioni pertinenti riguardo alla stabilizzazione o al programma di riacquisto».

⁷⁶⁸ Per una definizione di “aggio difensivo”, v. FONDAROLI D., *L'illecito amministrativo di manipolazione del mercato*, in SGUBBI F.-FONDAROLI D.-TRIPODI A.F., *Diritto penale del mercato finanziario*, cit., p. 116. Sul tema, cfr. LUNGHINI G., *Abuso di informazioni privilegiate e manipolazione del mercato: le norme della comunitaria 2004 (III)*, in *Dir. pen. proc.*, 2005, fasc. 12, p. 1479; cfr. anche ID., *Manipolazione del mercato come difesa dell'impresa?*, in *Banca, borsa, titoli di credito*, 2010, fasc. 2, p. 229 ss. Sui problemi riguardanti tale particolare tipologia di aggio, cfr. PEDRAZZI, *Problemi del delitto di aggio*, cit., p. 56.

lecito e che siano unite da *motivazioni coerenti* rispetto a questo significato economico⁷⁶⁹. Per contro, difetterebbe il requisito della legittimità del motivo laddove si dovesse cogliere un'attitudine fraudolenta dei mezzi utilizzati, alla luce del contesto complessivo nel quale l'operazione è stata compiuta⁷⁷⁰.

Sul piano della reale efficacia selettiva dei motivi legittimi, qualora il comportamento posto in essere risulti oggettivamente riconducibile a una prassi di mercato ammessa, pare alquanto improbabile che, in sede applicativa, la legittimità di una operazione compiuta sulla base di una prassi ammessa possa essere inficiata dalla eventuale legittimità dei motivi che ne sono a fondamento. L'unica strada percorribile, per attribuire una reale valenza operativa al requisito in esame, pare essere quella di riconoscere ai motivi legittimi una efficacia "delimitativa" del precetto penale in sede di valutazione del dolo di manipolazione⁷⁷¹.

8.3. (segue). *L'ambito di operatività delle prassi di mercato ammesse.*

Sotto la vigenza della *MAD*, l'istituto delle prassi di mercato ammesse rappresentava il punto di convergenza di un intenso dibattito interpretativo, concernente in particolare due profili che risultano tra loro apparentemente distinti ma, a ben vedere, strettamente connessi: per un verso, quello attinente all'ambito di operatività delle prassi di mercato; per altro verso, quello riguardante la natura giuridica delle medesime.

Con riguardo all'ambito di applicazione delle prassi, la circostanza che queste ultime – prima delle modifiche apportate dal d.lgs. n. 107/2018 – fossero richiamate esclusivamente all'interno dell'art. 187-ter, co. 4, e, quindi, in relazione al solo illecito *amministrativo* di *market manipulation*, poneva l'interrogativo circa l'applicabilità dell'istituto anche in relazione all'illecito penale, di cui all'art. 185.

Secondo una prima linea ermeneutica di segno *restrittivo*, le prassi di mercato ammesse avrebbero potuto operare solamente sul piano dell'illecito amministrativo.

⁷⁶⁹ Secondo PREZIOSI, *La manipolazione di mercato*, cit., p. 115, «la prassi, per essere ammessa, deve accreditarsi come "giustificata" a motivo di un'esigenza che può farsi risalire a una ragione economica peculiare: per lo più [...] riferibile a carenze strutturali del mercato o ad esigenze legate alle dimensioni dell'emittente e alla conseguente necessità di favorire l'ingresso nei mercati regolamentati di imprese di piccole o medie dimensioni, allo scopo di incrementarne la capitalizzazione». Peraltro, l'Autore esclude che l'aggiotaggio "difensivo" possa essere considerato una prassi "ragionevole", in quanto «non potrebbe avere altro significato che quello di una sorta di "esercizio arbitrario delle proprie ragioni" ai danni del mercato.

⁷⁷⁰ Sul punto, v. GASPARRI, *Art. 187 ter*, in FRATINI M.-GASPARRI G. (a cura di), *Il testo unico della finanza*, cit., p. 2505. Sulla base della considerazione che i motivi legittimi rappresenterebbero il movente socialmente accettato che spinge il soggetto economico a tenere la condotta conforme a una prassi di mercato, in dottrina si è sostenuto che i motivi in questione esprimerebbero un valore di intenzione di segno opposto rispetto al disvalore soggettivo che deve sostenere il fatto manipolativo: così CONSULICH F., *Ex facto oritur ius criminale? Le prassi di mercato ammesse, tra crisi della legge e legalità della giustificazione*, in *Riv. soc.*, 2011, fasc. 2-3, p. 294.

⁷⁷¹ Cfr. AMATI, *Abusi di mercato*, cit., p. 325.

Tale interpretazione poggiava su diversi argomenti. Al di là della collocazione topografica (art. 187-ter, co. 4), veniva valorizzata la diversità strutturale delle due fattispecie, penale e amministrativa, la quale sarebbe espressiva di una differente connotazione di disvalore dei comportamenti considerati, sicché – si sosteneva – non potrebbe affermarsi che l’elisione dell’illiceità amministrativa della condotta, determinata dall’intervento di una «prassi di mercato ammessa», potesse determinare l’automatica elisione anche dell’illiceità penale. Oltre a ciò, è stato evidenziato che la non estensibilità delle prassi di mercato sul versante penalistico deriverebbe dalla particolare natura giuridica delle stesse (su cui *infra*): queste ultime sarebbero infatti delle *cause di esclusione della tipicità* – e non delle *cause di giustificazione* – sicché l’eventuale loro estensione urterebbe con il principio di tassatività e con il divieto di analogia⁷⁷². Senza dimenticare che, qualora si ammettesse che le prassi di mercato ammesse possano operare anche con riguardo alla variante “penalistica” della *market manipulation*, dovrebbe giocoforza prendersi atto delle stringenti perplessità che sorgerebbero dall’angolo visuale della tenuta costituzionale del meccanismo formativo delle prassi medesime: posto che l’individuazione e la formalizzazione delle *accepted market practices* rientra nell’area di discrezionalità della Consob, l’impianto normativo complessivo presterebbe il fianco a forti censure, in punto di compatibilità con il principio della riserva di legge⁷⁷³.

In ossequio a un diverso orientamento interpretativo, a carattere *estensivo*, l’istituto delle «prassi di mercato ammesse», pur testualmente previsto in relazione alla fattispecie amministrativa, sarebbe applicabile anche all’omonimo illecito penale di manipolazione del mercato.

Tale impostazione sembra prendere le mosse da una precisa valutazione circa la collocazione delle prassi di mercato nell’ambito delle *cause di giustificazione*: se si qualificasse infatti la clausola di esonero come una scriminante (riconducibile, ad es., all’esercizio di un diritto, *ex art. 51 c.p.*)⁷⁷⁴ essa, in quanto norma non penale, giustificerebbe il fatto in ogni settore dell’ordinamento. Inoltre, si evidenzia che non avrebbe senso «ritenere che una determinata prassi escluda la rilevanza dell’illecito amministrativo, e non anche quello penale»⁷⁷⁵.

⁷⁷² Per la tesi restrittiva v. FONDAROLI, *L’illecito amministrativo*, cit., p. 103 ss.; MAGRO, voce *Manipolazioni del mercato*, cit., p. 389; nello stesso senso, D’ALESSANDRO, *Regolatori del mercato*, cit., p. 245 s.

⁷⁷³ Cfr. VIZZARDI, *Manipolazione del mercato*, cit., p. 731.

⁷⁷⁴ Sull’applicabilità della scriminante dell’esercizio del diritto in materia di *market manipulation*, cfr. RONDINELLI, *Art. 180*, cit., p. 1016.

⁷⁷⁵ Per la tesi estensiva, v. AMATI, *La disciplina penale*, cit., p. 997, nt. 17; CERQUA, voce *Reati di agguataggio*, cit., p. 906; CONSULICH, *La giustizia e il mercato*, cit., p. 222; ID., *Ex facto oritur ius criminale?*, cit., p. 281; GARGANI A., *Artt. 187bis-187septies*, in *Leg. pen.*, 2006, p. 108; MAGRO, in CADOPPI-CANESTRARI-MANNA-PAPA (diretto da), cit., p. 498-499; v. altresì LUNGHINI, *La manipolazione del mercato*, cit., p. 1478; PALIERO, *Nuove prospettive per gli abusi di mercato*, cit., p. 70; PREZIOSI, *La manipolazione di mercato*, cit., p. 121. D’altra parte, è stato osservato che l’argomento della ragionevolezza risulta facilmente rovesciabile: l’esimente potrebbe infatti essere stata prevista per

La *vexata quaestio* circa l'estensibilità o meno delle «prassi di mercato ammesse» anche alla fattispecie delittuosa di manipolazione del mercato parrebbe oggi superata⁷⁷⁶.

A livello sovranazionale, l'istituto delle prassi di mercato ammesse è contemplato non solo dal *MAR*⁷⁷⁷, dedicato al versante “amministrativo” degli abusi di mercato, ma altresì dalla Direttiva 2014/57/UE, il cui art. 5, par. 2, ne prevede espressamente l'applicazione anche in relazione all'illecito penale di manipolazione del mercato⁷⁷⁸.

Acclarata dunque la valenza (anche) penalistica dell'istituto, il quadro eurounitario in tema di *accepted market practices* solleva tuttavia dei dubbi in ordine alla *concreta* applicabilità delle stesse. Come evidenziato in dottrina⁷⁷⁹, l'art. 13, par. 1, *MAR*, dispone espressamente che l'esistenza di una prassi di mercato ammessa esclude l'illiceità delle «attività di cui all'articolo 12, paragrafo 1, lettera a)», mentre nessuna indicazione viene fornita con riguardo alle ipotesi analiticamente descritte dalla lett. b) del medesimo art. 12. Laddove si dovesse condividere la tesi – più sopra sostenuta⁷⁸⁰ – del rapporto di *genere a specie* tra le attività descritte *sub* lett. a) e quelle richiamate nella lett. b) dell'art. 12, dovrebbe conseguentemente affermarsi che «la valenza giustificante di una prassi di mercato debba estendersi» anche alle condotte elencate nella citata lett. b)⁷⁸¹.

il solo illecito amministrativo proprio in quanto meno grave, sicché «elevandosi la pregnanza della manipolazione al rango di aggressività del reato, “non c'è prassi che tenga”, il fatto è socialmente inaccettabile e quindi va punito»; così PALIERO, *Nuove prospettive degli abusi di mercato?*, cit., p. 70. In giurisprudenza è stata riconosciuta l'applicabilità dell'esimente anche all'ipotesi dell'illecito penale di manipolazione del mercato, sebbene nel caso di specie sia stata negata la sussistenza dei “motivi legittimi”: cfr. Trib. Milano, 27 febbraio 2007, in *rivista231.it*. Nel caso esaminato dal G.i.p. di Milano è stata tuttavia esclusa la sussistenza della legittimità dei motivi, dal momento che l'operazione risultava ascrivibile alla «volontà di realizzare una particolare condizione (prezzo di euro 1,76) il cui avveramento avrebbe, invece, dovuto dipendere dall'alea del mercato, senza la possibilità di una sua determinazione forzata da parte dei soggetti contraenti».

⁷⁷⁶ Condivide l'osservazione CONSULICH, *Market manipulation e legislazione cosmetica*, cit., p. 558 ss. Nello stesso senso anche BASILE, *Mini-riforma del market abuse*, cit., p. 333 ss., nonché MUCCIARELLI, *Gli abusi di mercato e le persistenti criticità*, cit., p. 181. Cfr. altresì VERNERO P.-ARTUSI M.F., *Nuovi spunti e criticità sulla responsabilità degli enti in materia di market abuse*, in *Resp. amm. soc. enti*, 2019, fasc. 3, p. 68.

⁷⁷⁷ Cfr. il già citato art. 13 *MAR*, ove la portata esimente delle prassi è chiaramente delineata nel par. 1: «Il divieto di cui all'articolo 15 non si applica alle attività di cui all'articolo 12, paragrafo 1, lettera a), a condizione che la persona che avvia un'operazione, colloca un ordine di compravendita o s'impegna in qualsiasi altra condotta stabilisca che tale operazione, ordine o condotta sono giustificati da legittimi motivi e sono conformi a una pratica di mercato ammessa, come stabilito a norma del presente articolo».

⁷⁷⁸ A mente del quale le condotte manipolative, descritte ai punti *i)* e *ii)* della lett. a), costituiscono illecito «salvo che le ragioni per le quali la persona ha posto in essere l'operazione o inoltrato un ordine di compravendita siano legittime e che tali operazioni o ordini di compravendita siano conformi alle prassi di mercato ammesse nella sede di negoziazione interessata».

⁷⁷⁹ CONSULICH, *op. ult. cit.*, p. 558 ss.

⁷⁸⁰ Cfr. *supra*, par. 4.

⁷⁸¹ Così anche CONSULICH, *op. loc. cit.*

A livello interno, l'art. 185, così come modificato per effetto del d.lgs. n. 107/2018, prevede un nuovo comma 1-*bis*, il quale sancisce la non punibilità di chi abbia commesso un fatto di *market manipulation* per il tramite di ordini di compravendita o operazioni effettuate per motivi legittimi e in conformità a prassi di mercato ammesse, ai sensi dell'articolo 13 del reg. (UE) n. 596/2014.

Per quanto la novella del 2018 abbia risolto il dubbio circa l'operatività delle prassi ammesse anche con riguardo al comparto penalistico della *market manipulation*, la peculiare collocazione topografica dell'istituto – all'interno del nuovo comma 1-*bis* dell'art. 185 – fa sorgere un interrogativo in ordine alla portata, tutta “intrapenalistica”, del medesimo. Non è infatti chiaro se le prassi ammesse operino solo con riferimento al *delitto* di manipolazione del mercato, come parrebbe suggerire la collocazione della disposizione subito dopo il comma 1, ovvero se la loro portata si estenda anche all'illecito contravvenzionale di cui al comma 2-*bis*, soluzione sollecitata invece da opportunità di coerenza sistematica, oltre che giustificata da ragioni di carattere dogmatico, a loro volta legate – come evidenziato *infra* – alla natura giuridica di *scriminante* delle prassi di mercato ammesse.

8.4. (segue). La natura giuridica delle prassi di mercato.

Come in precedenza anticipato, il tema della natura giuridica delle «prassi di mercato ammesse» riveste un rilievo centrale. Se pure l'indagine sullo statuto dommatico di tale istituto sembra aver perso di importanza al fine di chiarire la portata dell'inciso dell'art. 187-*ter*, co. 4, t.u.f. – dal momento che le indicazioni eurounitarie depongono inequivocabilmente nel senso della sua estensione anche all'illecito *penale* di manipolazione del mercato – in ogni caso la collocazione delle «prassi di mercato ammesse» in una categoria concettuale piuttosto che in un'altra presenta notevoli risvolti applicativi, ad esempio, in ordine alla necessità che l'agente se ne rappresenti i presupposti, o con riferimento al problema della estendibilità di essa a tutti i concorrenti, oppure ancora in punto di rilevanza dell'erronea supposizione dell'esistenza della circostanza esimente, oltre che in tema di risarcibilità del danno non patrimoniale e della sopravvivenza delle pene accessorie e degli effetti penali⁷⁸².

In ossequio a un primo orientamento, le prassi di mercato ammesse sarebbero degli elementi negativi di fattispecie, incidenti sulla tipicità del fatto: si è in presenza infatti di una fattispecie principale che delinea il fatto tipico e di una fattispecie secondaria a carattere eccettuativo, la quale individua una o più condotte all'interno della fattispecie incriminatrice, escludendole dall'ambito applicativo di

⁷⁸² CONSULICH, *Ex facto oritur ius criminale?*, cit., p. 287, nonché AMATI, *Abusi di mercato*, p. 330. Circa la persistenza del dubbio sulla natura giuridica delle prassi ammesse, pur a seguito del d.lgs. n. 107/2018, v. MUCCIARELLI, *Gli abusi di mercato riformati*, cit., p., 184 (il quale tende peraltro a condividere la tesi che riconosce in tale istituto un tipico esempio di causa di giustificazione).

quest'ultima⁷⁸³. Posto tuttavia che le cause di esclusione del tipo⁷⁸⁴ prescindono dalla rappresentazione dell'agente, operando sul piano *oggettivo* della costruzione della fattispecie, non pare affatto che le prassi di mercato ammesse possano rientrare nei canoni strutturali di tali ipotesi: come detto, l'esonero da responsabilità richiede non solo il requisito *oggettivo* del rapporto di conformità, tra condotta dell'agente e prassi formalizzata dalla Consob, ma altresì il requisito *soggettivo* della sussistenza di motivi legittimi a sostegno dell'operazione compiuta⁷⁸⁵.

Una diversa linea interpretativa riconduce l'istituto nell'alveo delle *cause di non punibilità*. La soluzione non convince, laddove si consideri che subordinare l'operatività dell'istituto alla legittimità dei motivi e alla conformità a prassi di mercato riconosciute dalla Consob indicherebbe come le «prassi di mercato» attengono alla stessa meritevolezza della pena, escludendola in via stabile e oggettiva, ossia a prescindere dalle peculiari qualità soggettive dell'agente o dalle specifiche situazioni nelle quali agisce, condizioni che, per contro, risultano tipicamente fondanti una causa di non punibilità in senso stretto.

Per quanto la tesi in esame risulti del tutto minoritaria in dottrina⁷⁸⁶, deve tuttavia evidenziarsi come la stessa parrebbe trovare oggi un appiglio lessicale nella formulazione dell'art. 185, co. 1-*bis*, t.u.f., a mente del quale «*Non è punibile*» (corsivo aggiunto) chi abbia commesso una delle condotte tipizzate dal comma 1 della disposizione in presenza di una prassi di mercato ammessa e di motivi legittimi. Ebbene, proprio la formula utilizzata dal legislatore della riforma (*non è punibile*), parrebbe suggerire la collocazione dommatica della *accepted market practices* nell'ambito delle cause di non punibilità. D'altro canto, a voler seguire tale percorso esegetico, emergerebbe un profilo di criticità sul piano della “tenuta” costituzionale dello stesso d.lgs. 107/2018: come si ricorderà⁷⁸⁷, la legge delega non affidava all'esecutivo alcun incarico di rimodulazione del versante *penalistico* degli abusi di mercato, di talché l'inserimento di una nuova causa di non punibilità – da parte del

⁷⁸³ In questi termini PREZIOSI, *La manipolazione di mercato*, cit., p. 119, il quale sostiene che l'istituto in esame sarebbe una causa di esenzione da responsabilità a carattere settoriale, costruita in chiave di elemento negativo del fatto tipico di un insieme di fattispecie punitive. La tesi è sostanzialmente condivisa da D'ALESSANDRO, *Fattispecie di aggrottaggio e prassi di mercato ammesse*, cit., p. 1817, nonché da FONDAROLI, *L'illecito amministrativo di manipolazione del mercato*, cit., p. 152;

⁷⁸⁴ Sulle cause di esclusione del tipo, con ciò intendendosi quegli elementi che perimetrano in negativo la tipicità di una disposizione, v. ROMANO M., *Teorie del reato, punibilità, soglie espresse di offensività (e cause di esclusione del tipo)*, in DOLCINI E.-PALIERO C.E. (a cura di), *Studi in onore di Giorgio Marinucci*, Vol. II, Milano, 2006, p. 1735, nonché ASTROLOGO A., *Le cause di non punibilità*, Bologna, 2010, 125.

⁷⁸⁵ CONSULICH, *op. ult. cit.*, p. 291.

⁷⁸⁶ Cfr. CONSULICH, *op. ult. cit.*, p. 290, secondo il quale l'esimente in esame non presenta la struttura tipica delle cause di non punibilità. Queste ultime si muovono su un piano puramente oggettivo, nel senso che la loro operatività non richiede una previa rappresentazione da parte dell'agente. Per contro, le prassi di mercato ammesse postulano non solo un dato oggettivo – la conformità della condotta alla prassi, appunto – ma anche un elemento soggettivo: l'aver agito in base a motivi legittimi.

⁷⁸⁷ Cfr. *supra*, Cap. I, Sez. II, par. 5.

legislatore delegato – integrerebbe una evidente violazione della riserva di legge in materia penale per eccesso di delega⁷⁸⁸.

Secondo una differente – e prevalente – impostazione ermeneutica, l’istituto delle prassi di mercato ammesse sarebbe riconducibile alla categoria delle *cause di giustificazione*, in quanto presenterebbe uno schema operativo riconducibile a quello delle scriminanti: l’esistenza di una prassi vale a elidere l’antigiuridicità di un fatto che, altrimenti, risulterebbe perfettamente sussumibile nella fattispecie penale⁷⁸⁹. Più precisamente, si tratterebbe di una causa di giustificazione di origine ‘prasseologica’ e a formazione progressiva, destinata ad acquisire concreta efficacia esimente solo una volta che le prassi – espressive di comportamenti finanziari ripetuti nel tempo – vengano formalizzate attraverso una forma di riconoscimento da parte di un’autorità istituzionale (Consob), a ciò delegata dalla legge⁷⁹⁰.

Per una singolare interazione tra piano lessicale e piano costituzionale, l’indirizzo esegetico da ultimo esposto troverebbe un ulteriore argomento a proprio sostegno nella stessa formulazione del nuovo art. 185, co. 1-*bis*, t.u.f. Muovendo infatti dal tenore della formula introdotta dal legislatore, a mente della quale «*non è punibile*» chi compia una condotta di *market manipulation* in presenza di una prassi di mercato ammessa e di motivi legittimi, si è poc’anzi evidenziato come tale locuzione – laddove intesa come causa di *esclusione del tipo* – risulterebbe costituzionalmente dubbia, in quanto sintomatica di un eccesso di delega da parte dell’esecutivo. Nella prospettiva di “salvare” la disposizione, l’unica strada percorribile è quella di un’*interpretazione costituzionalmente orientata* che, nel caso di specie, implica una declinazione ermeneutica dell’inciso che lo riconduca nel perimetro della delega legislativa: *ergo*, è necessaria una lettura del «*non è punibile*» che depuri tale locuzione da qualsivoglia carattere *penalistico*. Esito al quale potrebbe pervenirsi proprio riconducendo l’istituto delle prassi di mercato ammesse in nella categoria delle *cause di giustificazione* che, come noto, operano *trasversalmente*, in ogni ramo dell’ordinamento giuridico⁷⁹¹.

9. Il nuovo comma 2-ter.

Esigenze di coordinamento interno, nonché di adeguamento rispetto alle indicazioni contenute negli strumenti eurounitari (v. art. 2, par. 2, *MAR* e art. 1, par. 4, *MAD II*), hanno spinto il legislatore a introdurre un nuovo comma 2-ter all’interno dell’art. 185, il quale dispone una estensione dell’operatività delle precedenti

⁷⁸⁸ In questi termini BASILE, *Mini-riforma del market abuse*, cit., p. 230.

⁷⁸⁹ A favore della tesi della natura di causa di giustificazione, v. AMATI, *Abusi di mercato*, cit., p. 329; CONSULICH, *op. ult. cit.*, 292, nonché ID., *Lo statuto penale delle scriminanti*, Torino, 2018, p. 340 s.; MAGRO, voce *Manipolazioni del mercato*, cit., p. 389.

⁷⁹⁰ Da ultimo, in questi termini, CONSULICH, *Manipolazione dei mercati*, cit., p. 558 ss.

⁷⁹¹ Così MUCCIARELLI, *Gli abusi di mercato riformati*, cit., p. 184; nello stesso senso BASILE, *op. loc. cit.*

disposizioni anche per fatti concernenti: a) i contratti a pronti su merci che non sono prodotti energetici all'ingrosso, idonei a provocare una sensibile alterazione del prezzo o del valore degli strumenti finanziari; b) gli strumenti finanziari, compresi i contratti derivati o gli strumenti derivati per il trasferimento del rischio di credito, idonei a provocare una sensibile alterazione del prezzo o del valore di un contratto a pronti su merci, qualora il prezzo o il valore dipendano dal prezzo o dal valore di tali strumenti finanziari; c) gli indici di riferimento (*benchmark*).

L'ambiguità della clausola d'esordio della disposizione, che fa riferimento alle «disposizioni del presente articolo», reca con sé un interrogativo, concernente l'effettiva estensione del nuovo comma: non è infatti chiaro se quest'ultima concerna solo le fattispecie *delittuose*, di cui al comma 1, oppure anche le fattispecie *contravvenzionali* di cui al comma 2-*bis*. Se pure ragioni di coerenza sanzionatoria (oltre che di tipo semantico), a loro volta evidenziate dall'elevato grado di offensività a cui pure le varianti contravvenzionali delle condotte tipizzate potrebbero giungere (si pensi alla rilevanza offensiva di una manipolazione sui *benchmark*), imporrebbero di aderire alla tesi "estensiva", occorre d'altra parte segnalare che tale impostazione – per la quale il comma 2-*ter* si applica sia ai delitti che alle contravvenzioni di *market abuse* – presterebbe il fianco a una stimate di incostituzionalità: la legge di delegazione non conteneva infatti alcuna indicazione in tal senso, di talché il legislatore delegato avrebbe operato fuori dai limiti della delega⁷⁹².

⁷⁹² Cfr. MUCCIARELLI, *Gli abusi di mercato riformati*, cit., p. 184, il quale, facendo uso del criterio interpretativo per cui, tra più letture possibili, deve optarsi per quella che non confligga con un superiore vincolo costituzionale, suggerisce un'interpretazione della disposizione tesa a richiamare anche le ipotesi contravvenzionali del comma 2-*bis*. Nello stesso senso BASILE, *Mini-riforma del market abuse*, cit., p. 230 ss., il quale sottolinea che «Lo sbarramento per il legislatore delegato rispetto a modifiche dei previgenti delitti costituisce altresì indispensabile chiave di lettura del comma 2 *ter* dell'art. 185 T.U.F.: sebbene le parole d'esordio siano "Le disposizioni del presente articolo si applicano anche (...)", è certamente preclusa un'interpretazione riferita alla *market manipulation* di cui al primo comma, poiché tale ampliamento integrerebbe una manifesta rottura del canone giuspenalistico di legalità in quanto esulante dai margini della delegazione legislativa». Sul punto, vedasi anche CONSULICH, *Manipolazione del mercato e legislazione cosmetica*, cit., p. 558 ss., secondo il quale sarebbe «obbligatorio ritenere che il rinvio sia operato alla disciplina contravvenzionale di cui al comma immediatamente precedente, nonostante la genericità della clausola d'esordio: di fronte all'incertezza della formulazione, il riferimento non può che andare alla sotto fattispecie sanzionata meno severamente, anche in considerazione del ridotto margine di manovra in ambito penale per l'Esecutivo». L'Autore ricorda peraltro che «in assenza di esplicita delega parlamentare, la potestà incriminatrice è stata ricavata [...] dalla generale previsione di cui all'art. 32 della L. n. 234/2012 in tema di attuazione del diritto dell'Unione nel nostro ordinamento: la previsione ammette però solo interventi sul piano degli illeciti contravvenzionali e sbarrando quindi la strada a modifiche delle fattispecie delittuose».

10. L'elemento soggettivo.

Il reato di manipolazione del mercato è sorretto dal dolo generico, che si manifesta nella coscienza e volontà di diffondere notizie false oppure di porre in essere operazioni simulate o altri artifici, unitamente alla consapevolezza della idoneità della condotta a realizzare l'evento di pericolo⁷⁹³.

La mancata valorizzazione di una specifica finalità lesiva della condotta ripropone tutte le perplessità, già prospettate dalla dottrina in relazione alle previgenti figure di aggio, relative al rischio che (attraverso l'utilizzo del dolo eventuale⁷⁹⁴) si pervenga a sanzionare penalmente comportamenti più propriamente riconducibili alla colpa.

Il giudice dovrà pervenire allora ad un accertamento particolarmente rigoroso dell'elemento soggettivo, valorizzando la necessaria natura dissimulativa e ingannatrice della condotta complessivamente considerata⁷⁹⁵.

11. La problematica individuazione del momento consumativo.

Nel *mare magnum* di questioni interpretative ed applicative che la disciplina normativa della *market manipulation* solleva, un ruolo di primissimo rilievo è riservato al tema dell'individuazione del momento consumativo dell'illecito tipizzato dall'art. 185 t.u.f.: la localizzazione dei fatti di manipolazione del mercato (sia informativa che operativa) è resa infatti problematica da diversi fattori che accentuano la volatilità delle condotte al di là delle concrete modalità con le quali questa è posta in essere, *in primis* dallo scenario nel quale si manifestano, ossia il mercato finanziario, che è – come

⁷⁹³ In generale, v. AMATI, *Abusi di mercato*, cit., p. 255.

⁷⁹⁴ Cfr. in particolare MUSCO, *I reati societari*, cit., p. 284; Ai fini dell'integrazione dell'illecito è necessario quantomeno il dolo eventuale: v. CERQUA, voce *Reati di aggio*, cit., p. 901; D'ALESSANDRO, *L'aggio e la manipolazione del mercato*, cit., p. 821; SEMINARA, *Diritto penale commerciale*, cit., p. 102; in giurisprudenza, v. Trib. Milano 11 novembre 2002, cit. Sul dolo generico quale coefficiente psicologico del reato, v. altresì Cass., sent. 2063/2008, cit.

⁷⁹⁵ Cfr. GIORDANENGO, *Le fattispecie*, cit., p. 399; MAZZACUVA-AMATI, *Diritto penale dell'economia*, cit., p. 338; PEDRAZZI, *Problemi del delitto di aggio*, cit., p. 81 ss.; ROSSI, *Le fattispecie penali*, cit., p. 2637; SGUBBI, *La manipolazione del mercato*, cit., p. 106. Trattasi peraltro di un rischio già avvertito dai compilatori del codice penale del '30 i quali, in riferimento all'elemento soggettivo richiesto dall'art. 501 c.p. (il «fine di turbare il mercato interno dei valori e delle merci»), sottolineavano che il dolo specifico era stato inserito proprio «per evitare che nella pratica applicazione della legge finiscano col cadere sotto le sanzioni del codice, come delitto di aggio, quei fatti di incauta diffusione di notizie non sufficientemente controllate, facili negli ambienti di borsa, e dovute non già a dolo, ma a colpa, cioè a spirito di vaniloquio, a tendenze naturalmente pessimistiche, a scarso spirito di riflessione»: cfr. MELCHIONDA, *I nuovi delitti di "aggio" e "manipolazione del mercato"*, cit., p. 280; v. altresì BONINI, *La repressione delle turbative del mercato*, cit., p. 223; CERQUA, voce *Reati di aggio*, p. 898. Sottolinea l'esigenza di un controllo rigoroso dell'elemento volitivo, onde evitare «un pericoloso slabbramento dei confini del dolo eventuale», FOFFANI, *Art. 2637*, cit., p. 2551.

ricordato *supra*⁷⁹⁶ – luogo giuridico e non fisico. Al punto che è stato invocato un intervento legislativo teso a chiarire – una volta per tutte – la questione della competenza territoriale in relazione al reato di manipolazione del mercato⁷⁹⁷: auspicio che, allo stato attuale, resta ancora disatteso da parte del legislatore.

L'adeguata trattazione del problema impone di distinguere a seconda che vengano in rilievo ipotesi di manipolazione c.d. *informativa* o condotte riconducibili al paradigma della manipolazione c.d. *operativa*⁷⁹⁸.

Con riguardo alla manipolazione informativa, il reato si consuma nel momento della *diffusione* delle notizie false concretamente idonee ad alterare il prezzo degli strumenti finanziari: tuttavia, un rapido *excursus* nella giurisprudenza – di merito e di legittimità – evidenzia che, a seconda di come venga ricostruita la relazione tra condotta *diffusiva* e *idoneità alterativa* della medesima, può mutare radicalmente l'individuazione del *locus commissi delicti*.

In ossequio a un primo filone ermeneutico – sviluppatosi prevalentemente nella giurisprudenza di merito –, premesso che la fattispecie di manipolazione informativa integrerebbe un reato ad *evento di pericolo*, ha affermato che il delitto si consuma nel tempo e nel luogo in cui si concretizza, quale *conseguenza* della condotta, la rilevante possibilità di verifica della sensibile alterazione del prezzo dello strumento finanziario: conseguentemente, allorché vengano in rilievo dei titoli quotati, la possibile alterazione non può che concretizzarsi in Milano, luogo in cui ha sede la Borsa valori e in cui, per il tramite del *Network Information System* (c.d. NIS), ove convergono le comunicazioni da effettuate dagli emittenti, queste ultime vengono diffuse al mercato⁷⁹⁹.

A soluzione sostanzialmente identica – ossia quella di attribuire al Tribunale di Milano la competenza “esclusiva” in materia di *market manipulation* – perviene anche

⁷⁹⁶ Cfr. *supra*, Cap. I, Sez. I, par. 1.4.

⁷⁹⁷ NISCO A., *Manipolazione informativa del mercato e luogo di consumazione del reato*, in *Dir. pen. cont.*, 14 marzo 2014, p. 13.

⁷⁹⁸ MUCCIARELLI, *Aggiotaggio*, cit., p. 436.

⁷⁹⁹ Vedasi Trib. Milano 26 febbraio 2007, in *Corr. mer.*, 2007, p. 912 ss.; Trib. Milano, (g.u.p.), ord. 12 gennaio 2007, in *Foro ambr.*, 2007, p. 95 ss.; Trib. Milano, (g.u.p.), ord. 22 novembre 2006, *ivi*, 2006, p. 495; Trib. Milano 25 ottobre 2006, *ivi*, 2006, p. 430 ss.; Trib. Monza, (g.u.p.), ord., 24 aprile 2006, *ivi*, 2006, p. 81 ss.; Trib. Milano 27 marzo 2006, cit., p. 845; Trib. Milano, (g.u.p.), ord. 25 giugno 2005, in *Foro ambr.*, 2005, p. 2008. Nello stesso senso, più di recente, Trib. Torino, 21 dicembre 2010, in *Cass. pen.*, 2011, fasc. 10, p. 3565 ss., con nota di MOLINARO, *Il pericolo concreto della fattispecie di manipolazione del mercato*, cit.; in *Dir. pen. cont.*, 3 giugno 2011, con nota di FALCINELLI, *Il giudice, l'antifrasi e una "Fata morgana"*, cit.; in *Giur. comm.*, 2012, p. 379 ss., con nota di PREZIOSI, *Il pericolo come evento e l'abbandono dello schema di accertamento prognostico*, cit.; nonché Trib. Torino, 23 luglio 2011, in *Soc.*, 2011, fasc. 11, p. 1347 ss., con nota di SCOLETTA M., *Aggiotaggio informativo e competenza territoriale*. Per una critica dell'impostazione predetta, per tutti, cfr. CRESPI A., *Aggiotaggio informativo, giurisdizioni «esclusive» e altre curiosità*, in *Soc.*, 2006, fasc. 4, p. 699 ss. E' stato peraltro osservato che il c.d. “evento di pericolo” è in realtà uno pseudo-evento, ossia una «mera amplificazione verbale della sola condotta, che nella condotta si dissolve»: così PALIERO, *Nuove prospettive*, cit., p. 65 s.

una seconda linea interpretativa, attraverso un percorso argomentativo parzialmente differente. Infatti, pur senza ipotizzare uno “scollamento” tra condotta diffusiva ed *evento di pericolo*, è stato evidenziato come il termine “diffusione” evochi un comportamento caratterizzato da una fisiologica nota di *recettività*, «intendendo, cioè, l’informazione giuridicamente rilevante, solo nella misura in cui sia portata a conoscenza di un destinatario»⁸⁰⁰. Se così è, pare logicamente necessario che «[...] la notizia che si vuol diffondere venga a conoscenza del suo primo destinatario, Borsa Italiana, perché possa parlarsi di diffusione. Diversamente si finisce con l’anticipare il momento della consumazione del reato a quello del compimento di un’attività unilaterale priva di qualsiasi rilievo anche materiale. Non basta, in altre parole, che il comunicato stampa esca dalla sfera di controllo dell’emittente; esso deve, per essere un “comunicato”, giungere, cioè, a destinazione»⁸⁰¹.

Secondo l’orientamento interpretativo preferibile, la manipolazione informativa integra un reato di mera condotta, come tale *uno actu perficitur*: non potendosi distinguere dalla condotta diffusiva un separato, autonomo, “evento di pericolo”, occorre individuare nella diffusione il connotato *price sensitive*, senza che assuma a tal fine rilievo l’eventuale, possibile, effetto materiale della propalazione della notizia. L’illecito giunge dunque a consumazione nel momento stesso in cui la notizia, foriera di scompenso valutativo del titolo, viene comunicata o diffusa, e, cioè, esce dalla sfera del soggetto attivo, senza che sia necessario il verificarsi di un “evento di pericolo”⁸⁰².

Uno “spaccato” singolarmente rappresentativo delle difficoltà ricostruttive del *locus commissi delicti*, in relazione all’aggiotaggio informativo, è offerto dalla vicenda *Fonsai*, nel corso della quale si sono susseguite due pronunce – del Tribunale e del G.u.p. di Torino –, con le quali i giudicanti hanno deciso in modo *antitetico* altrettante eccezioni di incompetenza territoriale, sollevate dalle difese degli imputati, e due

⁸⁰⁰ NISCO, *Manipolazione informativa*, cit., p. 7.

⁸⁰¹ Così Cass., sent. 12989/13, cit. In dottrina, CONSULICH, *La giustizia e il mercato*, cit., p. 345 ss., secondo il quale, premesso che «[...] le informazioni privilegiate che riguardano un emittente devono necessariamente passare attraverso un soggetto collettore e solo quest’ultimo ha il compito di diffondere al pubblico l’informazione sensibile per il mercato (si tratta della disciplina di cui all’art. 114 t.u.f. [...])» (p. 345) e tenuto conto che «[...] nel momento e nel luogo in cui viene esaurito il novero delle operazioni necessarie a metter a disposizione di una cerchia indeterminata di soggetti l’informazione fuorviante, il reato può dirsi integrato», ne deriva che rispetto alle comunicazioni ex art. 114 t.u.f. «solo al momento e nel luogo di messa a disposizione dell’informazione al soggetto preposto alla comunicazione al pubblico la condotta giunge a compimento e acquisisce l’idoneità a raggiungere la platea degli investitori: in questo momento la manipolazione informativa è consumata» (p. 346).

⁸⁰² Cfr. Cass., sent. 28932/2011, ove peraltro il *locus commissi delicti* è stato confermato in Milano: per un ampio commento delle argomentazioni offerte dalla Suprema Corte, cfr. AMATI, *Abusi di mercato*, cit., p. 270 ss. V. anche le note di MUCCIARELLI F., *Manipolazione informativa: la condotta pericolosa e il luogo di consumazione nella lucida sentenza della Cassazione*, in *Dir. pen. proc.*, 2011, fasc. 9, p. 1102 ss.; FRASCHETTI, *La natura e la struttura dell’aggiotaggio informativo*, cit., p. 4594 ss.; MAGRO M.B., *Caso Parmalat: considerazioni a margine su un caso di manipolazione informativa*, in *Soc.*, 2012, fasc. 10, p. 1052 ss.; nello stesso senso cfr. SEMINARA, *Diritto penale commerciale*, cit., p. 103-104.

decreti della Procura Generale presso la Corte di Cassazione che, con soluzioni tra loro *opposte*, hanno risolto due conflitti di competenza tra Procure.

Tale rapsodia interpretativa scaturisce dalla diffusione di notizie, relative al bilancio di Fondiaria-Sai S.p.a per l'esercizio del 2010, mediante la quale sarebbero state occultate perdite per diverse centinaia di migliaia di euro: tale diffusione sarebbe avvenuta attraverso l'invio delle notizie sulla *mailing list* dell'emittente, da parte dell'Ufficio *Investor Relations*, sito in Torino. Di qui, l'apertura delle indagini da parte della Procura di Torino e l'instaurazione del processo avanti al Tribunale torinese.

Il tema dell'individuazione del *locus commissi delicti* dell'agguattaggio informativo è stato dapprima affrontato dal Tribunale, in composizione monocratica,⁸⁰³ il quale, nel respingere l'eccezione di incompetenza territoriale – prospettata dalle difese degli imputati e tesa a individuare nel Tribunale di Milano il giudice competente – ha argomentato come di seguito.

Posta la natura di reato di mera condotta, di pericolo concreto e a forma libera della *information based manipulation*, il giudicante ritiene necessario ancorare il momento consumativo del reato al «primo momento diffusivo», a prescindere dal canale comunicativo utilizzato⁸⁰⁴ e senza che assuma rilievo alcuno l'effettiva presa di conoscenza della notizia da parte dei terzi⁸⁰⁵: nel caso di specie, tale momento s'individuerebbe nell'invio della comunicazione mediante la *mailing list* dell'emittente, avvenuta dopo l'inoltro della stessa al NIS di Milano, ma ritenuta dal Giudice piemontese la prima comunicazione dotata di idoneità diffusiva. Del resto, precisa, il Tribunale, a voler ritenere che il luogo di commissione dell'illecito debba coincidere necessariamente con il luogo degli scambi «si finirebbe per conferire surrettiziamente al reato che ne occupa la natura di reato di evento intendendosi per tale non già la sensibile alterazione del prezzo degli strumenti finanziari interessati (il cui verificarsi non è pacificamente necessario) ma la realizzazione effettiva dello stato di pericolo di scempenso valutativo quale circostanza storica esterna alla condotta [...]»⁸⁰⁶. In ragione di tali premesse, il Tribunale individuava in Torino il *locus commissi delicti* e confermava la propria competenza a conoscere della vicenda.

Poche settimane dopo, sul tema interveniva un'ordinanza con cui l'Ufficio G.i.p./G.u.p. “ribaltava” la decisione assunta dal Tribunale⁸⁰⁷: è Milano, non Torino, il luogo nel quale il delitto di *market manipulation* si sarebbe consumato, *ergo* sarebbe il Tribunale meneghino, e non quello torinese, a risultare territorialmente competente. Il

⁸⁰³ Trib. Torino, ord. 30 gennaio 2014, in *Dir. pen. cont.*, 14 marzo 2014, con nota di NISCO, *Manipolazione informativa*, cit.

⁸⁰⁴ Trib. Torino, ord. 30 gennaio 2014, p. 2.

⁸⁰⁵ Trib. Torino, ord. 30 gennaio 2014, p. 6-7: ai fini della consumazione del reato sarebbe infatti sufficiente «una sua [della notizia] idonea “messa a disposizione” di una pluralità di destinatari, dovendosi quindi privilegiare, al cospetto di più attività comportanti la fuoriuscita della comunicazione dalla sfera dell'emittente, quella di per sé idonea, da subito, a notiziare una siffatta platea».

⁸⁰⁶ Trib. Torino, ord. 30 gennaio 2014, p. 4-5.

⁸⁰⁷ G.u.p. Torino, 18 marzo 2014, in *Dir. pen. cont.*, 8 aprile 2014, con nota di VIZZARDI M., *Manipolazione del mercato e competenza territoriale: una nuova tappa della vicenda Fonsai*.

differente esito decisorio costituisce il logico corollario dell'impostazione ricostruttiva seguita e che, a sua volta, orbita attorno al "recupero" di un elemento invece scartato dal Tribunale: quello della valenza «necessariamente recettizia della comunicazione».

Sulla scorta di tale precisazione, il G.u.p. conclude nel senso che la competenza per territorio si radica in Milano, nella misura in cui è solo attraverso il sistema NIS che sarebbe avvenuta la prima *vera* diffusione del comunicato.

A distanza di alcuni mesi, interveniva la Procura Generale presso la Corte di Cassazione⁸⁰⁸. In particolare, nel risolvere un conflitto positivo di competenza tra la Procura di Torino e quella di Milano, la Procura Generale – muovendo dai principi espressi nella sentenza *Parmalat* – individuava nell'Autorità giudiziaria di Torino quella competente allo svolgimento delle indagini, atteso che il momento consumativo dell'illecito manipolativo coincideva con la manifestazione all'esterno della condotta decettiva (a condizione ovviamente che «la condotta si sia palesata al pubblico con una modalità raggiungibile dalla generalità degli interessati»), avvenuta in Torino, mentre del tutto indifferente sarebbe sia il *mezzo* utilizzato per la diffusione⁸⁰⁹, sia la recettizietà o meno della comunicazione⁸¹⁰.

L'ultima tappa della tormentata vicenda è stata segnata, nuovamente, dalla Procura Generale presso la Corte di Cassazione⁸¹¹.

A oltre quattro anni di distanza dal decreto del 2014 e a seguito dell'emissione dell'avviso *ex art. 415-bis* c.p.p., taluni difensori presentavano istanza ai sensi dell'art. 54-*quater* c.p.p., mediante la quale chiedevano alla Procura di Torino di trasmettere gli atti d'indagine – nell'ordine – alla Procura di Bologna (luogo in cui sarebbe stata decisa la diffusione dei dati mendaci), alla Procura di Firenze (luogo in cui il comunicato

⁸⁰⁸ Il riferimento è al Decreto 11 settembre 2014, n. 284, in *Dir. pen. cont.*, 27 ottobre 2014, p. 1 s., con nota di MUCCIARELLI F., *Il locus commissi delicti della manipolazione del mercato*; in *Dir. pen. proc.*, 2014, fasc. 10, p. 1209 ss., con nota di LUNGHINI G., *Il PG della Cassazione e la competenza territoriale dell'aggiotaggio attraverso il NIS*.

⁸⁰⁹ Osserva infatti il P.G. che «nessuna incidenza sulla commissione del reato può avere l'osservanza o meno della normativa secondaria in punto di diffusione delle notizie sensibili potendosi realizzare attraverso i mezzi più disparati».

⁸¹⁰ In senso critico, si è osservato che la linea interpretativa proposta dalla Procura Generale finirebbe per far retrocedere «[...] impropriamente la consumazione al momento della decisione di procedere alla diffusione»: infatti «l'organo designatore accorcia il fatto ritenendo che la consumazione coincide con la decisione di agire da parte dell'agente, mentre tutto ciò che costituisce l'adempimento esecutivo e tecnico, e che in concreto determina la possibilità di una conoscenza da parte del pubblico, non rileva ai fini della commissione del reato» (così LUNGHINI, *op. ult. cit.*, p. 1213). Critico altresì MUCCIARELLI, *Il locus commissi delicti*, cit., p. 7, secondo il quale «Nella prospettiva dell'Ufficio di Procura presso la Corte di cassazione a venire in rilievo è [...] non già la condotta, bensì la componente volitiva, la decisione rispetto al comportamento attraverso il quale la decisione stessa si realizza», di talché «L'evidente iper-valorizzazione dell'elemento volitivo (la decisione) contraddice i principi cardine dell'ordinamento: a essere punibile sarebbe allora l'intenzione, non già la condotta».

⁸¹¹ Decreto 22 ottobre 2018, n. 532, in *Cass. pen.*, 2019, fasc. 2, p. 768 ss., con nota di STAMPANONI BASSI G., *Il momento consumativo del reato di manipolazione del mercato*.

decettivo sarebbe stato inserito nel Centro Raccolta di Borsa Italiana), oppure alla Procura di Milano (valorizzando il dato della sede di Borsa Italiana).

Rigettata la richiesta, la Procura di Torino provvedeva a esporre le proprie argomentazioni nella nota “esplicativa” inviata alla Procura Generale⁸¹² che, per parte sua e in controtendenza rispetto alla soluzione proposta nel 2014, riteneva invece di risolvere il conflitto positivo di competenza a favore della Procura di Milano.

Il Procuratore Generale prende le mosse dalle indicazioni contenute nella sentenza *Parmalat* – secondo la quale il delitto «di agiotaggio informativo si consuma nel momento in cui la notizia foriera di scompenso valutativo del titolo viene comunicata o diffusa e cioè nel momento in cui la stessa esce dalla sfera dell'autore della condotta, con la conseguenza che la competenza territoriale si radica nel luogo in cui si è consumata la prima diffusione della notizia medesima» –, a sua volta corroborata da taluni successivi arresti di legittimità⁸¹³, per affermare che *non rilevano*, ai fini dell'individuazione del *locus commissi delicti* del reato manipolativo, «tutte le fasi precedenti il momento della diffusione della notizia, anche se ne costituiscono il presupposto logico-giuridico ed operativo-gestionale»⁸¹⁴: fuoriescono pertanto dall'orizzonte ricostruttivo i dati concernenti il luogo in cui è stato deciso di emettere il comunicato (Bologna), così come il luogo nel quale si trovavano gli uffici che «dirigevano e coordinavano la fase di diffusione del comunicato» (Torino), in quanto passaggi propedeutici ma meramente preparatori rispetto alla effettiva *diffusione* delle informazioni. Al contrario, è proprio in Milano che deve individuarsi il luogo di consumazione, dal momento che proprio in Milano venne diffusa al mercato, raggiungendo un numero indeterminato di destinatari e, in definitiva, «assumendo quella necessaria connotazione di pericolo concreto per gli investitori che il reato intende sanzionare»⁸¹⁵.

Quanto all'ipotesi della c.d. manipolazione operativa, muta la morfologia della condotta ma restano consistenti le criticità e le difficoltà che accompagnano l'individuazione del *locus commissi delicti*⁸¹⁶.

In effetti, la tipizzazione della condotta manipolativa mediante operazioni effettive o simulate è sufficientemente “aperta” da legittimare plurime proposte ricostruttive.

Esclusa la praticabilità di un percorso esegetico che tenda a far coincidere la consumazione dell'illecito con *il momento di elaborazione del “piano” manipolativo* – posto che finirebbe per anticipare eccessivamente la soglia di rilevanza del fatto –, così come deve altrettanto escludersi la possibilità di ancorare il *tempus commissi*

⁸¹² Per una puntuale disamina degli argomenti, utilizzati dalla Procura di Torino per escludere la competenza della Procura di Bologna, di Firenze e di Milano, v. STAMPANONI BASSI, *op. ult. cit.*, p. 781.

⁸¹³ Il richiamo concerne, oltre a Cass., sent. 12989/2013, cit., anche Cass., sez. V, 4 luglio 2013, n. 51897, in *Cass. pen.*, 2014, fasc. 12, p. 4258, con osservazioni di FRASCETTI F.M.

⁸¹⁴ Decreto n. 532/2018, cit., p. 777.

⁸¹⁵ Decreto n. 532/2018, cit., p. 778.

⁸¹⁶ AMATI, *Abusi di mercato*, cit., p. 273.

delicti al momento in cui viene digitato il comando di acquisto o di vendita dei titoli sul mercato telematico – attesa la «forzata cesura tra *realizzazione della condotta e attribuzione ad essa della nota di frodolenza che la caratterizza*», a sua volta correlata infatti alla interazione tra l'operazione e le altre transazioni⁸¹⁷ – e, allo stesso modo, non appare condivisibile al tesi che pretende di far coincidere consumazione del reato e *realizzazione dell'accordo*⁸¹⁸, il campo sembra essere conteso tra due alternative emeritiche: da un lato, la tesi che invece subordina il compimento del delitto alla registrazione da parte dell'intermediario, presso i propri conti, della transazione realizzata⁸¹⁹; dall'altro, l'indirizzo che fa convergere la consumazione del reato nel momento in cui si registra l'accoppiamento tra proposte di acquisto o di vendita nel sistema telematico⁸²⁰.

⁸¹⁷ Vedasi CONSULICH, *La giustizia e il mercato*, cit., p. 339-349. V. però Trib. Milano, 23 ottobre 2007, in *Foro ambr.*, 2008, p. 189 ss., a mente del quale «Nell'ipotesi di negoziazione delle azioni nel circuito telematico (m.t.a.), ai fini della contestazione del reato, non occorre la "conclusione" di un contratto di borsa in quanto l'agiotaggio manipolativo è reato di pericolo concreto e come tale non contempla un evento (di pericolo) distaccato dalla condotta, ma è sempre rispetto a questa che deve essere operato il giudizio di idoneità degli atti secondo il criterio della "prognosi postuma". Il reato deve, quindi, ritenersi consumato nel momento in cui l'agente immette nella rete del Mercato telematico azionario (m.t.a.) l'offerta di vendita o di acquisto artificiosa perché l'immissione nel sistema del dato è idonea di per sé ad arrivare direttamente a tutti gli operatori ed a creare il pericolo di un'alterazione dei prezzi»

⁸¹⁸ Osserva Trib. Milano, 11 marzo 2009, che la realizzazione della condotta manipolativa non può essere condizionata al verificarsi di un evento negoziale, essendo tale elemento del tutto estraneo alla struttura dell'illecito.

⁸¹⁹ In dottrina, CONSULICH, *La giustizia e il mercato*, cit., p. 341-343. In giurisprudenza, v. G.u.p. Roma, 7 febbraio 2012, in *penalecontemporaneo.it.*, ove si è affermato che «ai fini della determinazione della competenza per territorio, il luogo di consumazione del reato di cui all'art. 185 D.Lgs. n. 58 del 1998 - commesso dapprima attraverso la stipulazione di un accordo parasociale occulto e poi mediante rastrellamenti di titoli azionari, con l'intento di incrementare la quota azionaria da sindacare al fine di acquisire il controllo degli organi della società e di ostacolare un'offerta pubblica di scambio mediante un artificioso incremento del prezzo delle azioni – deve essere individuato in quello in cui risulti perfezionato l'accordo parasociale illecito e non in quello, diverso, in cui risulti effettuata la registrazione dei titoli sul conto dell'acquirente».

⁸²⁰ Cfr. Trib. Milano, 4 ottobre 2007, in *Foro ambr.*, p. 485, ove il giudice precisa che «La competenza territoriale in materia di agiotaggio, relativamente ai titoli quotati in borsa, si deve individuare con riferimento alla Borsa Valori di Milano dove ha sede la società di gestione del mercato, la cui stabilità e il regolare funzionamento costituiscono il bene protetto dalle norme che si assumono violate. Il reato di agiotaggio, infatti, è configurabile quale reato di pericolo concreto, che si perfeziona nel momento in cui si manifesta l'idoneità dell'azione alla sensibile alterazione del prezzo degli strumenti finanziari. Il pericolo si realizza, per il caso dei titoli quotati, nel momento e nel luogo in cui si incrociano gli ordini di acquisto e di vendita, prima del quale il pericolo di alterazione rimane puramente ipotetico»; Trib. Milano, 31 dicembre 2007, secondo il quale «Ai fini dell'individuazione del luogo di consumazione del reato di agiotaggio, il reato deve ritenersi consumato nel momento in cui l'agente determina l'immissione in rete dell'offerta di vendita o di acquisto artificiosa in quanto l'immissione stessa in rete del dato è idonea ad arrivare immediatamente a tutti gli operatori e a creare il pericolo di un'alterazione dei prezzi. Pertanto la competenza per territorio è individuata in base al luogo in cui sono stati messi in rete gli ordini di vendita o di acquisto»; secondo il quale App. Milano, 11 giugno 2012, in *penalecontemporaneo.it.*, ove si afferma che è necessario tenere conto che «è l'incontro tra la domanda e

Quest'ultima impostazione pare preferibile e ha trovato l'avallo della Suprema Corte, la quale ha affermato che, in caso di manipolazione compiuta mediante l'esecuzione di operazioni, il *locus commissi delicti* coincide con il luogo in cui avviene l'abbinamento automatico delle proposte di negoziazione in acquisto e vendita degli strumenti finanziari: ovverosia, nella sede di Borsa Italiana s.p.a.⁸²¹.

12. Il tentativo.

Il problema dell'ammissibilità – o meno – della forma tentata di *market manipulation* ha dato luogo a soluzioni interpretative antitetiche, per lo più maturate in sede di analisi dell'aggiotaggio c.d. societario (art. 2637 c.c.).

Secondo una parte della dottrina, la struttura complessa della fattispecie e delle sue modalità realizzative sarebbero infatti compatibili con la figura del tentativo, quantomeno con riferimento a quei casi di condotta frazionata ove possano essere individuati degli atti idonei, e diretti in modo non equivoco, rispetto all'effetto dell'alterazione sensibile dei prezzi dei titoli ma, per ragioni indipendenti dalla volontà dell'agente, non siano giunti alla soglia della consumazione o abbiano perduto la propria attitudine offensiva⁸²².

Tuttavia, l'orientamento prevalente in dottrina esclude l'ammissibilità del tentativo. Tale soluzione poggia sulla natura di reato di pericolo della manipolazione del mercato, sicché l'eventuale configurabilità del tentativo condurrebbe a una eccessiva anticipazione della soglia di rilevanza penale⁸²³.

13. Il trattamento sanzionatorio. La circostanza aggravante, le pene accessorie e la confisca.

Posto che l'analisi del complessivo quadro sanzionatorio, in tema di manipolazione del mercato, costituisce oggetto di trattazione *ad hoc*, in questa sede paiono sufficienti alcune limitate considerazioni di carattere "generale".

l'offerta, che avviene presso la società di gestione accentrata, a incidere sul meccanismo di formazione del prezzo»;

⁸²¹Cfr. Cass., sent., n. 45829/2018, cit.; Cass., sent. n. 51897/2014, cit.; Cass., sent. n. 12989/2012, cit.; Cass., sent. n. 49362/2012, cit. Con riferimento a tale impostazione è stato tuttavia osservato che, nella misura in cui l'attenzione viene focalizzata sul carattere intrinsecamente diffusivo del comportamento deceptivo, parrebbe determinare una discrasia tra consumazione del reato e compimento dell'operazione negoziale che ne costituisce il substrato civilistico (così CONSULICH, *op. loc. cit.*).

⁸²² Per tutti, SEMINARA, *Diritto penale commerciale*, cit., p. 105.

⁸²³ In questo senso, v. AMBORSETTI-MEZZETTI-RONCO, *Diritto penale dell'impresa*, cit., p. 275; MELCHIONDA, *I nuovi delitti di "aggiotaggio" e "manipolazione del mercato"*, cit., p. 283; MUCCIARELLI, *Aggiotaggio*, cit., p. 436-437; PREZIOSI, *L'aggiotaggio*, cit., p. 496.

La pena originariamente prevista per il delitto di *market manipulation* – come anticipato *supra* – era quella della reclusione da uno a sei anni, da applicarsi congiuntamente alla multa da euro ventimila a euro cinque milioni. Per effetto del raddoppio della sanzione detentiva, operato dall’art. 39, comma 1, l. n. 262/2005 sulla tutela del risparmio, la cornice sanzionatoria del delitto in esame ha subito un innalzamento verticale: così come ancor oggi previsto, la manipolazione del mercato è punita con la reclusione da due a dodici anni. Quanto alla sanzione pecuniaria, l’art. 39, co. 1, l. n. 262/2005 prevede che la pena venga aumentata «entro i limiti posti per ciascun tipo di pena dal libro I, titolo II, del codice penale», ma la pena della multa prevista in origine era già ampiamente fuori dai limiti codicistici, di talché non sembra che essa possa essere raddoppiata: possono riproporsi in questa sede le considerazioni già spese in relazione al corredo punitivo prescritto per il reato di *insider trading*⁸²⁴.

Un tratto peculiare della manipolazione del mercato, rispetto al delitto di abuso di informazioni privilegiate, si coglie nella circostanza che il capoverso dell’art. 185 prevede una circostanza aggravante a effetto speciale, applicabile alla sola fattispecie delittuosa, che ha l’effetto di aumentare la multa fino al triplo o fino al maggior importo di dieci volte il prodotto o il profitto conseguito dal reato, in considerazione della rilevante offensività del fatto, dell’entità del prodotto o del profitto del reato o delle qualità personali del colpevole, allorché la sanzione pecuniaria “base” appaia inadeguata, anche qualora applicata nel massimo⁸²⁵.

Volgendo l’attenzione al versante delle pene accessorie, deve evidenziarsi che l’art. 186, così come modificato per effetto del d.lgs. n. 107/2018, stabilisce che la condanna per il delitto di manipolazione del mercato (non anche per l’ipotesi contravvenzionale, stante il tenore letterale della disposizione) comporta l’applicazione delle pene accessorie previste dagli artt. 28, 30, 32-*bis* e 32-*ter*, per una durata non inferiore a sei mesi e non superiore a due anni, oltre alla pubblicazione della sentenza su almeno due quotidiani, di cui uno economico, aventi diffusione nazionale. 2 Posto che il corredo sanzionatorio accessorio, preveduto dall’art. 186, trova applicazione anche con riguardo al delitto di *insider trading*, si rinvia a quanto esposto in sede di analisi dell’art. 184 t.u.f..

Da ultimo, analogamente a quanto previsto con riferimento al reato di abuso di informazioni privilegiate, anche in relazione all’illecito penale di *market manipulation* è prevista l’applicazione della confisca, sia diretta, sia nella forma per equivalente. L’art. 187 t.u.f. stabilisce infatti l’ablazione obbligatoria del prodotto o del profitto conseguito dal reato e dei beni utilizzati per commetterlo, nel caso di condanna (non anche per l’ipotesi di applicazione della pena su richiesta delle parti) per il reato di manipolazione del mercato: qualora tale prodotto o profitto non possa essere rintracciato, la confisca colpisce beni di valore equivalente.

⁸²⁴ Cfr. *supra*, Sez. I, par. 2.

⁸²⁵ Sulla vaghezza dei parametri indicati dal legislatore, per condizionare l’applicazione dell’aggravante in esame, cfr. MANDUCHI C., *Un primo intervento giurisprudenziale*, cit., p. 3347.

Preme in questa sede evidenziare che – a differenza di quanto previsto per le pene accessorie, che si applicano, *ex art.* 186, ai delitti di *market abuse* – la confisca opera sia nel caso di condanna per un delitto (di manipolazione del mercato o di *insider trading*), sia nell'ipotesi di condanna per le fattispecie contravvenzionali (rispettivamente previste dall'art. 185, co. 2-*bis*, e 184, co. 3-*bis*), tenuto conto che l'art. 187 contiene un generico rinvio ai «reati» di cui al Capo II, Titolo I-*bis*.

14. Il rapporto con le sanzioni amministrative e il c.d. doppio binario

Come noto, il comparto normativo degli abusi di mercato poggia su un duplice versante sanzionatorio: da un lato, gli illeciti penali di *insider trading* e di manipolazione del mercato, disciplinati dagli artt. 184 e 185, presidiati da sanzioni (formalmente e sostanzialmente) penali; dall'altro, gli omonimi illeciti amministrativi, di cui agli artt. 187-*bis* e 187-*ter*, corredate da sanzioni (formalmente ma non sostanzialmente) amministrative. Con specifico riguardo alla *market manipulation*, può evidenziarsi che il legislatore sovranazionale, attraverso il nuovo binomio normativo *MAR-MAD II*, ha espresso una chiara opzione legislativa, volta a distinguere – almeno parzialmente – le condotte di manipolazione del mercato penalmente rilevanti e quelle suscettibili di sola sanzione amministrativa. Come già anticipato *supra*⁸²⁶, dalla comparazione tra quanto stabilito nell'art. 12, par. 1 e par. 2, reg. (UE) n. 596/2014 e nell'art. 5, direttiva 2014/57/UE, emerge infatti che le condotte di manipolazione del mercato meritevoli della sanzione penale risultano solamente quelle tipizzate nel primo paragrafo dell'art. 12 *MAR*, le uniche – a differenza di quelle enumerate nel paragrafo 2 del citato art. 12 del regolamento – a esser state trasfuse nell'art. 5 della *MAD II*.

Posto che il novellato art. 187-*ter*, co. 1, t.u.f., nel disciplinare l'illecito amministrativo di manipolazione del mercato, si limita a rinviare a quanto disposto dall'art. 15 *MAR* che, a sua volta, contiene un laconico divieto di *market manipulation* senza distinguere tra par. 1 e par. 2 dell'art. 12, disposizioni che l'interprete è dunque chiamato giocoforza a consultare⁸²⁷; e tenuto conto altresì che l'art. 185 t.u.f. tipizza sostanzialmente quelle condotte che, ai sensi dell'art. 5 *MAD II* – a sua volta avente portata coincidente con i comportamenti descritti nel par. 1, art. 12, del *MAR* –, integrano il reato di manipolazione del mercato, appare allora evidente che, anche a seguito delle modifiche apportate dal d.lgs. n. 107/2018, può sussistere una coincidenza oggettiva tra illecito amministrativo e illecito penale di *market manipulation*, nella misura in cui questi appaiono destinati a incidere (almeno parzialmente) sulle medesime condotte.

Tale (parziale) coincidenza applicativa comporta che il medesimo fatto conduce a una duplicazione sanzionatoria.

⁸²⁶ Cfr. *supra*, par. 4.

⁸²⁷ Cfr. MUCCIARELLI, *Gli illeciti amministrativi*, cit., p. 587 ss.

In virtù della clausola d'esordio dell'art. 187-ter, a mente della quale sono «salve le sanzioni penali quando il fatto costituisce reato», è infatti normativamente prevista l'applicazione congiunta – al medesimo soggetto e per il medesimo fatto – della sanzione penale (ex art. 185) e della sanzione amministrativa (ai sensi dell'art. 187-ter), fermo il meccanismo di raccordo disciplinato dall'art. 187-terdecies, all'analisi del quale si rinvia⁸²⁸: ciò che preme qui evidenziare è che tale assetto normativo determina un ricarico repressivo di notevolissima entità, a carico del medesimo soggetto e per il medesimo fatto, nella misura in cui il cumulo sanzionatorio non concerne solamente l'applicazione congiunta della sanzione pecuniaria, penale e amministrativa, ma – come già ricordato in relazione al delitto di *insider trading* – comporta la convergenza applicativa anche delle sanzioni accessorie (187-quater) e della confisca (art. 187-sexies). Il cumulo sanzionatorio riguarda anche l'ente, atteso che – ai sensi dell'art. 187-quinquies – la persona giuridica è destinataria di una sanzione amministrativa pecuniaria, individuata all'interno del medesimo *range* edittale prescritto per la persona fisica, che va a *sommarsi* alle sanzioni eventualmente irrogate ai sensi dell'art. 25-sexies, d.lgs. 231/2001.

A scanso d'equivoci, deve tuttavia precisarsi che l'illecito penale e quello amministrativo di *market manipulation* presentano un margine di reciproca autonomia ben maggiore rispetto a quello che connota i rapporti tra i due plessi sanzionatori in tema di *insider trading*: tant'è che, sotto la vigenza della disciplina ante d.lgs. n. 107/2018, taluni avevano evidenziato come le due fattispecie si trovassero in un rapporto di specialità bilaterale, sicché in caso di apparente convergenza *in idem* dei due illeciti, il criterio ermeneutico da utilizzarsi sarebbe stato offerto «[...] vuoi direttamente dall'art. 9 l. 689/1981 (allorché, per riscontrata specialità, la norma amministrativa "escluda" la norma penale), vuoi dalla clausola di riserva stessa, allorché, si integri *in concreto* un concorso formale fra le due figure, ma governato dal criterio di *consunzione*: la figura più *grave* (il delitto) consuma ed *esclude* la figura *meno grave* (l'illecito amministrativo)»⁸²⁹.

In via generale, come già ricordato in precedenza, la tipizzazione dell'illecito amministrativo è condotta mediante una tecnica normativa di tipo casistico-analitico, laddove la corrispondente versione penalistica poggia sull'utilizzo di formule descrittive ben più ampie.

Inoltre, nonostante entrambe le varianti tipologiche poggino sulla bipartizione tassonomica di manipolazione informativa e manipolazione operativa, deve evidenziarsi che, con riguardo alla manipolazione informativa, la falsa informazione può avere ad oggetto non solo le notizie e le informazioni, ma anche le *voci*: notizie, informazioni e voci che possono essere anche solo *fuorvianti*, oltre che *false*. Uno

⁸²⁸ *Infra*, Cap. III, Sez. II, par. 5, 5.1, 5.2.

⁸²⁹ PALIERO, "Market abuse" e legislazione penale, cit., p. 811. Sulla possibilità di ricorrere al criterio della consunzione, PREZIOSI, *La manipolazione*, cit., p. 208 ss.

spettro applicativo più ampio⁸³⁰, dunque, per di più ad operatività “agevolata”: mentre l’illecito penale di manipolazione informativa presuppone la *concreta idoneità* dell’informazione ad alterare in modo sensibile il prezzo degli strumenti finanziari, l’illecito amministrativo richiede semplicemente che la diffusione di informazioni, voci o notizie sia *suscettibile* di fornire false informazioni (le quali possono, quindi, costituire il mero presupposto per la *sensibile alterazione* del prezzo degli strumenti finanziari sottostanti⁸³¹): trattasi pertanto di un illecito di pericolo astratto⁸³².

Quanto invece alla manipolazione operativa, alla descrizione analitica delle condotte sanzionate disposta dall’art. 187-ter, co. 2, t.u.f. è subentrata la descrizione altrettanto analitica evincibile dal combinato disposto dell’art. 187-ter, 15 e 12 MAR. Se infatti il primo paragrafo dell’art. 12 sanziona in via “generale” «la conclusione di un’operazione, l’inoltro di un ordine di compravendita o qualsiasi altra attività o condotta che incida, o sia probabile che incida, sul prezzo di uno o più strumenti finanziari, di un contratto a pronti su merci collegato o di un prodotto oggetto d’asta sulla base di quote di emissioni, utilizzando artifici o qualsiasi altra forma di raggirio o espediente», sono le ulteriori ipotesi descritte al paragrafo 2 a specificare meglio quale sia il contenuto della condotta illecita: l’elencazione ivi disposta, come *supra* ricordato, non viene richiamata dall’art. 5 della MAD II, sicché quelle varianti tipologiche, per quanto certamente solo *esemplificative* delle condotte di manipolazione operativa⁸³³, non integrano illecito penale ma, eventualmente, conducono all’applicazione della sola sanzione amministrativa.

15. La responsabilità degli enti. Rinvio.

Ai sensi dell’art. 25-sexies del d.lgs. 8 giugno 2001, n. 231 anche per la manipolazione del mercato (al pari di quanto stabilito per l’*insider trading*), è prevista la responsabilità dell’ente nel cui interesse o vantaggio il reato sia stato commesso. Posto che la disposizione dell’art. 25-sexies riguarda anche l’abuso di informazioni privilegiate, si rinvia a quanto esposto *supra*, in relazione all’ipotesi dell’*insider trading*⁸³⁴.

⁸³⁰ Come evidenzia SPORTA CAPUTI F., *La manipolazione del mercato nella forma del comunicato stampa decettivo su iniziative societarie*, in *Soc.*, 2008, p. 1116, che il legislatore «nell’intento di assicurare una tutela ampia del mercato, ha così sanzionato non solo le notizie false, cioè totalmente disancorate dalla realtà fattuale, ma anche le notizie o le informazioni fuorvianti, con un grado di falsità più lieve, ossia notizie o informazioni parzialmente disancorate dalla realtà ma non totalmente slegate dalla stessa, confezionate e diffuse al fine di dissimulare la percezione del reale dei fatti a artatamente frazionate e combinate per rendere più difficile la comprensione dei fatti stessi».

⁸³¹ Cfr. MAZZACUVA-AMATI, *Diritto penale dell’economia*, cit., p. 344.

⁸³² D’ALESSANDRO, *Regolatori del mercato*, cit., p. 208.

⁸³³ V. MUCCIARELLI, *Gli illeciti amministrativi*, cit., p. 590.

⁸³⁴ Cfr. *supra*, Sez. II, par. 12.

CAPITOLO III

ABUSI DI MERCATO E NE BIS IN IDEM: TRA TEORICA EURO-CONVENZIONALE E PRATICA NAZIONALE

SEZIONE I

INTRODUZIONE

SOMMARIO: 1. Premessa introduttiva. – 2. Il *ne bis in idem* come canone sostanziale e processuale nell'ordinamento italiano: cenni. – 3. Il *ne bis in idem* nella Convenzione Europea dei Diritti dell'Uomo e nel *framework* normativo dell'Unione europea. – 4. Gli incerti confini della “materia penale”.

1. Premessa introduttiva

Il microcosmo normativo del *market abuse* rappresenta, per molti versi, la frangia più avveniristica del diritto penale economico. O, quantomeno, il settore d'intervento nel quale, con maggiore chiarezza, può osservarsi una singolare convergenza delle principali linee evolutive che sembrano orientare lo sviluppo recente dello *ius terribile*, riplasmandone la morfologia e mutandone le finalità, fino a renderne quasi irriconoscibili i tratti classici.

Se dal punto di vista dell'esercizio dell'opzione punitiva e della costruzione tipologica degli illeciti⁸³⁵, il comparto del *market abuse* rappresenta l'alfiere più scintillante della progressiva «*europizzazione*» del diritto penale⁸³⁶, oltre che uno

⁸³⁵ Fuoriesce dagli obiettivi del presente contributo quello di affrontare lo spinosissimo – e sempre attuale – problema della *legittimazione* della norma penale a intervenire nel settore dei mercati finanziari: sul punto, *ex multis*, v. PALIERO, *Nuove prospettive degli abusi di mercato?*, cit., p. 51 ss.

⁸³⁶ Sulla valenza della disciplina normativa del *market abuse*, quale manifestazione paradigmatica del processo di europizzazione della disciplina penale del sistema finanziario, v. FOFFANI F., *Politica criminale europea e sistema finanziario*, cit., p. 66 ss.; NISCO, *Controlli sul mercato finanziario*, cit., p. 48 ss.; SEMINARA S., *L'evoluzione europea del diritto penale del mercato*, cit., p. 236 ss. Come osservato da NIETO A., *Derecho penal económico y de la empresa europeo e internacional*, in AA.VV., *Derecho penal económico y de la empresa*, Madrid, 2018, p. 66, proprio gli interventi comunitari in materia di *insider trading* hanno costituito l'antesignano di quel movimento di armonizzazione in materia penale che ha successivamente trovato fondamento nell'art. 83 TFUE. In ordine alla l'incidenza della dimensione *sovra-nazionale* della criminalità economica nel processo di espansione *sovrana* del diritto penale, SILVA SANCHEZ, *L'espansione del diritto penale*, cit., p. 53 ss.; specularmente, per così dire, in ordine cioè all'effetto “*traino*” che la normativa sovranazionale ha esercitato sull'ammodernamento della disciplina italiana in campo economico, v. ALESSANDRI A., *Impresa e giustizia penale: tra passato e futuro. Un'introduzione*, in CENTRO NAZIONALE DI PREVENZIONE E

degli ambiti in cui trova emblematica manifestazione, in tutta la sua problematicità, l'intimo intreccio tra reazione *stricto sensu* penale e regolazione amministrativa, all'interno di un contesto complessivo fortemente «tecnicizzato»⁸³⁷ e «amministrativizzato»⁸³⁸, atteso il ruolo indiscutibilmente centrale rivestito dalle Autorità (nazionali ed europee) di controllo e di vigilanza⁸³⁹, dall'angolo visuale dell'arsenale sanzionatorio, invece, il diritto penale degli abusi di mercato gode oggi di uno stato di salute assolutamente invidiabile.

Sulla scorta dei grandi slanci emergenziali e delle massicce istanze di punizione, a loro volta scandite dalle crisi del mercato mobiliare susseguitesesi negli ultimi decenni⁸⁴⁰, il legislatore nazionale ha infatti prontamente imboccato la via della *legislazione emergenziale* – per non dire populistica⁸⁴¹ – affidando all'innalzamento

DIFESA SOCIALE, *Atti del Convegno di studio «Enrico de Nicola»*. Milano, 14 marzo 2008, Milano, 2009, p. 32 ss.

⁸³⁷ In generale, sul ruolo della “tecnica” nell’ambito del diritto penale economico, cfr. CARMONA, *Premesse a un corso di diritto penale dell'economia*, cit., p. 48-73.

⁸³⁸ Cfr. DONINI M., *Un nuovo Medioevo penale? Vecchio e nuovo nell'espansione del diritto penale economico*, in *Cass. pen.*, 2003, 6, p. 1808 ss.

⁸³⁹ In generale, circa il ruolo esercitato dalle Autorità amministrative indipendenti, v. NOTARO D., *Autorità indipendenti e norma penale. La crisi del principio di legalità nello Stato policentrico*, Torino, 2010. Più specificamente, con riguardo alla Consob, v. CLARICH M., voce *Autorità di vigilanza sul mercato finanziario: a) profili generali*, in *Enc. dir.*, 2012, p. 156-159, nonché – con più specifico riferimento al tema del *ne bis in idem* – BINDI E.-PISANESCHI A., *Sanzioni Consob e Banca d'Italia: Procedimenti e "doppio binario" al vaglio della Corte EDU*, Torino, 2018; con riguardo invece alle competenze di ESMA (*European Securities and Markets Authority*) a livello di vigilanza dei mercati, cfr. LAMANDINI M., *La vigilanza diretta dell'Esma. Un modello per il futuro?*, in *Giur. comm.*, 2016, 4, p. 448 ss.

⁸⁴⁰ Per un'ampia ricognizione delle principali crisi finanziarie che hanno attraversato la storia recente (e non solo), v. ALESSANDRI, *Diritto penale e attività economiche*, cit., p. 87-120.

⁸⁴¹ Con specifico riguardo allo scenario sanzionatorio che connota la materia degli abusi di mercato, v. CONSULICH, *Market manipulation*, cit., p. 559 ss., secondo il quale può ravvisarsi una progressiva evoluzione legislativa nell'approccio sanzionatorio in tema di *market abuse*: «da un approccio semplicemente *sciatto* all'epoca della ricezione della prima MAD (nel 2005), si è passati oggi ad una scelta di matrice populistico-vendicativa [...]». In generale, nella sterminata produzione scientifica che in tema di c.d. populismo penale, senza pretesa di esaustività, v. AMATI E., *Insorgenze populiste e produzione del penale*, in *Discrimen*, 3 giugno 2019; ANASTASIA S. – ANSELMI M. – FALCINELLI D., *Populismo penale: una prospettiva italiana*, Padova, 2015; FIANDACA G., *Populismo politico e populismo giudiziario*, in *Criminalia*, 2013, p. 95 ss.; PULITANÒ D., *Populismi e penale. Sulla attuale situazione spirituale della giustizia penale*, *ivi*, 2013, p. 123 ss.; VIOLANTE L., *Populismo e plebeismo nelle politiche penali*, *ivi*, 2014, p. 197 ss.; MANNA A., *Il fumo della pipa (il c.d. populismo politico e la reazione dell'Accademia e dell'Avvocatura)*, in *Arch. pen. Online*, 2018, fasc. 3, p. 1 ss.; SCODITTI E., *Populismo e diritto. Un'introduzione*, in *Quest. giust.*, 10 settembre 2018; vedasi inoltre i vari contributi pubblicati nel dibattito su *La società punitiva. Populismo, diritto penale simbolico e ruolo del penalista*, in *Dir. pen. cont.*, 21 dicembre 2016. Cfr. altresì TRIPODI A.F., *Dal diritto penale della paura alla paura del diritto penale. Spunti per una riflessione*, in corso di pubblicazione in *Quaderno di storia del penale e della giustizia*, 2019, 1, nonché DONINI M., *Populismo e ragione pubblica. Il post-illuminismo penale tra lex e ius*, Modena, 2019 e SGUBBI F., *Il diritto penale totale. Punire senza legge, senza verità, senza*

indiscriminato (e irrazionale⁸⁴²) della risposta sanzionatoria, per i delitti di *insider trading* e di *market manipulation*, il duplice obiettivo di *simboleggiare* l'interesse ordinamentale a contrastare gli abusi finanziari e di *confortare* la pretesa securitaria della collettività⁸⁴³. Il fervore sanzionatorio – appariscente precipitato della collisione tra le mai sopite aspirazioni vendicative che alla pena vengono attribuite⁸⁴⁴, e l'incapacità legislativa di individuare dei meccanismi di *prevenzione* dei comportamenti disfunzionali – non si è però tradotto esclusivamente nel 'semplice', brutale, ricarico *quantitativo* delle pene (raggiungendo peraltro vette di afflittività complessiva del tutto inedite per il diritto penale dei *white collars*), oltre che delle misure amministrative, ma ha trovato ulteriore manifestazione nella scelta – *non osteggiata* dalle indicazioni normative sovranazionali⁸⁴⁵ – di prevedere l'applicazione

colpa, Bologna, 2019. Nella letteratura internazionale, si segnala BARKOW R.E., *Prisoners of politics. Breaking the cycle of mass incarceration*, Cambridge, 2019.

⁸⁴² A titolo meramente esemplificativo, può evidenziarsi che i diversi interventi normativi che hanno inciso sul versante sanzionatorio delle fattispecie (penali) di *insider trading* e di *market manipulation*, hanno condotto alla rottura di ogni equilibrio sanzionatorio, determinando l'irragionevole equiparazione *quoad poenam* tra condotte fenomenologicamente diverse quali, appunto, l'abuso di informazioni privilegiate e la manipolazione del mercato: sul punto, *ex multis*, v. NAPOLEONI, *Diritto penale dell'economia*, Milano, 2017, 603. In generale sulla portata simbolica delle novelle legislative succedutesi, nei primi anni duemila, in materia di *market abuse*, v. ALESSANDRI, *Un esercizio di diritto penale simbolico*, cit., p. 925 ss.

⁸⁴³ A tal punto l'intervento penalistico in materia finanziaria pare ispirato da tendenze populiste, orientate verso il paradigma dell'eccesso sanzionatorio e dell'abbandono dei principi classici del giure criminale, da scorgersi – in controluce – i canoni "tipici" di un *diritto penale del nemico*, come osservato (pur con specifico riferimento alle reazioni punitive statunitensi rispetto agli scandali finanziari dell'ultimo decennio) da FOFFANI L., «Sicurezza» dei mercati e del risparmio: il diritto penale dell'economia di fronte alle tensioni della «modernità», in AA.VV., *Studi in onore di Mario Romano*, vol. III, Napoli, 2011, p. 1922.

⁸⁴⁴ Osserva GARLAND D., *La cultura del controllo. Crimine e disordine sociale nel mondo contemporaneo*, trad. it. a cura di CERETTI A., Milano 2004, p. 28 ss., che nella richiesta di punizione per i crimini economici, accanto all'aspettativa di reintegrazione degli averi sottratti, si profila una più profonda pretesa di una giustizia *esemplare*: le stesse invocazioni di una *pena rigorosa* risultano venate da motivazioni «emotive, regressive, catartiche» che premono verso una declinazione esclusivamente afflittiva della sanzione».

⁸⁴⁵ Giova ricordare quanto *supra* evidenziato (Cap. I, Sez. II, par. 1) ossia che mentre la Direttiva 2003/6/Ce, nello stabilire a carico degli Stati membri un obbligo di introduzione di sanzioni amministrative per i fatti di *insider trading* e di manipolazione del mercato, garantiva ai medesimi un "margine di apprezzamento" in ordine all'*an* e al *quantum* delle sanzioni penali, il successivo binomio composto dal Regolamento (Ue) n. 596/2014 e dalla Direttiva 2014/57/Ue, invertiva la strategia sanzionatoria, prevedendo un obbligo di sanzioni penali per le condotte di *market abuse*, ferma la facoltà per gli Stati di introdurre *anche* sanzioni amministrative: opzione "amministrativa" da esercitarsi tuttavia in modo da non violare il principio del *ne bis in idem* (cfr. considerando 23 della Direttiva 2014/57/Ue, nonché considerando n. 72 del Regolamento (Ue) n. 596/2014, ove peraltro viene espressamente precisato che «[...] nulla osta a che gli Stati membri stabiliscano regole per sanzioni amministrative oltre che sanzioni penali per le stesse infrazioni [...]»). Evidenzia FOFFANI L., *Verso un modello amministrativo di illecito e sanzione d'impresa "iper-punitivo"?*, in DONINI M.-FOFFANI L. (a cura di), *La «materia penale» tra diritto nazionale ed europeo*, 2018, p. 252 ss., che il meccanismo a doppio

congiunta, per lo stesso fatto, della sanzione penale e della sanzione amministrativa: attraverso il “*doppio binario*” *sanzionatorio*, il legislatore nazionale ha così congegnato un meccanismo punitivo che racchiude in sé tanto la valenza simbolica della pena, quanto l’efficienza operativa della sanzione amministrativa. Per tale via, sopperendo con l’agilità della seconda all’ineffettività della prima⁸⁴⁶.

Proprio il rapporto tra i due comparti sanzionatori – penale e amministrativo – costituisce del resto il principale (ancorché non esclusivo) *punctum dolens* della disciplina, tanto da aver attirato l’attenzione delle principali Corti di vertice, europee e nazionali, coinvolgendole in un ‘confronto’ multilivello estremamente complesso, turbolento e che solo di recente sembra essersi assestato su approdi interpretativi sufficientemente condivisi.

Del resto, la posta in gioco era più elevata di quanto possa *prima facie* ipotizzarsi: non solo la *querelle* sull’effettiva portata del principio del *ne bis in idem* trascendeva la singola, specifica, dimensione del *market abuse*, rivelando delle potenzialità telluriche destinate a riassetare *tutti* i settori normativi nazionali caratterizzati da un doppio binario sanzionatorio⁸⁴⁷, ma lo stesso confronto tra la Corte di Strasburgo e la Corte di Lussemburgo su questo tema – vero e proprio *clash of titans* euroconvenzionale, osservato con estremo interesse dalla giurisprudenza italiana⁸⁴⁸ – costituiva un banco di prova fondamentale per verificare se le prammatiche interpretative dei due sistemi, pur fondate su principi, regole e finalità differenti, potessero coniugarsi – o almeno coordinarsi, eventualmente attraverso la “valvola” di

binario in materia di abusi di mercato «nasce dalla combinazione fra un impulso europeo [...] e da una spontanea risposta punitiva (a volte iperpunitiva) dei legislatori nazionali».

⁸⁴⁶ Evidenzia la «scarsissima presa della minaccia punitiva», in materia di *market failures*, ALESSANDRI, *Impresa e giustizia penale*, cit., p. 21.

⁸⁴⁷ *In primis*, come prontamente indicato dai primi commentatori della sentenza *Grande Stevens*, il settore dei reati fiscali: cfr., *ex multiis*, FLICK, *Cumulo tra sanzioni penali e amministrative*, cit., p. 964; ID., *Reati fiscali, principio di legalità e ne bis in idem: variazioni italiane su un tema europeo*, in *Dir. pen. cont.*, 14 settembre 2014, p. 14-17; DOVA M., *Ne bis in idem e reati tributari: una questione ormai ineludibile*, *ivi*, 11 dicembre 2014; cfr. altresì GOLINO S.-GOLINO A., “Ne bis in idem”: *rilevanza nell’ordinamento tributario della recente sentenza della Corte Edu in materia di abusi di mercato*, in *Riv. dott. comm.*, 2015, 1, p. 139 ss. Più di recente, FRANCAZI S., *Ne bis in idem e reati tributari*, in *Dir. pen. proc.*, 2018, 9, p. 1222 ss. Sulla scorta del “nuovo” *ne bis in idem* così come plasmato dai recenti arresti delle Corti europee (su cui *infra*, Sez. II), un terreno di sperimentazione applicativa del principio sembra essere quello dei rapporti tra bancarotta fraudolenta e appropriazione indebita: cfr. Cass., sez. VI, 15 febbraio 2018, n. 25651, in *Cass. pen.*, con nota di VIGLIONE A., *La bancarotta fraudolenta per distrazione al banco di prova del ne bis in idem*, 2019, 2-3, p. 1251 ss. Sul piano specifico della possibile incidenza del *ne bis in idem* nel rapporto tra sanzioni penali e sanzioni disciplinari penitenziarie, cfr. Cass., sez. II, 15 dicembre 2016, n. 9184, in *Cass. pen.*, con nota di CARINO C., *Sanzioni disciplinari penitenziarie e sanzioni penali, tra matière pénale e ne bis in idem*, 2019, 2, p. 709 ss.

⁸⁴⁸ La Corte costituzionale italiana ha avuto modo, in diverse occasioni “temporalmente” ravvicinate, di esaminare l’evoluzione interpretativa che ha segnato l’approccio convenzionale al problema del *ne bis in idem*: cfr. *infra*, Sez. II.

comunicazione dell'art. 52, par. 3, Carta di Nizza⁸⁴⁹ – garantendo un esito ermeneutico sufficientemente condiviso e coerente.

Se anche tale risultato, pur al netto di alcune residue divergenze, pare infine essere stato raggiunto, attraverso un'inedita torsione concettuale in chiave sostanzialistica del principio del *ne bis in idem*, alla risoluzione della *vexata quaestio* sul piano teorico-astratto dei principi ha tuttavia fatto seguito l'emergere di un nuovo quesito, altrettanto ineludibile ma decisamente più "pratico". Chiarito infatti che in tanto un cumulo sanzionatorio può ritenersi convenzionalmente e comunitariamente compatibile, in quanto l'applicazione congiunta delle sanzioni – penali e "formalmente" amministrative, ma "sostanzialmente" penali – conduca ad un esito punitivo complessivamente *proporzionato*, resta da comprendere *come* il giudice interno, espressamente investito dalle Corti europee di tale onere valutativo, possa verificare se *nel caso concreto* sussista o meno l'invocata proporzionalità trattamentale.

Ciò premesso in via di sintesi estrema, il presente Capitolo è specificamente dedicato all'analisi del lungo, travagliato e (talvolta) rapsodico percorso giurisprudenziale e dottrinale che ha caratterizzato l'approccio euro-convenzionale, oltre che nazionale, in tema di c.d. doppio binario sanzionatorio.

In particolare, dopo aver brevemente richiamato i fondamenti normativo-valoriali che sottendono al principio del *ne bis in idem*, sia nella prospettiva europea che in quella interna, l'analisi virerà dapprima sul "macro-tema" dei rapporti tra sanzioni penali e sanzioni amministrative all'interno del crogiolo ermeneutico condensato nella locuzione di *materia penale* e, quindi, sugli effetti che l'elaborazione convenzionale sul punto ha generato proprio in relazione alla garanzia del *ne bis in idem*.

Tale trattazione di carattere generale fornisce l'abbrivo teorico per l'approfondimento delle specifiche problematiche determinate dal doppio binario sanzionatorio in materia di *market abuse*: muovendo dalle ben poco stringenti precisazioni offerte dalla Corte EDU e dalla Corte di Giustizia, e tenendo conto delle ancor meno precipue indicazioni normative fornite dal legislatore nazionale, occorrerà esaminare alcune recenti pronunce attraverso le quali la Suprema Corte di Cassazione ha tentato di districare la complessa matassa dei rapporti tra illecito penale e illecito amministrativo nel settore del *market abuse*, giungendo ad elaborare delle prime "istruzioni d'uso" volte ad orientare l'interprete allorché chiamato a maneggiare il delicatissimo *test* della proporzione sanzionatoria.

⁸⁴⁹ A mente del quale, laddove la Carta di Nizza «contenga diritti corrispondenti a quelli garantiti dalla Convenzione europea per la salvaguardia dei Diritti dell'Uomo e delle Libertà fondamentali, il significato e la portata degli stessi sono uguali a quelli conferiti dalla suddetta convenzione. La presente disposizione non preclude che il diritto dell'Unione conceda una protezione più estesa».

2. Il *ne bis in idem* come canone sostanziale e processuale nell'ordinamento italiano: cenni.

Il principio del *ne bis in idem* presenta una «natura proteiforme»⁸⁵⁰ o, meglio, si manifesta come una sorta di Giano bifronte: un profilo guarda alla dimensione *sostanziale* del principio, tradizionalmente evocata nel contesto di più ampie riflessioni concernenti il concorso apparente di norme, mentre l'altro profilo è rivolto verso la dimensione *processuale* del divieto del *bis in idem*.

L'accezione *sostanziale* comporta, in buona sostanza, un divieto di convergenza sul medesimo fatto illecito di una pluralità di fattispecie incriminatrici, allorché «l'applicazione di una sola delle norme cui il fatto in teoria corrisponde ne esaurisca l'intero contenuto di disvalore sul terreno oggettivo e soggettivo»⁸⁵¹: il *ne bis in idem*, nella sua declinazione sostanziale, rappresenta pertanto – quanto meno per tutti coloro che aderiscono alla teoria c.d. pluralista⁸⁵² – un fondamentale canone regolativo del concorso apparente di norme, evitando che l'interferenza tra fattispecie incriminatrici, astrattamente convergenti sul medesimo fatto, possa condurre ad esiti punitivi *sproporzionati*⁸⁵³. In tal senso, il *ne bis in idem* sostanziale altro non sarebbe che l'ennesima manifestazione concettuale del principio di colpevolezza e dell'esigenza di garantire la proporzionalità del trattamento sanzionatorio complessivamente irrogato⁸⁵⁴.

⁸⁵⁰ MAZZACUVA F., *Le pene nascoste. Topografia delle sanzioni punitive e modulazione dello statuto garantistico*, Torino, 2017, p. 293.

⁸⁵¹ Così ROMANO M., sub art. 15 c.p., in ID., *Commentario sistematico del codice penale*, Milano, 2004, I, III ed., p. 179.

⁸⁵² Secondo la quale, accanto al criterio di specialità, normativamente disciplinato dall'art. 15 c.p., i casi di concorso apparente di norme potrebbero essere risolti ricorrendo ai criteri ulteriori, ancorché preterlegali, della sussidiarietà e della consunzione (o assorbimento). In tale contesto interpretativo, il canone del *ne bis in idem* costituirebbe la matrice prima di giustificazione di tali criteri risolutivi che, in ultima analisi, sarebbero funzionali a realizzare quell'esigenza equitativa insita nell'evitare che un soggetto, per un medesimo fatto, possa essere sanzionato due volte in base a disposizioni incriminatrici strutturalmente o contenutisticamente ricomprese l'una nell'altra: sul punto, senza pretesa di esaustività, cfr. ANDRIOLI V., voce *Ne bis in idem*, in *Noviss. dig. it.*, vol. XI, Torino, 1957, p. 186; CONTI L., voce *Concorso apparente di norme*, in *Noviss. dig. it.*, vol. III, Torino, 1967, p. 1009; DELITALA G., *Concorso di norme e concorso di reati*, in *Riv. it. dir. pen.*, 1934, p. 108; FROSALI R.A., *Concorso di norme e concorso di reati*, Milano, 1937 (ristampa 1971), p. 748; LOZZI G., *Profili di una indagine sui rapporti tra "ne bis in idem" e concorso formale di reati*, Milano, 1974, p. 67 ss.; MANTOVANI F., *Concorso e conflitto di norme nel diritto penale*, Bologna, 1966; MUSCATIELLO V.B., *Pluralità e unità di reati*, Padova, 2002, p. 44 ss.; PAGLIARO A., voce *Concorso di norme (dir. pen.)*, in *Enc. dir.*, vol. VIII, Milano, 1961, p. 547; PAPA M., *Le qualificazioni giuridiche multiple nel diritto penale. Contributo allo studio del concorso apparente di norme*, Torino, 1997; ROMANO B., *Il rapporto tra norme penali. Intertemporalità, spazialità, coesistenza*, Milano, 1996, p. 191; VASSALLI G., voce *Reato complesso*, in *Enc. dir.*, vol. XXXVIII, Milano, 1987, p. 835.

⁸⁵³ Sul punto, v. MAZZACUVA, *Le pene nascoste*, cit., p. 296.

⁸⁵⁴ MAZZACUVA, *Le pene nascoste*, cit., p. 297. Come ricorda CONSULICH F., *La norma penale doppia. Ne bis in idem sostanziale e politiche di prevenzione generale: il banco di prova dell'autoriciclaggio*,

Tuttavia, l'assenza di ancoraggi normativi espressi – di rango costituzionale o legislativo – ha contribuito a rendere alquanto incerti i confini applicativi del principio, al punto che, se da taluna parte della dottrina si è evidenziato come il canone in esame presenti una fisionomia alquanto sbiadita⁸⁵⁵, spesso venendo «in considerazione come autodimostrante e autodimostrato»⁸⁵⁶, altri Autori hanno persino revocato in dubbio la stessa esistenza del *ne bis in idem* sostanziale⁸⁵⁷.

All'opposto, la dimensione *processuale* del divieto (*bis de eadem re ne sit actio*)⁸⁵⁸, oltre a trovare un esplicito riferimento normativo nell'art. 649 c.p.p. e a costituire il fulcro – come evidenziato *infra* – della declinazione assunta dal *ne bis in idem* a livello internazionale, risulta del tutto indifferente rispetto al profilo dell'adeguatezza – quantitativa e qualitativa – della risposta sanzionatoria: in una prospettiva squisitamente processuale, ciò che conta ai fini dell'attivazione del principio è il “semplice” dato della duplicazione di giudizi *in idem* e *in persona*, mentre, per contro, nessun rilievo riveste l'*esito* sanzionatorio a cui tale cumulo di *iniziative giudiziarie* conduce⁸⁵⁹. Nulla a che vedere con la logica della proporzione e con il principio di colpevolezza: il divieto di un doppio giudizio presenta una *ratio*

in *Riv. trim. dir. pen. econ.*, 2015, fasc. 1-2, p. 73, il canone del *ne bis in idem* sostanziale «risponde a un *bisogno di tutela* nei confronti di una pena sproporzionata ed esprime una generalissima esigenza equitativa, che risale al brocardo ulpiano del *suum cuique tribuere*».

⁸⁵⁵ TRIPODI A.F., *Cumuli punitivi, ne bis in idem e proporzionalità*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 2017, fasc. 3, p. 1052.

⁸⁵⁶ SILVA C., *Sistema punitivo e concorso apparente di illeciti*, Torino, 2018, p. 174-175.

⁸⁵⁷ Cfr. SOTIS C., *Il “fatto” nella prospettiva di divieto di doppia punizione*, in *Ind. pen.*, 2017, p. 467, secondo il quale, espressamente, «non esiste un principio generale di *ne bis in idem* sostanziale da cui dedurre sia la soluzione dei problemi di concorso di norme, sia quella dei problemi di concorso di reati».

⁸⁵⁸ Cfr. in generale, sul tema, DE LUCA G., *I limiti soggettivi della cosa giudicata*, Milano, 1963, p. 90 ss.; GALANTINI N., *Il divieto di doppio processo come diritto della persona*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 1981, p. 87 ss.; GIULIANI U., *Ne bis in idem e concorso apparente di norme*, *ivi*, 1960, p. 318 ss.; MANCUSO E.M., *Il giudicato nel processo penale*, Milano, 2012, p. 406 ss.; RIVELLO P.P., *Ancora in tema di ne bis in idem*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 1991, p. 476 ss.

⁸⁵⁹ Nonostante il divieto di un secondo giudizio venga tradizionalmente collegato – attesa anche la vicinanza topografica rispetto all'art. 648 c.p.p. – alla teoria del giudicato, di cui rappresenterebbe uno degli effetti negativi (a titolo meramente esemplificativo, cfr. TONINI P., *Manuale di procedura penale*, XXVIII ed., Milano, 2018, p. 995 ss.;), deve peraltro evidenziarsi che l'evoluzione interpretativa più recente ha finito per disancorare l'operatività del principio dall'esistenza di un previo accertamento definitivo di responsabilità o meno: le esigenze di economia processuale e di tutela dei diritti individuali, riguardate nel prisma del procedimento – inteso a sua volta come “pena” per i riverberi negativi che produce sull'indagato/imputato –, ostano a che il medesimo soggetto, già sottoposto a processo, possa essere colpito da una nuova azione penale relativa al medesimo fatto (ovvero a che una ulteriore azione penale *in idem* prosegua). Sul punto, cfr. Cass., sez. un., 28 settembre 2005, n. 34655, in *Cass. pen.*, 2006, fasc. 1, p. 28 ss.; in *Dir. & Gius.*, 2005, n. 40, p. 76 ss.; in *ilpenalista.it*, 2 settembre 2015, con osservazioni di SIRAGUSA M., *Bis in idem (divieto)*. Per una ricognizione generale sul punto, ASTARITA S., voce *Ne bis in idem*, *Dig. disc. pen.*, Agg. IV, tomo II, Milano, 2008, p. 735-736; nonché SCOZZARELLA E., *La questione del ne bis in idem nella giurisprudenza della Cedu e nella giurisprudenza nazionale di merito, di legittimità e della Corte costituzionale*, in *Dir. pen. cont.*, 15 luglio 2019, p. 1-2.

composita⁸⁶⁰ in quanto, per un verso, risponde ad ineludibili esigenze di certezza “soggettiva” (contro il rischio di persecuzioni *sine die*)⁸⁶¹ e, per altro verso, tende a fondamentali obiettivi di certezza “oggettiva” (circa la sicurezza dell’assetto dei rapporti giuridici)⁸⁶².

Se tale è la configurazione concettuale di partenza, pare allora evidente che alla *vexata quaestio* concernente la definizione dei rapporti intercorrenti tra i due versanti del principio⁸⁶³, debba risponderci affermando che – per quanto contigui⁸⁶⁴ e pur talora “interdipendenti”⁸⁶⁵ – il canone sostanziale e quello processuale del *ne bis in idem*

⁸⁶⁰ CAPRIOLI F.-VICOLI D., *Procedura penale dell’esecuzione*, II ed., Torino, 2011, p. 73, citati anche da MAZZACUVA, *Le pene nascoste*, cit., p. 294.

⁸⁶¹ Come osservato da CAPRIOLI F., *Sui rapporti tra ne bis in idem processuale e concorso formale di reati*, in *Giur. it.*, 2010, p. 1181, l’accezione processuale del *ne bis in idem* mira a garantire che «chi abbia sopportato i costi umani ed economici di un processo penale deve sapere che non sarà più chiamato a rispondere in giudizio del comportamento che ne ha costituito oggetto». In termini ancor più espliciti, la strumentalità del *ne bis in idem* rispetto all’obiettivo di certezza soggettiva, cfr. RIVELLO, *Analisi in tema di ne bis in idem*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 1991, 2, p. 479, il quale evidenzia che «la funzione del *ne bis in idem* [...] sia quella di tutelare il soggetto già giudicato con decisione divenuta irrevocabile, sottraendolo alla possibilità di un’illimitata reiterazione di procedimenti a suo carico in ordine alla stessa imputazione». Negli stessi termini CERESA-GASTALDO, *Esecuzione*, in CONSO-GREVI-BARGIS (a cura di), *Compendio di procedura penale*, VIII ed. Padova, 2016, p. 954, secondo il quale il *ne bis in idem* processuale esprimerebbe «una garanzia *ad personam*, che assicura la certezza del diritto in senso meramente soggettivo».

⁸⁶² Cfr. RAFARCI T., voce *Ne bis in idem*, in *Enc. Dir., Annali*, 2010, III, p. 861 ss. Nello stesso senso, con la consueta efficacia icastica, CORDERO F., *Procedura penale*, Milano, 2012, IX ed., p. 1205: «se ogni affare deciso fosse riesumabile, sarebbe turbato l’equilibrio sociopsichico collettivo».

⁸⁶³ Per una ricognizione in chiave storica, v. SESTA P., *Ne bis in idem e concorso formale di reati al vaglio della Corte costituzionale*, in *Giust. pen.*, 1977, I, p. 187 ss.

⁸⁶⁴ V. CONSULICH, *op. loc. cit.*, il quale osserva come «[...] il *ne bis in idem* sostanziale condivide con quello processuale una comune matrice; si tratta di due facce della medesima medaglia, quella dell’*abuso del diritto*, processuale da una parte, sostanziale dall’altra: non può infatti che essere *abusiva* [...] la moltiplicazione di qualificazioni sostanziali e processuali di fronte ad una fattispecie concreta suscettibile di un inquadramento giuridico unitario».

⁸⁶⁵ Secondo MORO A., *Unità e pluralità di reati. Principi*, II ed., Padova, 1954, p. 81, il *ne bis in idem* sostanziale sarebbe infatti un’applicazione materiale del *ne bis in idem* processuale. Nello stesso senso, ritiene COPPI F., *Reato continuato e cosa giudicata*, Napoli, 1969, p. 323, che «il *ne bis in idem* sostanziale trova nel divieto della ripetizione del giudizio per il medesimo fatto [...] il più ampio dei riconoscimenti»; in questi termini anche MANCUSO, *Il giudicato nel processo penale*, cit., p. 454-455. Più di recente, e in termini “speculari”, cfr. SILVA, *Sistema punitivo e concorso apparente di illeciti*, cit., p. 212, la quale sottolinea come tra i due principi esista «[...] una notevole sfera comune, all’interno della quale trovano applicazione e soddisfazione, entrambi i principi. In tutte le ipotesi del *ne bis in idem* sostanziale, la risoluzione nel primo giudizio del concorso di norme consente di dare soddisfazione anche al *ne bis in idem* processuale». Infatti, prosegue l’Autrice, «ciò avviene quando vi sia medesimezza del fatto in concreto a cui corrispondono una pluralità di norme incriminatrici in concorso apparente. La salvaguardia del canone sostanziale comporta – di conseguenza – anche la garanzia di quello processuale».

restano reciprocamente autonomi⁸⁶⁶, in quanto teleologicamente proiettati verso obiettivi differenti⁸⁶⁷.

Peraltro, come si avrà modo di evidenziare *infra*, un nuovo percorso di collegamento tra le due accezioni sembra essere stato inaugurato dalle recenti pronunce delle Corti europee che, proprio in tema di doppi binari sanzionatori, hanno patrocinato una sorta di “trasposizione” interpretativa della logica della proporzionalità sanzionatoria dall’alveo *sostanziale* a quello *processuale*: per tale via segnando un vero e proprio *turning point* nell’approccio euro-convenzionale (e, a cascata, nazionale) al problema del *ne bis in idem*.

L’esito dell’ibridazione concettuale tra i due, distinti, piani del *ne bis in idem*, sebbene abbia avuto il pregio di focalizzare l’attenzione sugli aspetti attinenti alla dimensione sostanziale del rapporto tra illeciti, ha di fatto condotto non solo all’irrelevanza della dimensione (squisitamente) *processuale* della garanzia, ma ha altresì riversato all’interno della gestione del meccanismo del *ne bis in idem*, già di per sé complessa, l’incertezza tipica di un giudizio – quello di proporzione rispetto alla gravità del fatto – caratterizzato da un tasso di elasticità e discrezionalità a tal punto consistente da porre a serio rischio qualsivoglia aspirazione alla *prevedibilità* delle decisioni giudiziarie⁸⁶⁸. Senza scomodare le pur fondamentali riflessioni giusfilosofiche sull’ontologica impossibilità di commisurare la sanzione al delitto – attesa l’«irriducibile non omogeneità qualitativa tra reato e pena»⁸⁶⁹ – non può infatti ignorarsi che il canone della proporzione, di per sé, risulta contenutisticamente vuoto, in quanto è «un parametro ad applicazione molto contingente e relativistica»⁸⁷⁰ che,

⁸⁶⁶ Sull’assenza di punti di contatto tra *ne bis in idem* sostanziale e *ne bis in idem* processuale, cfr. CORDERO, *Procedura penale*, cit., p. 1205 e p. 1208, il quale, discorrendo dell’art. 649 c.p.p., osserva dapprima che anche «i penalisti postulano un *ne bis in idem* [...]». Ma il divieto d’un secondo giudizio sulla *eadem res* ha poco da spartire, anzi niente, con queste massime penalistiche [...]; è puro fenomeno giudiziario [...]»; e ribadisce, successivamente, in termini ancor più chiari: «il divieto del secondo giudizio non dipende dal cosiddetto *ne bis in idem* material-penalistico; infatti vale anche dove l’agente, assolto una prima volta, non rischia due pene». Nello stesso senso, CERESA-GASTALDO, *Esecuzione*, cit., p. 953-954, nonché CONSO G., *I fatti giuridici processuali penali. Perfezione ed efficacia*, Milano, 1955, p. 101. *Contra* però TRIPODI, *Cumuli punitivi*, cit., p. 1051. Nel senso della interdipendenza delle due dimensioni del divieto, processuale e sostanziale, v. RIVELLO P.P., *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.*, 2014, 3, p. 1413; cfr. anche CAPRIOLI F., *Sui rapporti tra ne bis in idem processuale e concorso formale di reati*, cit., p. 1181, nonché BONTEMPELLI, *Ne bis in idem e legalità penale nel processo per gli abusi di mercato*, in *Arch. pen.*, 2016, 2, p. 395.

⁸⁶⁷ Per un’approfondita ricognizione dei reciproci rapporti intercorrenti tra i due versanti del divieto, v. SILVA C., voce *Ne bis in idem (sostanziale)*, *Dig. disc. pen.*, Agg. XI, Milano, 2018, p. 467-468.

⁸⁶⁸ Il tema non è certo nuovo. Già PAPA, *Le qualificazioni giuridiche multiple nel diritto penale*, cit., p. 75 ss., evidenziava il tasso di imprevedibilità insito nel giudizio valoriale della proporzione, tale da rischiare di “impoverire” il significato complessivo del divieto del *bis in idem*.

⁸⁶⁹ Così EUSEBI L., *La “nuova” retribuzione. Sezione I*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 1983, p. 926. Sul punto, cfr. altresì FERRAJOLI L., *Diritto e ragione. Teoria del garantismo penale*, Bari, 2004, p. 395 ss.

⁸⁷⁰ Cfr. DONINI M., *Septies in idem. Dalla «materia penale» alla proporzione delle pene multiple nei modelli italiano ed europeo*, in *Cass. pen.*, 2018, 7, p. 2299.

calato nella “giungla” della commisurazione della pena per il tramite dell’art. 133 c.p. (“gravità del reato”), risente inevitabilmente del tasso di intuitività che connota «l’intimo universo della commisurazione»⁸⁷¹.

Ad ogni modo – ritornando “alle fondamenta” originarie del principio – l’eterogeneità di *rationes* che sottende alle due morfologie del canone si riverbera ovviamente anche sul versante dei presupposti, al ricorrere dei quali le garanzie si attivano. Infatti, le due particelle lessicali che concorrono a comporre il brocardo, ossia i concetti di *bis* e di *idem*, variano al mutare dell’accezione assunta a riferimento.

In una prospettiva sostanziale, la particella *bis* evidentemente allude alla duplicità di incriminazioni (e delle correlate sanzioni) convergenti sul medesimo illecito⁸⁷², mentre nella diversa accezione processuale ciò che assume rilievo è il problema della duplicazione di procedimenti: nonostante il divieto di un secondo giudizio venga tradizionalmente collegato – attesa anche la vicinanza topografica rispetto all’art. 648 c.p.p. – alla teoria del giudicato, di cui rappresenterebbe uno degli effetti negativi⁸⁷³, l’evoluzione interpretativa più recente – sia a livello interno⁸⁷⁴ che europeo⁸⁷⁵ – ha finito per disancorare l’operatività del principio dall’esistenza di un previo accertamento definitivo di responsabilità o meno. Le esigenze di economia processuale e di tutela dei diritti individuali, riguardate nel prisma del procedimento – inteso a sua volta come “pena” per i riverberi negativi che produce sull’indagato/imputato –, ostano a che il medesimo soggetto, già sottoposto a processo, possa essere colpito da una nuova azione penale relativa al medesimo fatto (ovvero a che una ulteriore azione penale *in idem* prosegua). In altri termini, il divieto di *bis in idem* processuale si attiverebbe anche nei semplici casi di litispendenza.

Quanto al significato sotteso alla particella *idem*, il tentativo di fornire una perimetrazione concettuale al divieto diviene assai più complessa.

Premesso che il campo viene essenzialmente conteso dalle due accezioni dell’*idem legale* – secondo la quale il giudizio di identità deve avere a riferimento le

⁸⁷¹ In tal senso COPPOLA F., *Le scelte sanzionatorie alla prova del principio di proporzionalità. Un’ipotesi di “valorizzazione” dal confronto con il Sentencing system inglese*, in *Arch. Pen.* online, 2018, 3, 12.

⁸⁷² MAZZACUVA, *Le pene nascoste*, cit., p. 303.

⁸⁷³ A titolo meramente esemplificativo, nella letteratura processual-penalistica, cfr. TONINI P., *Manuale di procedura penale*, XXVIII ed., Milano, 2018, p. 995 ss. Come efficacemente evidenziato da PROCACCINO A., *Il ne bis in idem dalla “certezza del diritto” alla certezza del “diritto soggettivo”*, in GAITO A.-CHINNICI D. (a cura di), *Regole europee e processo penale*, Padova, 2016, p. 268, «quale preclusione che scaturisce dal giudicato, il *ne bis in idem*, nell’ambito degli ordinamenti nazionali, spesso rappresenta l’ultimo di una serie di rimedi utili a prevenire o risolvere situazioni di conflitto positivo di giurisdizione o di competenza, o talora anche di pura e semplice litispendenza».

⁸⁷⁴ Cfr. Cass., sez. un., 28 settembre 2005, n. 34655, in *Cass. pen.*, 2006, fasc. 1, p. 28 ss.; in *Dir. & Gius.*, 2005, n. 40, p. 76 ss.; in *ilpenalista.it*, 2 settembre 2015, con osservazioni di SIRAGUSA M., *Bis in idem (divieto)*. Per una ricognizione generale sul punto, ASTARITA, voce *Ne bis in idem*, cit., p. 735-736; nonché SCOZZARELLA, *La questione del ne bis in idem*, cit., p. 1-2

⁸⁷⁵ V. Corte Edu, Grande Camera, 10 febbraio 2009, *Serguei Zolotoukhine c. Russia*, §§ 98 ss., sulla quale si tornerà *infra*.

due fattispecie nella loro dimensione *normativa*, di talché potrebbe predicarsi la sussistenza dell'*idem* solo in caso di coincidenza di tutti gli elementi costitutivi del reato e dei beni giuridici tutelati – e dell'*idem factum* – locuzione che esprime invece la necessità di esaminare le due fattispecie sul piano strettamente storico-naturalistica –, occorre evidenziare che, se pure sul versante *processuale* del divieto il consolidato *trend* giurisprudenziale – supportato dal tenore normativo dell'art. 649 c.p.p.⁸⁷⁶ – è chiaramente orientato alla valorizzazione della dimensione *storico-naturalistica* dell'*idem*⁸⁷⁷, la questione si rivela assai meno pacifica sul versante *sostanziale* del *ne*

⁸⁷⁶ Tale disposizione, nello stabilire che l'effetto preclusivo dell'apertura di un secondo giudizio per il medesimo fatto opera anche laddove tale fatto sia «diversamente considerato per il titolo, per il grado o per le circostanze», chiaramente depone per una concezione “naturalistica” del fatto: cfr. ASTARITI, *op. ult. cit.*, p. 736. Sul punto, pur con riferimento all'art. 90 del precedente codice di rito (antesignano dell'odierno art. 649 c.p.p.), v. già PAGLIARO A., voce *Fatto (dir. proc. pen.)*, in *Enc. dir.*, XVI, Milano, 1967, p. 964 s., il quale, muovendo dall'idea secondo cui « [...] “fatto” è soltanto la condotta esteriore (movimento corporeo o inerzia)[...] », ritiene che «Le altre opinioni talvolta formulate in dottrina, che il “fatto” comprenda l'elemento oggettivo del reato (condotta più evento) o anche l'elemento soggettivo oppure tutti i contrassegni del reato come fatto storico, devono essere respinte, perché in contrasto con il tenore letterale della legge, dal quale risulta che titolo, grado e circostanze possono far mutare la «considerazione» del fatto, ma non il “fatto”». Nello stesso senso, sempre con riferimento all'abrogato art. 90 c.p.p., v. LEONE G., *Lineamenti di diritto processuale penale*, II ed., Napoli, 1952, p. 369.

⁸⁷⁷ Limitando i riferimenti agli approdi ermeneutici della giurisprudenza interna, a partire da Cass., sez. un., n. 34655/2005, cit., in sede di legittimità è andato confermandosi l'indirizzo interpretativo secondo il quale «l'identità del fatto sussiste solo quando vi sia corrispondenza storico-naturalistica nella configurazione del reato, da considerare in tutti i suoi elementi costitutivi sulla base della triade condotta-nesso causale-evento, non essendo sufficiente la generica identità della sola condotta» (Cass., sez. II, 31 ottobre 2018, n. 52606, in *CED Cass. pen. 2019*; in senso conforme, tra le varie: Cass., sez. I, 15 marzo 2016, n. 39746, in *Cass. pen.*, 2017, fasc. 4, p. 1545; Cass., sez. IV, 24 ottobre 2017, n. 54986, in *CED Cass. pen. 2018*; Cass., sez. V, 19 giugno 2018, n. 50496, in *CED Cass. pen. 2019*). Peraltro, l'accezione storico-naturalistica dell'*idem* ha trovato un fondamentale riscontro nella stessa giurisprudenza costituzionale. La Corte costituzionale, proprio richiamando l'arresto delle Sezioni Unite del 2005, ha infatti riconosciuto come «l'identità del “fatto” sussiste [...] quando vi sia corrispondenza storico-naturalistica nella configurazione del reato, considerato in tutti i suoi elementi costitutivi (condotta, evento, nesso causale) e con riguardo alle circostanze di tempo, di luogo e di persona» (Corte cost., sent. 30 aprile 2008, n. 129, in *Federalismi.it*, con nota di CIUFFETTI C., *Prime osservazioni sulla sentenza della Corte Costituzionale n. 129 del 2008*; in *Consulta Online*, con nota di CAMPANELLI G., *La sentenza 129/2008 della Corte costituzionale e il valore delle decisioni della Corte EDU: dalla ragionevole durata alla ragionevole revisione del processo*; in *Giur. cost.*, 2008, fasc. 2, p. 1506 ss., con nota di CHIAVARIO M., *Giudicato e processo «iniquo»: la Corte si pronuncia (ma non è la parola definitiva)*; *ivi*, 2008, fasc. 3, p. 2679 ss., con nota di MANTOVANI G., *La sent. n. 129 del 2008 e la “riparazione” delle violazioni dell'art. 6 Cedu*), per poi ribadire, più di recente e nel solco del “problema euro-convenzionale del *ne bis in idem*, che «Costituzione e CEDU si saldano [...] nella garanzia che la persona già giudicata in via definitiva in un processo penale non possa trovarsi imputata per il medesimo fatto storico, e ripudiano l'intorbidamento della valutazione comparativa in forza di considerazioni sottratte alla certezza della dimensione empirica, così come accertata nel primo giudizio. Le sempre opinabili considerazioni sugli interessi tutelati dalle norme incriminatrici, sui beni giuridici offesi, sulla natura giuridica dell'evento, sulle implicazioni penalistiche del fatto e su quant'altro concerne i diversi reati, oggetto dei successivi giudizi, non si confanno alla garanzia costituzionale e convenzionale del *ne bis in idem* e sono estranee al nostro ordinamento» (Corte cost., sent. 21 luglio 2016, n. 200, in *Dir. pen. cont.*,

bis in idem, posto che l'indagine finisce inevitabilmente per addentrarsi nella giungla dommatico-interpretativa che caratterizza il dibattito sulla definizione dei criteri utili a orientare l'alternativa tra concorso formale di reati e concorso apparente di norme⁸⁷⁸. In particolare, la possibilità di applicare anche in tale contesto la declinazione storico-naturalistica dell'*idem* si scontra con la tradizionale impostazione monistica patrocinata dalla giurisprudenza di legittimità che, riconoscendo “dignità” operativa al solo criterio di cui all'art. 15 c.p.⁸⁷⁹, risulta fedelmente ancorata – nonostante alcune possibili aperture verso l'assunzione di un parametro di riferimento costituito dal “fatto concreto”⁸⁸⁰ – ad un giudizio di specialità condotto in astratto, quale criterio logico-formale che impone un confronto tra gli elementi costitutivi delle due fattispecie legali

24 luglio 2016, con nota di ZIRULIA S., *Ne bis in idem: la Consulta dichiara l'illegittimità dell'art. 649 c.p.p. nell'interpretazione datane dal diritto vivente italiano (ma il processo Eternit bis prosegue)*, 24 luglio 2016; in *Giur. it.*, 2016, p. 2240 ss., con nota di CALÒ R., *La dimensione costituzionale del divieto di doppio processo*; in *Cass. pen.*, 2017, fasc. 1, 78 ss. con nota di FERRUA P., *La sentenza costituzionale sul caso Eternit: il ne bis in idem tra diritto vigente e diritto vivente*; in *Dir. pen. proc.*, 2016, 1588 ss., con nota di PULITANÒ D., “Ne bis in idem”. *Novità dalla Corte costituzionale e problemi aperti*. Per una ricostruzione dell'evoluzione giurisprudenziale interna in tema di *idem*, v. GALANTINI M.N., *Il 'fatto' nella prospettiva di divieto doppio giudizio*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 2015, p. 1205 ss.; nonché RIVELLO, *La nozione di 'fatto'*, cit., p. 1410.

⁸⁷⁸ Cfr. MAZZACUVA, *Le pene nascoste*, cit., p. 304.

⁸⁷⁹ Per tutte, Cass., sez. un., 23 febbraio 2017, n. 20664, in *Cass. pen.*, 2017, fasc. 7-8, p. 2646 ss., con nota di MADIA N., *I rapporti tra i reati di malversazione in danno dello Stato e truffa aggravata per il conseguimento di erogazioni pubbliche al vaglio delle Sezioni Unite*; in *Riv. pen.*, 2017, fasc. 9, p. 741 ss., con nota di VARTOLO V., *Truffa aggravata per il conseguimento di erogazioni pubbliche e malversazioni in danno dello Stato: la pronuncia delle SS. UU. n. 20664/17*, ove la Corte ha espressamente stabilito che «nella materia del concorso apparente di norme non operano criteri valutativi diversi da quello di specialità previsto dall'art.15 c.p., che si fonda sulla comparazione della struttura astratta delle fattispecie, al fine di apprezzare l'implicita valutazione di correlazione tra le norme, effettuata dal legislatore».

⁸⁸⁰ Cass., UFF. DEL MASSIMARIO PENALE, *Considerazioni sul principio del ne bis in idem nella recente giurisprudenza europea: la sentenza 4 marzo 2014, Grande Stevens e altri contro Italia, Relazione*, 8 maggio 2014, p. 14, ove, prendendo le mosse dagli approdi interpretativi raggiunti dalla Corte Edu nel caso *Grande Stevens* (su cui *infra*) si osserva che l'affermazione della concezione storico-naturalistica dell'*idem factum*, laddove «riferita al concetto di specialità, quasi a volerlo ampliare e declinare in modo sempre più collegato ad una verifica “in concreto”, e non “in astratto” nel confronto tra fattispecie tipiche, con una prospettiva che, in tal caso, aprirebbe spazi di dissonanza rispetto ai canoni interpretativi ordinariamente accolti dalla giurisprudenza costituzionale interna e da quella anche recente delle Sezioni unite della Corte di cassazione». Cfr. peraltro Cass., sez. un., 22 giugno 2017, n. 41588, in *Dir. pen. cont.*, 21 novembre 2017, con nota di SIBILIO D., *Le Sezioni Unite escludono il concorso tra i reati di porto illegale in luogo pubblico di arma comune da sparo e di porto in luogo pubblico di arma clandestina*; nonché *ivi*, 2017, fasc. 11, p. 178 ss., con nota di SERRA G., *Le Sezioni Unite e il concorso apparente di norme, tra considerazioni tradizionali e nuovi spunti interpretativi*, dove il giudice della nomofiliachia, nell'escludere la sussistenza di un concorso formale tra i reati esaminati, pur muovendo dalla tradizionale impostazione monista, fondata sul parametro della specialità in astratto, ha sviluppato un percorso argomentativo nel quale compaiono diversi riferimenti alla tesi dell'*idem factum* sviluppata in relazione al *ne bis in idem* processuale (cfr. le interessanti considerazioni sul punto svolte da SILVA, *Sistema punitivo*, cit., p. 222-223).

astratte⁸⁸¹. Del resto, non può stupire più di tanto la difficoltà di creare un “ponte” tra accezione processuale e dimensione sostanziale del divieto per il tramite dell’estensione, alla seconda, della nozione di *idem factum* elaborata in relazione alla prima: infatti, il «problema del concorso “apparente” attiene alla teoria della norma e riguarda, appunto, i rapporti tra norme che devono essere analizzati e risolti esclusivamente sul piano normativo»⁸⁸².

Ciò sinteticamente premesso in relazione ai rapporti “interni” tra le due accezioni del *ne bis in idem*, occorre soffermare l’attenzione – pur ancora per brevi cenni – sull’ambito di operatività “esterna” del principio, in particolare esaminando due distinte direttrici di sviluppo: la prima, di rilievo *intra-ordinamentale*; la seconda di portata invece *inter-ordinamentale*.

Innanzitutto, premesso che il principio del *ne bis in idem* – sia nella variante sostanziale che nella dimensione processuale – costituisce un canone tipicamente riferibile all’area della sola giustizia penale *formalmente* intesa, sorge il dubbio se lo stesso possa estendersi sino a coprire anche le sanzioni amministrative c.d. punitive.

Ebbene, anticipando sin da ora che le innovazioni più dirompendi – di matrice euro-convenzionale – che hanno recentemente interessato il divieto del *bis in idem*, scaturiscono proprio dalle interferenze generate dalla sovrapposizione *in idem* di illeciti penali e di illeciti (formalmente) amministrativi – interferenze che trova proprio nella materia del *market abuse* si manifestano nel modo più eclatante –, può in questa fase della trattazione limitarsi a osservare che la risoluzione del problema del concorso apparente tra fattispecie, nominalmente appartenenti a comparti punitivi differenti, è stata affidata dal legislatore nazionale – pur a fronte delle perplessità sollevate dalla dottrina⁸⁸³ – al criterio di specialità di cui alla disposizione “generale” dell’art. 9, l. n. 689/1981. Per contro, non sono presenti nell’ordinamento fattispecie di analogo tenore volte a risolvere l’ipotesi di parallela apertura (o prosecuzione) di due procedimenti, uno avanti all’Autorità giudiziaria, l’altro dinanzi all’Autorità amministrativa: anzi, per contro sono talora previste, nei diversi comparti normativi caratterizzati da una convergenza di sanzioni penali e sanzioni amministrative, disposizioni che specificamente escludono la sospensione di un versante processuale, in attesa che venga definito il secondo⁸⁸⁴.

⁸⁸¹ Cfr. ROMANO, sub *art. 15*, cit., p. 175.

⁸⁸² SILVA, *op. ult. cit.*, p. 224. Sul punto, cfr. anche MAZZACUVA, *Le pene nascoste*, cit., p. 305-307.

⁸⁸³ V. in particolare PICA G., *I rapporti tra illecito penale ed amministrativo alla luce dell’art. 9 l. 24 novembre 1981, n. 689: spunti critici e profili di incostituzionalità*, in *Giust. pen.*, 1985, II, p. 367 ss. Per approfondimenti sul punto, oltre che per i necessari spunti bibliografici, v. SILVA, *Sistema punitivo*, cit., p. 234 ss.

⁸⁸⁴ Si pensi alla materia degli illeciti tributari, dove l’art. 20, d.lgs. n. 74/2000, espressamente stabilisce che «Il procedimento amministrativo di accertamento ed il processo tributario non possono essere sospesi per la pendenza del procedimento penale avente ad oggetto i medesimi fatti o fatti dal cui accertamento comunque dipende la relativa definizione». Oppure, rimanendo nell’ambito del *market abuse*, si pensi all’art. 187-*duodecies* t.u.f., a mente del quale «Il procedimento amministrativo di accertamento e il procedimento di opposizione di cui all’articolo 187-*septies* non possono essere sospesi

Il problema dell'ambito di operatività "esterna" del *ne bis in idem* si manifesta inoltre nella prospettiva *inter-ordinamentale*. Trattasi di un profilo che non solleva particolari difficoltà, quanto meno ai fini che interessano la presente ricerca: il principio del *ne bis in idem* – in specie quello *processuale* – ha un rilievo eminentemente *nazionale*. La preclusione sancita dall'art. 649 c.p.p. riguarda esclusivamente il giudicato *interno*, mentre non esplica alcuna efficacia nel senso di impedire l'apertura di un "nuovo" procedimento penale, a livello domestico, nei confronti di chi, per quel medesimo fatto storico, sia già stato condannato o prosciolto con sentenza definitiva pronunciata da un'Autorità giudiziaria straniera.

3. Il ne bis in idem nella Convenzione Europea dei Diritti dell'Uomo e nel framework normativo dell'Unione europea.

Il brocardo *ne bis in idem*, nella sua più semplice e minimale accezione di divieto di doppia incriminazione, costituisce un principio generale del diritto penale e, in termini ancora più ampi, un canone di civiltà giuridica che – pur senza costituire una *regola generale di diritto internazionale*⁸⁸⁵ – ciò nondimeno trova cittadinanza in plurimi trattati internazionali dei diritti umani.

Se già l'espressa previsione del *ne bis in idem* all'interno dell'art. 14, par. 7, del Patto internazionale sui diritti civili e politici⁸⁸⁶, aveva segnato l'evoluzione del principio, trasformandolo da "semplice" canone interno di giustizia equitativa a diritto fondamentale dell'individuo, di rilievo cruciale – attesa la centralità rivestita dall'istituto nella recente giurisprudenza della Corte di Strasburgo – si è rivelata l'implementazione del *ne bis in idem* all'interno della Convenzione Europea dei Diritti dell'Uomo, mediante l'introduzione – quale autentico corollario del principio del "giusto processo" di cui all'art. 6⁸⁸⁷ – dell'art. 4, Prot. VII, approvato nel 1984⁸⁸⁸.

per la pendenza del procedimento penale avente ad oggetto i medesimi fatti o fatti dal cui accertamento dipende la relativa definizione».

⁸⁸⁵ VERVAELE J.A.E., *Ne bis in idem: verso un principio costituzionale transnazionale in UE*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 2014, fasc. 1, p. 37. Nello stesso senso, evidenziando le variazioni tonali che il principio assume nei diversi ordinamenti nazionali, già CHIAVARIO M., *La compatibilità del bis in idem previsto dall'art. 11 comma primo c.p. con il "diritto internazionale generalmente riconosciuto"*, in *Giur. cost.*, 1967, I, p. 307 (nota a Corte cost., sent. 18 aprile 1967, n. 48).

⁸⁸⁶ A mente del quale «Nessuno può essere sottoposto a nuovo giudizio o a nuova pena, per un reato per il quale sia stato già assolto o condannato con sentenza definitiva in conformità al diritto e alla procedura penale di ciascun paese».

⁸⁸⁷ ASTARITA, voce *Ne bis in idem*, cit., p. 733.

⁸⁸⁸ Recita il comma 1 del citato art. 4, Prot. VII, Cedu, che «Nessuno potrà essere perseguito o condannato penalmente dalla giurisdizione dello stesso Stato per un'infrazione per cui è già stato scagionato o condannato a seguito di una sentenza definitiva conforme alla legge ed alla procedura penale di tale Stato».

Posto che l'analisi dell'impetuosa evoluzione interpretativa maturata sulla garanzia del *ne bis in idem* convenzionale, costituisce oggetto di specifico approfondimento nei successivi paragrafi, pare opportuno – a questo punto della trattazione – limitare l'esposizione a pochi, brevi, cenni, sufficienti a fornire un primo profilo della garanzia in esame.

Preme in particolare evidenziare, innanzitutto, che il divieto del *bis in idem* è caratterizzato dall'assolutezza della sua cogenza, nel senso che – salva l'ipotesi di riapertura del procedimento⁸⁸⁹ – non sono ammesse deroghe ai sensi dell'art. 15 della Convenzione⁸⁹⁰.

Con riguardo al perimetro applicativo dello stesso, la nozione di reato deve essere intesa alla luce del significato attribuito dalla Corte di Strasburgo al concetto di “materia penale” che, a sua volta, costituisce una – se non la principale – delle c.d. nozioni autonome⁸⁹¹ elaborate dalla Corte stessa: sul tema vi sarà modo di soffermarsi diffusamente *infra*.

Sempre in via di prima approssimazione, può evidenziarsi come la Corte – all'esito di alcuni oscillamenti interpretativi⁸⁹² – ha infine optato per la concezione storico-naturalistica del «fatto»: la particella *idem* è pacificamente intesa dalla Corte (in sintonia, pertanto, rispetto all'ermeneusi patrocinata sia dalla Corte di Cassazione, sia dalla Corte costituzionale) come riferita al “medesimo fatto storicamente e naturalisticamente definito”⁸⁹³.

⁸⁸⁹ A differenza di quanto previsto dall'art. 14 del Patto internazionale, che non contempla eccezioni, il capoverso dell'art. 4 stabilisce espressamente che «Le disposizioni di cui al paragrafo precedente non impediranno la riapertura del processo, conformemente alla legge ed alla procedura penale dello Stato interessato, se dei fatti nuovi o degli elementi nuovi o un vizio fondamentale nella procedura antecedente avrebbero potuto condizionare l'esito del caso».

⁸⁹⁰ Dispone in particolare l'art. 15 citato che le Alte Parti contraenti possono adottare, in caso di guerra o in caso di altro pericolo pubblico che minacci la vita della nazione, delle misure in deroga agli obblighi previsti dalla Convenzione, nella stretta misura in cui la situazione lo richieda e a condizione che tali misure non siano in conflitto con gli altri obblighi derivanti dal diritto internazionale. Per un'analisi della disposizione e dei suoi limiti applicativi, v. ZAGREBELSKY V.-CHENAL R.-TOMASIL., *Manuale dei diritti fondamentali in Europa*, II ed., Bologna, 2019, p. 136-139.

⁸⁹¹ Allo scopo di assicurare l'uniformità dell'interpretazione – e quindi dell'applicazione – della Convenzione tra i diversi Stati firmatari, la Corte di Strasburgo – nella sua qualità di interprete “unico” della Convenzione (art. 32) – ha elaborato una serie di nozioni “autonome”, ossia svincolate dalle parallele qualificazioni o nozioni elaborate da parte dei singoli Stati (cfr. Corte Edu, 15 dicembre 2015, *Schatschaschwili c. Germania*, § 108). Tali nozioni “autonome”, oltre a consentire un'applicazione coerente della Convenzione all'interno di ogni Stato, evita altresì il rischio che, tramite l'utilizzo di nozioni o qualificazioni interne particolarmente “accorte”, il singolo Stato possa eludere le garanzie convenzionali: rischio che si è manifestato proprio in punto a distinzione tra ciò che è “materia penale” e ciò che non lo è, in quanto solo la riconduzione di un istituto o di una sanzione all'interno del perimetro della “materia penale” reca con sé l'attivazione delle garanzie di cui agli artt. 6, 7, 4 Prot. VII, Cedu.

⁸⁹² Cfr. *Zolotoukhine c. Russia*, cit., §§ 70-77.

⁸⁹³ Richiamando le parole usate dalla Corte nella fondamentale sentenza *Zolotoukhine c. Russia*, cit., § 82: «*the view that Article 4 of Protocol No. 7 must be understood as prohibiting the prosecution or trial of a second “offence” in so far as it arises from identical facts or facts which are substantially the same*».

Per quanto rapidissima, la ricognizione dei tratti essenziali della garanzia non potrebbe dirsi completa laddove non si evidenziasse un dato essenziale: il principio convenzionale del *ne bis in idem* “si attiva” (nei termini precisati *infra*) solamente laddove uno dei due procedimenti *in idem*, a carico della medesima persona, si sia concluso con una sentenza (o, più genericamente, con un *provvedimento*) definitivo. In altri termini, la semplice *litispendenza* fuoriesce dallo spettro applicativo della garanzia.

Un rapido sguardo alle disposizioni pattizie citate rende evidente come la garanzia individuale del *ne bis in idem* sia stata concepita, per un verso, in una prospettiva eminentemente *processuale*⁸⁹⁴ (sebbene la sua applicazione giurisprudenziale concreta – da parte della Corte Edu – abbia spesso finito per “sconfinare” sul terreno della variante *sostanziale* della garanzia, affrontando il tema della sovrapposizione di illeciti e sanzioni *eterogenee* sul medesimo fatto⁸⁹⁵) e, per altro verso, con un *range* operativo limitato alla dimensione esclusivamente *domestica*⁸⁹⁶, di talché la garanzia di cui all’art. 4 – ma il ragionamento può essere esteso anche all’omologo principio di cui all’art. 14 del Patto internazionale – «non vieta ad un altro Stato – firmatario della CEDU o terzo – di perseguire il soggetto per gli stessi fatti per cui è già intervenuta sentenza definitiva in altro Stato firmatario o terzo»⁸⁹⁷.

⁸⁹⁴ RANALDI G.-GAITO F., *Introduzione allo studio dei rapporti tra ne bis in idem sostanziale e processuale*, in *Arch. pen.*, 2017, fasc. 1, p.5

⁸⁹⁵ NICOSIA E., *Convenzione europea dei diritti dell’uomo e diritto penale*, Torino, 2006, p. 88

⁸⁹⁶ Qualora il tenore dell’art. 4, Prot. VII, non fosse sufficientemente esplicito («Nessuno potrà essere perseguito o condannato penalmente dalla giurisdizione dello stesso Stato [...]»), il Rapporto esplicativo del Protocollo VII, evidenzia chiaramente che «*The words "under the jurisdiction of the same State" limit the application of the article to the national level. Several other Council of Europe conventions, including the European Convention on Extradition (1957), the European Convention on the International Validity of Criminal Judgments (1970) and the European Convention on the Transfer of Proceedings in Criminal Matters (1972), govern the application of the principle at international level*». Alcune delle convenzioni citate – adottate nel contesto del Consiglio d’Europa – contengono peraltro dei riferimenti al *ne bis in idem* quale cardine essenziale per la cooperazione giudiziaria in materia penale. Nella prospettiva della cooperazione giudiziaria, il *ne bis in idem* viene concepito non come diritto dell’individuo, bensì come un *motivo di rifiuto* (l’art. 9 della Convenzione europea di estradizione del 13 dicembre 1957 contempla casi di rifiuto obbligatorio, mentre il precedente art. 8 casi di rifiuto facoltativo; gli artt. 53-57, Convenzione europea sulla validità internazionale dei giudizi repressivi, del 1970, e gli artt. 35-37 della Convenzione europea sul trasferimento dei procedimenti penali del 1972, dove il motivo di rifiuto è obbligatorio; l’art. 18 della Convenzione europea sul riciclaggio, la ricerca, il sequestro e la confisca dei proventi di reato del 1990, contiene, infine, casi di rifiuto facoltativo). Pare da condividersi l’osservazione di quanti evidenziano come il «cosiddetto principio del *ne bis in idem* internazionale non offre all’individuo una protezione internazionale o transnazionale», posto che «il diritto internazionale pubblico di fatto impone solo obblighi relativi al diritto nazionale o condiziona la cooperazione tra gli ordinamenti [...] senza introdurre alcun diritto al *ne bis in idem* di natura regionale o transnazionale» (VERVAELE, *Ne bis in idem*, cit., p. 44).

⁸⁹⁷ ALLEGREZZA S., sub art 4, *Protocollo n. 7*, in BARTOLE S.-DE SENA P.-ZAGREBELSKY V. (a cura di), *Commentario breve alla Convenzione europea dei diritti dell’uomo*, Padova, 2012, p. 896.

La dimensione *transnazionale* (meglio, *sovranazionale*) del *ne bis in idem* ha invece trovato riconoscimento nel contesto della c.d. *Piccola Europa*.

Sul versante comunitario, l'emersione del *ne bis in idem* è avvenuta in via gradata e frammentata, nel solco di quel più generale *trend* di progressiva estensione dell'area di intervento delle Comunità europee che, partendo dai ristretti confini tracciati dalla "vocazione" eminentemente economica che aveva orientato la nascita e lo sviluppo del progetto europeo, si è nel tempo ampliata sino a lambire e a ricomprendere anche la materia dei diritti fondamentali.

In particolare, dopo alcune prime apparizioni nella giurisprudenza europea formatasi nel settore della concorrenza – peraltro estremamente interessanti in quanto, nel fare riferimento a un generale *Anrechnungsprinzip*⁸⁹⁸, finivano per patrocinare una visione "sostanzialistica" del *ne bis in idem*, antesignana rispetto a quella che avrebbe poi trovato fondamentale affermazione in materia di abusi di mercato⁸⁹⁹ – è all'interno del c.d. Terzo pilastro (relativo alle competenze dell'Unione in materia di giustizia e affari interni) che vengono gettate le basi per l'affermazione di un divieto di *bis in idem* di portata transnazionale. All'interno dell'art. 54⁹⁰⁰ della Convenzione intergovernativa di applicazione dell'accordo di Schengen del 1985 (c.d. C.A.A.S.), stipulata nel 1990, il principio del *ne bis in idem* trova infatti una fondamentale declinazione come un diritto dell'individuo e, pur tenendo conto, da un lato, che la Convenzione rappresenta uno strumento di cooperazione intergovernativa e, dall'altro, che gli Stati avrebbero potuto attivare il meccanismo di cui all'art. 55 per limitare l'operatività del divieto, il citato art. 54 ha cionondimeno costituito un "pilastro" convenzionale di centrale

⁸⁹⁸ Cfr. in particolare, CGUE, 13 febbraio 1969, *Wilhelm c. Bundeskartellamt*, dove la Corte, pur ritenendo conforme al Reg. n. 17/1962 la possibilità che il medesimo soggetto potesse essere destinatario sia di sanzioni irrogate dallo Stato, sia da quelle (amministrative) applicate dalla Commissione europea, in quanto afferenti a diversi ambiti applicativi («La possibilità di un cumulo di sanzioni non è tale da escludere l'eventualità di due procedimenti paralleli che perseguono scopi distinti. Ferme restando le condizioni e i limiti della soluzione data alla prima questione, l'ammissibilità di un duplice procedimento si desume dal sistema specifico di ripartizione delle competenze tra Comunità e Stati membri nel campo delle intese». aveva tuttavia precisato che se «tuttavia la possibilità di un duplice procedimento dovesse implicare una doppia sanzione, un'esigenza generale di equità, che del resto trova espressione all'articolo 90, n. 2, ultima parte, del trattato CECA, implica che si tenga conto, nel determinare la sanzione, delle decisioni repressive anteriori».

⁸⁹⁹ Nella sentenza *Aalborg Portland and Other v. Commission* (CGUE, 7 gennaio 2004, Causa C-204/00 P (cause riunite C-204/00 P, C-205/00 P, C-211/00 P, C-213/00 P, C-217/00 P, C-219/00 P), § 338, la Corte sostiene come l'applicazione del principio del *ne bis in idem* «[...]è soggetta ad una triplice condizione di identità dei fatti, di unità del contravventore e di unità dell'interesse giuridico tutelato. Tale principio vieta quindi di sanzionare lo stesso soggetto più di una volta per un medesimo comportamento illecito, al fine di tutelare lo stesso bene giuridico».

⁹⁰⁰ A mente del quale «Una persona che sia stata giudicata con sentenza definitiva in una Parte contraente non può essere sottoposta ad un procedimento penale per i medesimi fatti in un'altra Parte contraente a condizione che, in caso di condanna, la pena sia stata eseguita o sia effettivamente in corso di esecuzione attualmente o, secondo la legge dello Stato contraente di condanna, non possa più essere eseguita».

importanza per il successivo riconoscimento del canone del *ne bis in idem* quale diritto fondamentale nel diritto dell'Unione.

Passaggio che avvenne, dapprima, con l'implementazione – prevista dal Protocollo 19 annesso al Trattato di Amsterdam – degli Accordi di Schengen all'interno del diritto dell'Unione⁹⁰¹ e, soprattutto, con l'*upgradation* – prevista dal Trattato di Lisbona – della Carta dei diritti fondamentali dell'Unione europea (di seguito, Carta di Nizza o CDFUE) allo stesso rango dei Trattati istitutivi: per tale via, il divieto del *bis in idem*, sancito dall'art. 50 della Carta, è divenuto a pieno titolo un diritto fondamentale *vincolante* a livello europeo, in quanto dotato di quell'efficacia diretta negli ordinamenti nazionali in virtù della quale, in caso di contrasto tra il principio e una normativa interna, la seconda costituirà oggetto di *disapplicazione* da parte del giudice nazionale⁹⁰².

Tenuto conto che, così come la morfologia del *ne bis in idem* convenzionale è stata plasmata e ritoccata dalla Corte di Strasburgo, così anche la versione eurolunitaria della garanzia è stata oggetto di plurimi interventi da parte della Corte di Giustizia, al punto che conviene dedicare a ciascuno dei due temi uno spazio specifico (v. *infra*), pare opportuno seguire l'impostazione poc'anzi adottata per la disamina dell'art. 4, Prot. VII, Cedu e, di conseguenza, limitare l'esposizione dell'art. 50 CDFUE a poche, essenziali, battute.

Innanzitutto, a differenza dell'omonima garanzia convenzionale, il divieto del *bis in idem* eurolunitario ha portata *sia* "nazionale", *sia* "comunitaria"⁹⁰³: la garanzia in esso sancita opera pertanto non solo con riguardo a doppie incriminazioni che possano verificarsi all'interno del medesimo contesto ordinamentale, ma altresì nel caso di

⁹⁰¹ Come evidenziato in dottrina, l'integrazione degli Accordi di Schengen avvenne *tout court*, nel senso che, né il Protocollo 19, né la decisione del Consiglio sull'assorbimento degli Accordi stessi, conteneva alcun riferimento ai limiti di operatività del divieto sanciti dall'art. 55 CAAS: «il risultato fu che il *ne bis in idem* di Schengen [...] si trasformò in un principio generale, valido a livello transnazionale per tutta l'Unione nel campo della giustizia e degli affari interni (terzo pilastro) [...]» (VERVAELE, *Ne bis in idem*, cit., p. 48).

⁹⁰² Cfr. CGUE, 26 febbraio 2013, *Åklagaren c. Hans Åkerberg Fransson*, C-617/10, § 45: «Per quanto riguarda poi le conseguenze che il giudice nazionale deve trarre da un conflitto tra disposizioni del proprio diritto interno e diritti garantiti dalla Carta, secondo una costante giurisprudenza il giudice nazionale incaricato di applicare, nell'ambito della propria competenza, le norme di diritto dell'Unione ha l'obbligo di garantire la piena efficacia di tali norme, disapplicando all'occorrenza, di propria iniziativa, qualsiasi disposizione contrastante della legislazione nazionale, anche posteriore, senza doverne chiedere o attendere la previa rimozione in via legislativa o mediante qualsiasi altro procedimento costituzionale». Il punto è chiarito, in termini ancor più espliciti, dalla recente sentenza CGUE, 20 marzo 2018, *Garlsson Real Estate SA, Stefano Ricucci, Magiste International SA c. Commissione Nazionale per le Società e la Borsa*, C-537/16, §§ 67-68, ove la Corte, dopo aver evidenziato che, proprio nella citata sentenza *Fransson* il Giudice dell'Unione «[...] ha già riconosciuto l'efficacia diretta dell'articolo 50 della Carta [...]», conclude nel senso «che il principio del *ne bis in idem* garantito dall'articolo 50 della Carta conferisce ai soggetti dell'ordinamento un diritto direttamente applicabile nell'ambito di una controversia come quella oggetto del procedimento principale».

⁹⁰³ Cfr. MANGIARACINA A., *Verso l'affermazione del ne bis in idem nello spazio giudiziario europeo*, in *Leg. pen.*, 2006, n. 4, p. 633; v. anche VERVAELE, *Ne bis in idem*, cit., p. 49

convergenza *in idem* di una seconda azione penale, esercitata da uno Stato membro, allorché il fatto fosse già stato oggetto di un procedimento penale – conclusosi – in *altro* Stato membro. Allo stesso modo, atteso che ai sensi dell'art. 51 CDFUE, le disposizioni della Carta «si applicano alle istituzioni, organi e organismi dell'Unione», il divieto del *ne bis in idem* opera anche, ad esempio, nei rapporti tra Commissione e Autorità nazionali in materia di concorrenza⁹⁰⁴.

Il principio eurounitario è tuttavia vincolato *ratione materie*: posto infatti che gli Stati (così come le Istituzioni dell'Unione) sono chiamati a rispettare i diritti stabiliti dalla Carta «nell'attuazione del diritto dell'Unione» (art. 51), giocoforza il *ne bis in idem* viene in rilievo allorché la doppia incriminazione intervenga in settori di “interesse” comunitario, ovvero, in altri termini, qualora la convergenza *in idem* di sanzioni sostanzialmente penali (su cui *infra*) si verifichi in un settore normativo che «rientra nell'ambito di applicazione del diritto dell'Unione»⁹⁰⁵.

In linea, infine, rispetto alle indicazioni convenzionali, la particella *idem* viene declinata anche dalla Corte di Giustizia secondo un'accezione storico-naturalistica⁹⁰⁶. Ovviamente, in tanto sussiste violazione del *ne bis in idem* in quanto la convergenza di sanzioni punitive *in idem* riguardi il *medesimo soggetto*: la lesione della garanzia eurounitaria pertanto non ricorre nell'ipotesi in cui i due procedimenti sanzionatori coinvolgano, rispettivamente, la persona fisica (in qualità di legale rappresentante) e la persona giuridica⁹⁰⁷.

4. Sanzioni amministrative, sanzioni penali, sanzioni punitive: la nozione di «materia penale».

Qualsivoglia approfondimento sul tema del c.d. doppio binario sanzionatorio in materia di *market abuse* non può prescindere da una riflessione – pur di carattere generale – sulla *vexata quaestio* concernente il *discrimen* tra sanzioni amministrative e sanzioni penali.

Scontata la riconducibilità tanto delle le sanzioni amministrative, quanto delle sanzioni penali, all'interno della macro-categoria definitoria delle c.d. *sanzioni giuridiche*⁹⁰⁸, dalla quale esulano invece sia le misure a carattere favorevole e

⁹⁰⁴ Con specifico riguardo ai profili applicativi del *ne bis in idem* in materia di concorrenza, v. NAZZINI R., *Parallel Proceedings in EU Competition Law: Ne Bis In Idem as a Limiting Principle*, in VAN BOCKEL B. (a cura di), *Ne Bis in Idem in EU Law*, Cambridge, 2018, p. 131 ss.

⁹⁰⁵ CGUE, *Fransson*, cit., § 21.

⁹⁰⁶ CGUE, *Garlsson*, cit., § 44.

⁹⁰⁷ V. sul punto CGUE, 5 aprile 2017, *Orsi e Baldetti*, C-217/15 e C-350/15, in *Dir. pen. cont.*, 10 aprile 2017, con nota di SCOLETTA M., *Ne bis in idem e doppio binario in materia tributaria: legittimo sanzionare la società e punire il rappresentante legale per lo stesso fatto*, in *Dir. pen. cont.*, 2017, fasc. 4, p. 333 ss.

⁹⁰⁸ Con tale locuzione intendendosi – in una prospettiva che tenga conto della sola dimensione puramente strutturale – ogni «misura svantaggiosa (negativa) prevista dall'ordinamento in risposta (reazione) alla

incentivante per il destinatario, sia quelle a configurazione strettamente preventiva e dirette a evitare la realizzazione del comportamento vietato, occorre innanzitutto evidenziare l'inadeguatezza operativa sia di approcci distintivi di carattere "sostanziale" – tesi cioè a identificare una specifica *natura del fatto illecito*, tale da renderlo *ontologicamente* sanzionabile in via penale⁹⁰⁹ – sia di impostazioni che, pur spostando il *focus* dall'*illecito* alla *sanzione*, risultano *formalisticamente* vincolate all'indicazione dell'art. 17 c.p. – sicché costituirebbe "pena" solo quella sanzione che sia qualificata come tale dal legislatore⁹¹⁰.

E' sul versante della proiezione teleologica – della *funzione* della sanzione – che, per contro, sembra possibile imbastire con maggiore proficuità un'indagine tesa a distinguere le sanzioni penali dalle sanzioni amministrative. Se è vero che entrambe le tipologie sanzionatorie – in quanto integranti delle sanzioni in senso stretto – presentano un contenuto *afflittivo* «consistente cioè nell'inflizione di un male in risposta alla contravvenzione di un precetto giuridico»⁹¹¹ (da distinguersi dunque dalle sanzioni "in senso lato", che ricomprende anche quegli istituti caratterizzata dal perseguimento di uno scopo *riparatorio* o *ripristinatorio* rispetto alla situazione *quo*

consumazione di un illecito»: SANDULLI M.A., *Sanzioni amministrative*, in *Enc. giur. Treccani*, XXVIII, Roma, 1992, 2; si vedano i numerosi riferimenti bibliografici ivi segnalati.

⁹⁰⁹ Senza attendersi sulle teorie che individuavano un criterio distintivo sulla *natura* della regola violata (a mente delle quali l'intervento penalistico dovrebbe essere relegato ai soli casi di fatti lesivi di una regola di "cultura", lasciando per contro alla sanzione amministrativa tutte le altre ipotesi: cfr. CADOPPI A., *Il reato omissivo proprio*, Padova, 1988, p. 673 ss.; VASSALLI G., voce *Nullum crimen sine lege*, in *Dig. disc. pen.*, VIII, Torino, 1994, p. 499 ss.), o sulle teorie c.d. sociologiche-istituzionali di matrice anglosassone (cfr. WELLS C.-QUICK O., *Reconstructing Criminal Law*, IV ed., Cambridge, 2010, p. 12 ss.), fondamentali risultano le riflessioni che muovono dall'analisi dell'oggetto di tutela per ricostruire il reato come illecito a presidio di bene giuridici, eventualmente di rango solo costituzionale (BRICOLA F., voce *Teoria generale del reato*, in *Noviss. dig. it.*, XIX, Torino, 1973, *passim*). Per una critica a tale impostazione (in particolare alla teoria del *Rechtsgutsbegriff*), cfr. FIANDACA G., *Il "bene giuridico" come problema teorico e come criterio di politica criminale*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 1982, p. 73 ss. Del resto, la non attualità delle tesi "sostanzialistiche" emerge laddove si consideri l'espansione dell'area di intervento amministrativa in settori normativi, in precedenza oggetto di attenzione penalistica: la depenalizzazione è indice della circostanza che il legislatore ha inteso affidare alle stesse sanzioni amministrative quella funzione di tutela di beni giuridici della collettività che, in precedenza, era di competenza esclusiva delle sanzioni penali. Come scrive SANDULLI, voce *Sanzione*, cit., p. 4, «le sanzioni amministrative [...] si caratterizzano invero rispetto a queste seconde [quelle penali] per esprimere (generalmente nell'esercizio della stessa potestà di autotutela amministrativa) la riprovazione, nell'ambito dell'ordine giuridico amministrativo, di un'inosservanza di un dovere imposto al privato a garanzia di questo».

⁹¹⁰ Nella folta schiera dei sostenitori di questa impostazione, cfr., *ex multis*, CASETTA E., *Illecito penale e illecito amministrativo*, in AA.VV., *Le sanzioni amministrative*, Milano, 1982, p. 49; DELITALA G., voce *Diritto penale*, in *Enc. dir.*, XII, Milano, 1964, p. 1095 ss.; NUVOLONE P., voce *Pena (dir. pen.)*, *ivi*, XXXII, Milano, 1982, p. 788. L'approccio formalistico trova peraltro ampio riscontro nella manualistica: cfr., per esempio, MANTOVANI F., *Diritto penale – Parte generale*, VIII ed., Padova, 2013, XXIV, nonché MARINUCCI G.-DOLCINI E., *Manuale di diritto penale – Parte generale*, VI ed., Milano, 2017, p. 183 ss.

⁹¹¹ SANDULLI, *op. loc. cit.*

*ante*⁹¹²), solamente la sanzione penale mira alla *punizione* e al correlato effetto della “risocializzazione” o della “rieducazione”, laddove la sanzione (puramente) amministrativa presenta un effetto monitorio inquadabile nel concetto di *prevenzione*.

Il discorso è assai più complesso di quanto qui sinteticamente e (assai) semplicisticamente riferito⁹¹³, tuttavia ciò che preme evidenziare in questa sede è che proprio la valorizzazione del criterio teleologico si pone a fondamento di quell’impetuoso “moto interpretativo” della Corte di Strasburgo che ha condotto ad un graduale ampliamento operativo della nozione autonoma di «materia penale».

È necessario, a questo punto, fare un piccolo passo indietro.

Seguendo un criterio ermeneutico *antiformalistico* e *sostanzialistico*, la Corte di Strasburgo ha da tempo elaborato delle nozioni autonome di “legge”, di “pena” e di “materia penale”, differenti rispetto a quelle che possono trovare riconoscimento nei singoli ordinamenti nazionali. Le ragioni sottese a tale orientamento interpretativo “autarchico” – come *supra* accennato⁹¹⁴ – sono duplici e tra loro connesse: per un verso, la Corte mira a garantire che l’applicazione dei diritti convenzionali poggi su un terreno nozionistico unitario, capace di adattarsi a tutte le 47 realtà nazionali in cui la Convenzione opera⁹¹⁵; per altro verso, l’individuazione di concetti autonomi ai fini dell’applicazione della Convenzione – plasmata dalla Corte stessa, unico organo deputato all’interpretazione dei diritti convenzionali (art. 32 Cedu) – evita che il rispetto dei diritti sanciti dalla Cedu possa essere eluso mediante accorte qualificazioni *formali* – ad opera dei legislatori nazionali – degli istituti giuridici interni.

L’anteposizione della sostanza rispetto alla forma⁹¹⁶ rappresenta il criterio ermeneutico mediante il quale la Corte Edu ha elaborato una nozione autonoma di “materia penale” capace di smascherare quei legislatori nazionali che, sotto il velo di una qualificazione *formale* di tipo *amministrativo*, celavano istituti *sostanzialmente* riconducibili alla materia penale stessa: ciò allo scopo di estendere a questi ultimi quel

⁹¹² BETTIOL G., *Diritto penale*, Padova, 1982, p. 713, il quale sostiene che, per quanto il concetto di sanzione giuridica possa ritenersi comprensivo non solo del *castigo*, ma anche della *ricompensa* e del *premio*, tuttavia una nozione “stretta” di sanzione giuridica ha nucleo fondante nell’idea del «castigo», che «suppone necessariamente la violazione di un obbligo, e quindi è la conseguenza di un’azione che tale obbligo ha violato».

⁹¹³ Si veda, per un’ampia e approfondita ricognizione sul tema, MAZZACUVA, *Le pene nascoste*, cit., *passim*.

⁹¹⁴ Cfr. par. 3.

⁹¹⁵ In tal senso chiaramente MANES V., *La lunga marcia della Convenzione europea ed i “nuovi” vincoli per l’ordinamento (e per il giudice) penale interno*, in MANES V.-ZAGREBELSKY V. (a cura di), *La Convenzione europea*, cit., p. 34 e pp. 37 s., il quale sottolinea come l’approccio sostanzialistico della Corte, specialmente nell’elaborazione della nozione autonoma di “materia penale”, si è rivelato essere «un formidabile e duttile strumento di armonizzazione indiretta che tende a rafforzare le garanzie sostanziali e procedurali negli ordinamenti degli Stati contraenti».

⁹¹⁶ Sul punto BERNARDI A., *Art. 7. “Nessuna pena senza legge”*, in BARTOLE S.-CONFORTI B.-RAIMONDI G. (a cura di), *Commentario alla Convenzione europea per la tutela dei diritti dell’uomo e delle libertà fondamentali*, Padova, 2001, p. 249 ss. Sul tema dei confini della materia penale, per tutti, MAZZACUVA, *Le pene nascoste*, cit., *passim*.

novero di garanzie fondamentali di matrice personalistica condensate negli artt. 6 (relativo al diritto all'equo processo) e 7 (rubricato «*Nulla poena sine lege*», nel quale trovano cittadinanza convenzionale il principio di legalità e di irretroattività delle fattispecie incriminatrici e delle pene), nonché quelle guarentigie fissate agli artt. 4 Protocollo 7 della Cedu (il quale stabilisce il divieto del *bis in idem*) e 2 (concernente il diritto di revisione del provvedimento di condanna, da parte di un'istanza giurisdizionale superiore, allorquando il destinatario sia stato imputato per un illecito penale).

Il *leading case* per la definizione dei criteri con cui la Corte perimetra l'area della "materia penale" è il caso *Engel c. Paesi Bassi*⁹¹⁷, nel quale vengono elencati i seguenti parametri: 1) la *qualificazione* dell'infrazione operata dall'ordinamento interno; 2) la *natura* dell'infrazione; 3) la *gravità* della sanzione; 4) lo *scopo* della sanzione⁹¹⁸.

Per quel che concerne il primo dei criteri ora indicati, esso è privo di una reale valenza selettiva, come la Corte stessa ha avuto modo di precisare: la qualificazione attribuita a un istituto dal legislatore nazionale è solo un punto di partenza, e tale indicazione ha «un valore solo formale e relativo»⁹¹⁹.

Quanto al secondo elemento – quello della natura dell'infrazione – viene a rilevare un doppio ordine di referenti. Il dato comparato, con ciò intendendosi una scansione trasversale tra gli ordinamenti nazionali, allo scopo di verificare qual è la natura giuridica di regola riconosciuta a quel dato istituto giuridico; e la struttura del precetto, in particolare verificando se quest'ultimo sia indirizzato o meno verso la collettività dei consociati e se, inoltre, persegue uno scopo preventivo oppure repressivo⁹²⁰.

Il criterio basato sulla gravità della sanzione è stato considerato in realtà poco affidabile dalla Corte Edu. Emblematico è in tal senso il caso *Oztürk*, dove la Corte ha negato che la modesta entità della sanzione pecuniaria, irrogata nei confronti del ricorrente, potesse avere carattere dirimente ai fini dell'esclusione della *Geldbusse*

⁹¹⁷ Corte Edu, *Engel e altri c. Paesi Bassi*, 8 giugno 1976, n. 5100/71, 5101/71, 5102/71, 5354/72, 5370/72.

⁹¹⁸ In talune ipotesi la Corte richiama anche la *procedura* di irrogazione della sanzione: cfr. *Welch c. Regno Unito*, 9 febbraio 1995, § 28.

⁹¹⁹ Ovviamente l'osservazione effettuata vale solo nel caso di qualificazioni domestiche operate, per così dire, "al ribasso": laddove sia lo stesso legislatore nazionale a indicare una determinata sanzione come penale, gli *Engel criteria* non vengono neppure in rilievo, dal momento che non vi è la necessità di smascherare alcuna "truffa delle etichette".

⁹²⁰ Corte Edu, *Lutz, Englert, Nolkenbockhoff c. Repubblica federale tedesca*, 25 agosto 1987, n. 9912/82.

dalla “materia penale”⁹²¹, mentre nel successivo caso *Lutz* ha affermato⁹²² che tale criterio può essere applicato in via alternativa rispetto a quello della natura della sanzione. Ancora, la stessa sanzione della limitazione della libertà personale – tradizionalmente considerata un tipico indice della rilevanza penale della materia⁹²³ – non sembra determinante: la Corte ha ad esempio ritenuto che una pena detentiva con un massimo edittale di tre mesi, irrogabile nel caso di mancato pagamento di una tassa, è solo «relativamente severa»⁹²⁴. In generale, la Corte ritiene opportuno valutare, più che la severità edittale di una sanzione, l’intensità afflittiva che l’applicazione concreta della stessa ha rivelato⁹²⁵.

L’ultimo parametro indicato, quello dello scopo della sanzione, costituisce la vera “stella polare” della verifica sostanzialistica con cui la Corte Edu tenta di separare ciò che è *matière pénale* da ciò che invece non lo è. La giurisprudenza di Strasburgo, proprio a partire dal citato caso *Oztürk*, ha infatti adottato una linea interpretativa ispirata al canone teleologico dello scopo perseguito dalla sanzione irrogata: al di là della formale qualificazione domestica di una misura, questa è “convenzionalmente” riconducibile alla materia penale – e alle garanzie a essa ricollegate – allorquando riveli un carattere repressivo-afflittivo, mentre non rientra all’interno della nozione autonoma così tracciata qualora svolga una funzione strettamente preventiva. È dunque nell’antitesi *punizione-prevenzione*, secondo la Corte, che corre il confine esterno della materia penale. Con un’avvertenza: spesso le due funzioni risultano ibridate all’interno della medesima configurazione normativa di un istituto, e tale “contaminazione” si

⁹²¹ Corte Edu, *Oztürk c. Germania*, cit. La vicenda che ha originato la controversia concerneva un cittadino turco, immigrato a Bad Rappenau, il quale aveva causato un incidente automobilistico, ed era stato conseguentemente sanzionato in via amministrativa al pagamento di 60 marchi. Oztürk fa opposizione alla *Geldbusse* e, nel corso del pubblico dibattimento, viene ascoltato per il tramite di un interprete; dopodiché, lascia cadere la causa, con conseguente raggiungimento del grado di definitività della sanzione amministrativa irrogata. In seguito, Oztürk viene chiamato a pagare le spese del procedimento, tra le quali compare la voce relativa all’onorario dell’interprete, per un ammontare complessivo di 90 marchi: Oztürk impugna la decisione, nella parte relativa alle spese d’interpretazione, allegando la violazione dell’art. 6, co. 3 della Cedu e, vistosi negare ragione sul punto, si rivolge alla Corte di Strasburgo.

⁹²² Corte Edu, *Oztürk c. Repubblica federale tedesca*, 21 febbraio 1984, n. 8544/79, in *Riv. it. dir. pen. proc.*, con nota di PALIERO C.E., “Materia penale” e illecito amministrativo secondo la Corte Europea dei Diritti dell’Uomo: una questione “classica” a una svolta radicale, 1985, p. 894 ss.

⁹²³ Cfr., a titolo d’esempio, CANESTRARI S.-CORNICCHIA L.-DE SIMONE G., *Manuale di diritto penale – Parte generale*, II ed., Bologna, 2017, p. 36; FIANDACA G.-MUSCO E., *Diritto penale – Parte generale*, VII ed., Bologna, 2014, p. 158; cit., p. 146; PADOVANI T., *Diritto penale*, X ed., Milano, 2012, p. 4. In termini particolarmente severi contro un eventuale riconoscimento della natura penale anche a sanzioni diverse da quelle di carattere detentivo, DONINI M., *Teoria del reato*, Padova, 1996, p. 4.

⁹²⁴ Corte Edu, 10 giugno 1996, *Benham c. Rouyame-Uni*. Sulla recessività del criterio cfr. MAZZACUVA F., *Confisca per equivalente come sanzione penale: verso un nuovo statuto garantistico*, in *Cass. pen.*, 2009, 9, pp. 3424-3425, nonché ID., *Le pene nascoste*, cit., p. 16-26.

⁹²⁵ Corte Edu, *Engel c. Paesi Bassi*, cit., § 82: «*In a society subscribing to the rule of law, there belong to the "criminal" sphere deprivations of liberty liable to be imposed as a punishment, except those which by their nature, duration or manner of execution cannot be appreciably detrimental*».

riverbera sulla stessa giurisprudenza di Strasburgo, tant'è che la Corte ha talvolta manifestato non poca incertezza nella riconduzione di taluni istituti (si pensi alle misure di prevenzione italiane) all'interno o al di fuori della «materia penale»⁹²⁶.

Questa giurisprudenza convenzionale «dello scopo»⁹²⁷ è maturata nell'ambito di una vicenda giudiziaria nella quale la discussione era incentrata sulla natura della *Geldbusse*, orbitante astrattamente attorno a uno dei due alternativi poli della sanzione penale o, come formalmente qualificata dal legislatore tedesco, della sanzione amministrativa. La Corte ha dunque applicato il proprio canone ermeneutico, sostanzialistico e autonomistico, per affrontare il complesso tema delle sanzioni punitive, locuzione all'interno della quale convergono tutte quelle misure aventi un comune carattere *afflittivo* – incidenti cioè in senso negativo sulla sfera giuridica del destinatario –, ma chiamate poi a perseguire una funzione concreta differente, di volta in volta riconducibile a uno scopo *restitutorio, preventivo o punitivo*.

Tra le molteplici aree di intervento legislativo a carattere formalmente *non penale* nelle quali la Corte Edu ha avuto modo di valutare se l'etichetta qualificatoria nazionale corrispondesse alla reale natura degli istituti volta a volta considerati⁹²⁸, senza dubbio

⁹²⁶ Cfr. MAZZACUVA, *Le pene nascoste*, cit., p. 31-31.

⁹²⁷ PALIERO, “*Materia penale*”, cit., p. 917.

⁹²⁸ Come noto, oltre al problema dello statuto normativo (e garantistico) delle misure di prevenzione – analizzato dalla Corte Edu nella celebre sentenza *De Tommaso c. Italia* (Corte Edu, Grande Camera, 23 febbraio 2017, *De Tommaso c. Italia*, in *Dir. pen. cont.*, 3 marzo 2017, con nota di VIGANÒ F., *La Corte di Strasburgo assesta un duro colpo alla disciplina italiana delle misure di prevenzione personali*, *ivi*, 2017, fasc. 3, p. 370 ss.) – è stata la materia delle confische ad aver costituito un terreno fondamentale per l'affinamento convenzionale dei requisiti affinché una data sanzione possa essere ricompresa nella «materia penale». Le misure patrimoniali, del resto, presentano dei profili di peculiarità tali da renderle un settore quasi obbligato per testare, concretamente, la nozione autonoma di materia penale: per un verso, si tratta di istituti che rivelano una naturale polifunzionalità, nei quali cioè si ravvisa una commistione di funzioni punitive, preventive e finanche riparatorie; per altro verso, l'incidenza degli stessi su beni giuridici differenti da quello della libertà personale consente di sgomberare il campo da quel c.d. *argumentum libertatis* nel quale la dottrina italiana tende(va) a individuare un sicuro indice di “penalità” della misura considerata. La Corte Edu ha in particolare fatto ricorso alla prospettiva sostanzialistica, che informa il concetto di “materia penale”, per pronunciarsi sulla natura giuridica della confisca c.d. urbanistica, avviando una tormentata vicenda giudiziaria che solo recentemente si è conclusa con l'intervento della Grande Camera (Corte Edu, Grande Camera, 28 giugno 2018, *G.I.E.M. e altri c. Italia*, in *Dir. pen. cont.*, 3 luglio 2018, con nota di GALLUCCIO A., *Confisca senza condanna, principio di colpevolezza, partecipazione dell'ente al processo: l'attesa sentenza della Corte Edu, Grande camera, in materia urbanistica*, *ivi*, 2018.fasc. 7-8, p. 221 ss.). In generale, si veda MANES V., *L'ultimo imperativo della politica criminale: nullum crimen sine confiscatione*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 2015, p. 1259-1282. Un altro settore di intervento punitivo nel quale si è posto il problema della natura, o meno, *criminale* di istituti formalmente non collocati nell'alveo del diritto penale sostanziale, attiene alle disposizioni che incidono, in senso peggiorativo, sulla fase dell'esecuzione penale. La Corte Edu, nella sentenza della Grande Camera nel caso *Del Rio Prada c. Spagna* (Corte Edu, Grande Camera, 21 ottobre 2013, *Del Rio Prada c. Spagna*, in *Dir. pen. cont.*, 30 ottobre 2013, con nota di MAZZACUVA F., *La Grande Camera della Corte Edu su principio di legalità della pena e mutamenti giurisprudenziali sfavorevoli*), ha ritenuto che anche le disposizioni dell'ordinamento penitenziario, in quanto incidenti sulla *qualità* della pena, rientrano nell'alveo della “materia penale” sostanziale, con conseguente

è proprio in tema di c.d. doppi binari sanzionatori – *in primis*, quello previsto dalla disciplina italiana sul *market abuse* – e *ne bis in idem* ad aver costituito il terreno d’elezione per le sperimentazioni ermeneutiche concernenti la «materia penale» e i suoi confini applicativi.

Una sperimentazione che, come accennato *supra*, non è stata condotta solamente dalla Corte Edu ma, nel contesto di un dialogo multilivello, ha coinvolto – ancorché in via “indiretta” – sia la Corte costituzionale italiana sia, soprattutto, la Corte di Giustizia dell’Unione europea.

Ecco pertanto che, all’esito della rapidissima incursione effettuata sul “piano alto” delle *rationes* e degli obiettivi che connotano il principio (*rectius*: i principi) del *ne bis in idem*, nonché sul tema generalissimo delle multiformi connotazioni che la «materia penale» può assumere, è proprio alla disciplina italiana del cumulo sanzionatorio in materia di abusi di mercato che conviene riportare l’attenzione.

estensione delle garanzie convenzionali a questa dedicate. Proprio muovendo dalle indicazioni interpretative fornite dalla Corte nella citata pronuncia, diversi giudici di merito, di sorveglianza e di legittimità hanno sollevato questione di legittimità costituzionale dell’art. 1, co. 6, lett. b), l. 9 gennaio 2019, n. 3, c.d. legge spazzacorrotti’, nella misura in cui ha introdotto taluni delitti contro la P.A. nel “tragico elenco” dell’art. 4*bis* ord. pen., senza tuttavia prevede alcun regime transitorio: sul tema, *ex multis*, cfr. MANES V., *L'estensione dell'art. 4-bis ord. pen. ai delitti contro la p.a.: profili di illegittimità costituzionale*, in *Dir. pen. cont.*, 2019, fasc. 2, p. 105 ss., nonché volendo, per una ricognizione degli argomenti posti a fondamento delle questioni di costituzionalità sollevate, BARON L., *'Spazzacorrotti', art. 4-bis ord. pen. e regime intertemporale*, *ivi*, 2019, fasc. 5, p. 153 ss.

SEZIONE II

NE BIS IN IDEM ‘FORTE’ VS. NE BIS IN IDEM ‘DEBOLE’: VARIAZIONI EURO-CONVENZIONALI IN TEMA DI DOPPIO BINARIO SANZIONATORIO⁹²⁹

Sommario: 1. Dove tutto ha avuto inizio: il ‘doppio binario sanzionatorio’ del *market abuse*. – 2. Le due varianti del *ne bis in idem* convenzionale. La sentenza *Grande Stevens*. – 2.1. Prove di adattamento interno: i riflessi domestici della sentenza *Grande Stevens* e le soluzioni prospettate dalla dottrina. – 2.2. Prove di adattamento interno: le reazioni della giurisprudenza di legittimità e la sentenza n. 102/2016 della Corte costituzionale. – 2.3. La sentenza *A e B c. Norvegia* e l’emersione di una versione “debole” del *ne bis in idem*. – 3. *Ne bis in idem* e doppio binario sanzionatorio nella giurisprudenza della Corte di Giustizia. – 4. *Ne bis in idem* e principio di proporzione: profili di indagine. – 5. Le incognite dell’equazione sanzionatoria: il ruolo del “vecchio” art. 187-terdecies t.u.f.; – 5.1. Il riformato art. 187-terdecies t.u.f. nel giudizio di proporzione: luci...; – 5.2. ...e ombre. – 6. Le incognite dell’equazione sanzionatoria: la riduzione per il rito incide sulla proporzionalità complessiva? – 7. L’equazione sbilanciata e il correttivo dell’art. 50 CDFUE. – 8. Osservazioni conclusive.

1. Dove tutto ha avuto inizio: il ‘doppio binario sanzionatorio’ del market abuse

Il sistema normativo contenuto nel Titolo I-bis del t.u.f., così come delineato dal legislatore italiano in recepimento della direttiva 2003/6/Ce, si regge su un delicato equilibrio⁹³⁰ tra illeciti penali e illeciti amministrativi e dà vita a un sistema sanzionatorio “ipermuscolare” ed efficientista⁹³¹ in virtù del quale sul medesimo fatto finiscono per convergere sia sanzioni penali – irrogate dal giudice penale – sia sanzioni amministrative – comminate dalla Consob. Tale assetto a “doppio binario” – penale e amministrativo a un tempo – si manifesta sul piano tipologico prima ancora che sul versante sanzionatorio.

Come ampiamente ricordato *supra*⁹³², il legislatore italiano ha elaborato un microcosmo normativo (tutt’ora operante, nonostante l’intervento della d.lgs. n. 107/2018) dove alle fattispecie penali di *market abuse* (art. 184 e art. 185 del t.u.f.) si affiancano delle fattispecie a rilevanza amministrativa (art. 187-bis e art. 187-ter del t.u.f.), le quali si pongono in un rapporto di coincidenza oggettiva pressoché completa

⁹²⁹ La presente sezione costituisce la rielaborazione di talune riflessioni già svolte dallo scrivente all’interno di diversi contributi, oggetto di pubblicazione o in attesa di pubblicazione. Il riferimento concerne, in ordine cronologico, BARON L., “Doppio binario sanzionatorio” e *ne bis in idem*, in MAZZACUVA N.-AMATI E., *Diritto penale dell’economia*, IV ed., Padova, 2018, p. 369 ss.; BARON L., *Reati tributari e ne bis in idem: una prima declinazione interna del criterio della sufficiently close connection in substance and time*, in *Giur. comm.*, 2018, fasc. 6, p. 907 ss.; BARON L., *Test di proporzionalità e ne bis in idem. La giurisprudenza interna alla prova delle indicazioni euro-convenzionali in materia di market abuse*, 2019, in corso di pubblicazione.

⁹³⁰ D’ALESSANDRO, *Regolatori del mercato*, cit., p. 218.

⁹³¹ FLICK-NAPOLEONI, *Cumulo tra sanzioni penali e amministrative*, cit., p. 953 ss.

⁹³² Cfr. Cap. II, Sez. I e Sez. II.

con le prime⁹³³. Di qui l'attivazione di un arsenale sanzionatorio penale e amministrativo insieme, ispirato da un meccanismo cumulativo che riguarda non solo le sanzioni principali, ma che si estende anche alle sanzioni interdittive, alle pene accessorie (rispettivamente, art. 186 e art. 187-*quater*) e alla confisca (art. 187 e art. 187-*sexies*).

Tale configurazione della disciplina italiana in materia di abusi di mercato, plasmata secondo le cadenze di un doppio binario, trovava peraltro conferma in plurimi indicatori normativi.

Il riferimento concerne *in primis* la clausola d'esordio con cui il legislatore apre gli illeciti amministrativi di abuso di informazioni privilegiate e di manipolazione del mercato: invece di ricorrere alla "usuale" locuzione «*salvo che il fatto costituisca reato*», l'*incipit* delle disposizioni dell'art. 187-*bis* e dell'art. 187-*ter* t.u.f. recita «*salve le sanzioni penali quando il fatto costituisce reato*». Lungi dal risolversi in una variazione dal significato meramente lessicale, l'opzione normativa di introdurre tale specifica clausola d'esordio è sintomatica di una precisa strategia politico-criminale: il legislatore ha espressamente escluso la sussidiarietà della fattispecie amministrativa rispetto a quella penale – esito che sarebbe stato assicurato invece dalla diversa espressione «*salvo che il fatto costituisca reato*» –, optando consapevolmente per la coesistenza e convergenza (*in idem*, attesa la sostanziale coincidenza oggettiva delle fattispecie, penali e amministrative, *in subiecta materia*) di entrambi i binari sanzionatori.

Ancora, un chiaro indicatore normativo della strutturazione a doppio binario cumulativo del *market abuse* si coglie nell'art. 187-*duodecies* (rubricato «*Rapporti tra procedimento penale e procedimento amministrativo e di opposizione*»), disposizione in virtù della quale «il procedimento amministrativo di accertamento e il procedimento di opposizione di cui all'articolo 187-*septies* 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». Non vi è chi non colga come la disposizione citata costituisca una "violazione espressa" del canone processuale del *ne bis in idem*: l'espresso riferimento ai «*medesimi fatti*» è indice inequivoco della *voluntas* legislativa di incardinare sull'*idem (factum)* due distinti plessi procedurali, paralleli e reciprocamente autonomi.

Last but not least, l'art. 187-*terdecies*. Tale disposizione, rubricata «Esecuzione delle pene pecuniarie e delle sanzioni pecuniarie nel processo penale», nella sua versione *ante* d.l.gs. n. 107/2018 prevedeva che, quando per lo *stesso fatto* è stata applicata al reo o all'ente una sanzione amministrativa pecuniaria, «la esazione della

⁹³³ Osservazione valida in relazione alle ipotesi di *insider trading*, cfr. *supra*, Cap. II, Sez. I, par. 11; mentre necessita di opportune precisazioni in relazione alle condotte di manipolazione del mercato, cfr. Cap. II, Sez. II, par. 14.

pena pecuniaria e della sanzione pecuniaria dipendente da reato è limitata alla parte eccedente quella riscossa dall'Autorità amministrativa»⁹³⁴.

Il delineato sistema del doppio binario sanzionatorio era stato da tempo additato dalla dottrina come difficilmente compatibile con il principio dell'*extrema ratio* che dovrebbe guidare il ricorso al diritto criminale, oltre che poco coerente rispetto ai fondamentali canoni della proporzionalità e della ragionevolezza dell'intervento penale⁹³⁵.

Ai dubbi di legittimità della disciplina sollevati a livello interno, hanno fatto eco le ben più incisive critiche formulate sul piano convenzionale. Con la pronuncia *Grande Stevens e altri c. Italia*⁹³⁶, la Corte di Strasburgo ha infatti dichiarato che il sistema del doppio binario italiano in materia di manipolazione del mercato (ma la conclusione risultava riferibile anche all'ipotesi di *insider trading*) era incompatibile con la Convenzione europea dei diritti dell'uomo, nella misura in cui risultava lesivo del diritto ad un equo processo (art. 6, § 1 Cedu) e del principio del *ne bis in idem*.

L'*affaire Grande Stevens* ha dato avvio ad una vera e propria «saga»⁹³⁷ in tema di doppi binari sanzionatori e *ne bis in idem*, la cui trama – invero assai complessa, in

⁹³⁴ La stessa formulazione della fattispecie era sintomatica dalla consapevolezza legislativa che, statisticamente, l'esecuzione della sanzione amministrativa precedesse quella della pena pecuniaria. Ciò non toglie, ad ogni modo, che la disposizione potesse applicarsi anche in caso di sequenza invertita: in tal senso, chiaramente, MANDUCHI, *Un primo intervento giurisprudenziale*, cit., p. 3350.

⁹³⁵ Si veda ALESSANDRI A., *Attività d'impresa e responsabilità penali*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 2005, p. 555 e ss.; ID., *Un esercizio di diritto penale simbolico: la tutela penale del risparmio*, in ABBADESSA P.-CESARINI F. (a cura di), *La legge per la tutela del risparmio*, Bologna, 2007, p. 930 ss.; NAPOLEONI, voce *Insider Trading*, cit., p. 36 ss.

⁹³⁶ Corte Edu, 4 marzo 2014, *Grande Stevens e altri c. Italia*, ric. n. 18640, 18647, 18663 e 18668/2010. Il caso di specie riguardava, in particolare, la disposizione di cui all'art. 187-ter del t.u.f., relativa all'illecito amministrativo della manipolazione del mercato, ma i principi fissati dalla Corte hanno portata generale, e come tale sono esportabili non solo in relazione alla disciplina dell'*insider trading*, ma anche a ogni altro settore dell'ordinamento domestico impostato sulla logica del «doppio binario». Tra i numerosissimi commenti alla pronuncia, cfr. in particolare FLICK-NAPOLEONI, *Cumulo tra sanzioni penali e amministrative*, cit., p. 533 ss.; VENTORUZZO, *Abusi di mercato, sanzioni Consob e diritti umani*, cit., p. 694 ss.; ZAGREBELSKY V., *Le sanzioni Consob, l'equo processo e il ne bis in idem nella Cedu*, in *Giur. it.*, 2014, p. 1196 ss.; TRIPODI A.F., *Uno più uno (a Strasburgo) fa due: l'Italia condannata per violazione del ne bis in idem in tema di manipolazione del mercato*, in *Dir. pen. cont.*, 9 marzo 2014; DE AMICIS G., *Ne bis in idem e 'doppio binario' sanzionatorio: prime riflessioni sugli effetti della sentenza 'Grande Stevens' nell'ordinamento italiano*, in *Riv. trim. dir. pen. cont.*, 2014, fasc. 3-4, p. 201 ss.; ALESSANDRI A., *Prime riflessioni sulla decisione della Corte Europea dei Diritti dell'Uomo*, cit., p. 855 ss. Vedasi altresì la *Rel. n. 35/2014* dell'Ufficio del ruolo e del massimario della Cassazione (*“Considerazioni sul principio del ne bis in idem nella recente giurisprudenza europea: la sentenza 4 marzo 2014, Grande Stevens e altri contro Italia”*), in www.cortedicassazione.it, ove è possibile reperire l'utile panoramica delle ricadute interne, determinate dalla sentenza in parola, contenuta in *Rel. n. 26/2017*, *Ne bis in idem. Percorsi interpretativi e recenti approdi della giurisprudenza nazionale ed europea*.

⁹³⁷ In tal senso GALLUCCIO A., *La Grande Sezione della Corte di giustizia si pronuncia sulle attese questioni pregiudiziali in materia di ne bis in idem*, in *Dir. pen. cont.*, 21 marzo 2018, ora in *Dir. pen. cont.*, 2018, 3, p. 286 ss.

quanto caratterizzata da slanci in chiave garantistica, seguiti poi da contropunte di segno opposto – si è articolata lungo due scenari giurisprudenziali, “topograficamente” distinti ma concettualmente intrecciati: dal dialogo intercorso tra Strasburgo e Lussemburgo – di cui le Corti italiane sono state spettatrici più o meno attente –, sviluppatosi sul sostrato interpretativo comune della «materia penale», il principio euro-convenzionale del *ne bis in idem* ne è uscito fortemente trasfigurato, nella misura in cui i connotati strettamente *processuali* della garanzia hanno ceduto terreno a favore di una fisionomia dichiaratamente *sostanziale* della medesima.

Non resta, pertanto, che esaminare partitamente i principali approdi ermeneutici che hanno cadenzato il *plot* della vicenda “europea” del *ne bis in idem*, soffermando l’attenzione dapprima sulla dimensione convenzionale e, quindi, su quella eurounitaria.

2. Le due varianti del *ne bis in idem* convenzionale. La sentenza *Grande Stevens*.

La pronuncia di condanna dell’ordinamento italiano, racchiusa nella sentenza *Grande Stevens*, ha costituito il frutto di un articolato percorso interpretativo, il cui criterio guida si individuava proprio in quell’approccio “sostanzialista” e “antiformalista” – al quale si è fatto cenno *supra*⁹³⁸ – che caratterizza la giurisprudenza di Strasburgo e che trova origine nell’esigenza di elaborare delle “nozioni autonome” rispetto a quelle fornite dai legislatori nazionali.

Conviene arrestare subito l’esposizione, per evidenziare che la pronuncia *Grande Stevens* – a ben vedere – non costituisce propriamente il punto di avvio della ‘saga’ del *ne bis in idem*, rappresentando per contro “solamente” l’esito, l’effetto, la deflagrazione ermeneutica determinata dall’interazione di plurimi reagenti che, a loro volta, hanno origini più risalenti. Il riferimento concerne in particolare l’evoluzione interpretativa che ha accompagnato le nozioni di «*materia penale*» e di «*medesimo fatto*», alle quali si è già avuto modo di far cenno *supra*⁹³⁹: infatti, assumendo a parametro di riferimento ideale il brocardo “*ne bis in idem*”, può notarsi come la progressiva espansione dell’area di operatività della prima nozione abbia inciso sul significato racchiuso nella particella “*bis*”, mentre il concetto di «*medesimo fatto*» ha inevitabilmente influito sulla portata concettuale della particella “*idem*”.

Per un verso, la natura proteiforme (per non dire «liquida»⁹⁴⁰) della «*materia penale*» ha consentito alla giurisprudenza di Strasburgo di superare la tradizionale distinzione “formale” tra sanzione/illecito penale e sanzione/illecito amministrativo:

⁹³⁸ Cfr. *supra*, Sez. I, par. 4.

⁹³⁹ Cfr. *supra*, Sez. I, par. 4.

⁹⁴⁰ MAZZACUVA, *Le pene nascoste*, cit., p. 3. Evidenzia la difficoltà di imbrigliare la nozione entro un perimetro definitorio sicuro, capace di chiarire anche la portata delle guarentigie che la accompagnano, MANES V., *Profili e confini dell’illecito para-penale*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 2017, fasc. 3, p. 988 ss. Sul tema, pur riguardato dalla differente prospettiva dell’ordinamento penale interno, vedasi altresì MASERA L., *La nozione costituzionale di materia penale*, Torino, 2018.

valorizzandone il comune *effetto afflittivo*, la Corte Edu ha progressivamente esteso anche alle sanzioni/illeciti “formalmente” amministrativi, ma “sostanzialmente” penali – alla luce dei noti criteri *Engel*⁹⁴¹ – la copertura di quelle garanzie convenzionali tipicamente riconnesse all'esercizio della potestà punitiva: quelle indicate agli artt. 6 e 7 Cedu, *in primis*, ma altresì la garanzia contenuta nell'art. 4, Prot. 7, Cedu.

La combinazione concettuale tra «materia penale» – intesa nei termini poc'anzi rapidamente abbozzati – e *ne bis in idem* ha dunque determinato una fondamentale rimodulazione del significato della particella «bis». Se infatti la garanzia del *ne bis in idem* ha tradizionalmente trovato applicazione – come ricordato *supra* – all'interno di una dimensione puramente e nominalmente penalistica (c.d. *ne bis in idem* “omogeneo”), la riconduzione nell'alveo della «materia penale» anche di istituti formalmente qualificati come amministrativi — ma sostanzialmente penali — ha determinato una vera e propria *esclation* del range operativo del *ne bis in idem*, estendendone l'efficacia anche a ipotesi in cui la “duplicità” punitiva derivi dalla convergenza di istituti (formalmente e sostanzialmente) penali e di istituti (formalmente ma non sostanzialmente) amministrativi (c.d. *ne bis in idem* “eterogeneo”⁹⁴²).

Il percorso del *ne bis in idem* convenzionale ha seguito – come anticipato – anche una seconda linea di evoluzione espansiva: accanto infatti all'estensione applicativa del divieto sul piano del «bis», la Corte di Strasburgo ha ampliato l'area di operatività dell'art. 4, Prot. 7 Cedu intervenendo nella dimensione dell'«idem».

Nell'alternativa tra la tesi dell'*idem legale* e quella dell'*idem factum*, la Corte Edu ha definitivamente optato per la seconda opzione⁹⁴³: «medesimo fatto» implica una valutazione di identità che tenga conto non della qualificazione legale degli accadimenti, bensì dei *fatti, storicamente intesi* nelle loro coordinate temporali e spaziali⁹⁴⁴. La prospettiva strettamente sostanzialistica adottata dalla Corte Edu limita pertanto l'area di applicabilità del concorso formale di reati e, di conseguenza, le ipotesi di plurime persecuzioni per il medesimo fatto *storico*: di qui, all'evidenza, una estensione dell'ambito applicativo della garanzia del *ne bis in idem* e, in ultima analisi, un esito più favorevole per l'individuo.

Materia penale e *idem factum*: sono questi i due reagenti concettuali che, sapientemente combinati nel “laboratorio” di Strasburgo, hanno condotto alla

⁹⁴¹ Per i riferimenti giurisprudenziali della sentenza *Engel* e delle pronunce che a questa hanno fatto seguito, v. *supra*, Sez. I, par. 4. Per un'approfondita disamina v. COSTANZO P.-TRUCCO L., *Il principio del “ne bis in idem” nello spazio giuridico nazionale ed europeo*, in *Consulta online*, III, 2015, 21 dicembre 2015, p. 854-855.

⁹⁴² Cfr. RANALDI-GAITO, *Introduzione allo studio*, cit., p. 8.

⁹⁴³ In alcune più risalenti pronunce la Corte Edu aveva sostenuto, con variazione di accenti, la tesi dell'*idem legale*: cfr. Corte Edu, sez. III, *Franz Fischer c. Austria*, 29 agosto 2001, n. 37950/97; Id., *W.F. c. Austria*, 30 maggio 2002, n. 38275/97; Id., *Sailer c. Austria*, 6 giugno 2002, n. 38237/97; Id. *Garretta c. Francia*, (dic.), 4 marzo 2008, n. 2529/04; Id. *Ongun c. Turchia*, 23 settembre 2009, n. 15737/02.

⁹⁴⁴ Cfr. Corte Edu, *Sergey Zolotukhin c. Russia*, cit.

«rivitalizzazione speculativa»⁹⁴⁵ del *ne bis in idem*, proiettandolo «verso una massima espansione»⁹⁴⁶.

Tanto premesso, nel caso *Grande Stevens* la Corte ha analizzato il sistema di repressione delle condotte di manipolazione del mercato, contemplato dall'ordinamento italiano, alla luce delle nozioni di “pena” e di “materia penale” così come elaborate a partire dalla pronuncia *Engel e altri c. Paesi Bassi*. Il giudice di Strasburgo ha pertanto ritenuto che l'obiettivo primario perseguito con gli interventi amministrativi da parte della Consob fosse quello di garantire la tutela del risparmio, interesse che di regola è presidiato con strumenti penali. Ciò premesso, è stato osservato che le sanzioni pecuniarie inflitte dall'art. 187-ter, lungi dall'esaurirsi in una funzione meramente ripristinatoria dell'ordine finanziario violato, perseguono uno *scopo eminentemente repressivo e afflittivo*, come del resto suggerisce sia l'entità degli importi monetari che la sanzione può raggiungere, sia il corredo di sanzioni accessorie interdittive che possono essere irrogate. Inoltre, le sanzioni sono inflitte dalla Consob «in funzione della gravità della condotta ascritta e non del danno provocato agli investitori»⁹⁴⁷.

Alla luce di tali considerazioni, la Corte ha pertanto concluso che l'illecito di cui all'art. 187-ter t.u.f., per quanto qualificato dal legislatore italiano come *formalmente* amministrativo, presenta in realtà uno statuto *sostanzialmente* penale, con la conseguenza che si determina una sovrapposizione della fattispecie in esame rispetto a quella – formalmente e sostanzialmente penale – dell'art. 185 t.u.f.⁹⁴⁸.

Il riconoscimento della natura “convenzionalmente penale” dell'illecito tipizzato all'art. 187-ter t.u.f. implica l'attivazione del corredo di garanzie che presiedono alla “materia penale”, *in primis* estendendo il diritto ad un equo processo (art. 6, § 1) anche al procedimento pendente dinanzi alla Consob⁹⁴⁹.

Ulteriore corollario della qualificazione dell'illecito come sostanzialmente penale è l'operatività del principio del *ne bis in idem*, a mente del quale un soggetto già assolto o condannato in via definitiva non può essere processato o condannato nuovamente per il medesimo fatto, laddove la medesimezza del fatto deve essere

⁹⁴⁵ Così RANALDI-GAITO, *Introduzione allo studio*, cit., p. 2.

⁹⁴⁶ Ufficio del Massimario penale, *Ne bis in idem. Percorsi interpretativi e recenti approdi della giurisprudenza nazionale ed europea*, 21 marzo 2017, Rel. n. 26/17.

⁹⁴⁷ Corte Edu, *Grande Stevens e altri c. Italia*, cit., § 96.

⁹⁴⁸ Corte Edu, *Grande Stevens e altri c. Italia*, cit., § 101, ove la Corte, vagliati tutti i parametri usualmente utilizzati per valutare la natura – penale o meno – di un determinato istituto, ritiene che «tenuto conto dei diversi aspetti della causa, debitamente ponderati, la Corte ritiene che le sanzioni pecuniarie inflitte ai ricorrenti abbiano carattere penale [...]»

⁹⁴⁹ Peraltro, come osservato in dottrina, la violazione di tale profilo procedimentale pare essere stata analizzata in modo solo superficiale da parte della Corte, la quale ha certamente sollecitato una rivisitazione in ottica processuale penale del procedimento giudiziario di opposizione ma, sul punto, «non si va al di là del mero pungolo»: così FLICK-NAPOLEONI, *Cumulo tra sanzioni penali e amministrative*, cit., p. 955-956.

valutata non in una prospettiva legale astratta (c.d. *idem legale*), bensì in ottica storico-naturalistica (c.d. *idem factum*)⁹⁵⁰.

Nel caso concreto, la Corte ravvisa la violazione del divieto di *bis in idem*, dal momento che i ricorrenti, condannati in via definitiva per violazione dell'art. 187-ter all'esito del procedimento svoltosi dinanzi alla Consob⁹⁵¹, sono stati successivamente sottoposti a un nuovo giudizio, instaurato avanti al giudice penale, nel quale veniva contestato l'illecito di cui all'art. 185: il giudice di Strasburgo ritiene infatti che oggetto del secondo procedimento sia la *medesima condotta* già esaminata nel corso del primo. La Corte condanna pertanto lo Stato italiano a rimuovere la violazione, assicurandosi che il processo penale «sia chiuso nei più brevi tempi possibili e senza conseguenze lesive per i ricorrenti»⁹⁵²: esito che, nel caso di specie, è stato di fatto raggiunto, posto che prima della pubblicazione della decisione di Strasburgo la Corte di Cassazione ha dichiarato estinto per prescrizione il reato contestato ai ricorrenti.

2.1. Prove di adattamento interno: i riflessi domestici della sentenza Grande Stevens e le soluzioni prospettate dalla dottrina.

La sentenza *Grande Stevens* costituisce il precipitato più “puro” – una vera e propria «sentenza-manifesto»⁹⁵³ – dell'alchimia interpretativa scatenata dalla reazione tra «materia penale», *idem factum* e *ne bis in idem*.

In tale arresto, il giudice di Strasburgo *pareva* aver definitivamente relegato i sistemi nazionali a c.d. doppio binario sanzionatorio nell'alveo del convenzionalmente inaccettabile, in quanto contrastanti con l'art. 4, Prot. 7 Cedu: ciò ogniqualvolta al medesimo fatto storico (*idem factum*) venisse ricollegata l'apertura di due procedimenti – uno penale e uno “formalmente” amministrativo, ma “sostanzialmente” penale – dopo che uno dei due si fosse già chiuso in modo definitivo (*bis*).

Una versione *forte*, insomma, del *ne bis in idem* declinato in una prospettiva processuale e teso a sanzionare qualsivoglia apertura o prosecuzione di un *secondo*

⁹⁵⁰ La Corte, richiamando la già citata sentenza *Zolotoukhine c. Russia*, evidenzia che il Giudice di Strasburgo «[...] deve esaminare la causa dal punto di vista dei fatti descritti nelle suddette esposizioni, che costituiscono un insieme di circostanze fattuali concrete a carico dello stesso contravventore e indissolubilmente legate tra loro nel tempo e nello spazio» (§ 221)

⁹⁵¹ Coerentemente rispetto alla tradizionale impostazione assunta, la Corte ribadisce che l'attivazione del principio del *ne bis in idem* convenzionale presuppone la conclusione del precedente procedimento con un provvedimento definitivo, non riguardando invece i casi di mera litispendenza: «La garanzia sancita all'articolo 4 del Protocollo n. 7 entra in gioco quando viene avviato un nuovo procedimento e la precedente decisione di assoluzione o di condanna è già passata in giudicato. In questa fase, gli elementi del fascicolo comprenderanno ovviamente la decisione con la quale si è concluso il primo «procedimento penale» e la lista delle accuse mosse nei confronti del ricorrente nell'ambito del nuovo procedimento» (§ 220).

⁹⁵² Corte Edu, *Grande Stevens e altri c. Italia*, cit., § 237.

⁹⁵³ In tal senso DE AMICIS G.-GAETA P., *Il confine di sabbia: la Corte Edu ancora di fronte al divieto del ne bis in idem*, in *Cass. pen.*, 2017, fasc. 2, p. 469 ss.

giudizio, allorquando il primo si fosse già concluso, a prescindere dall'esito dello stesso.

Come agevolmente intuibile, la sentenza *Grande Stevens* ha sollevato un coacervo di problematiche interpretative che hanno alimentato un ampio dibattito sulle prospettive di adeguamento del regime normativo italiano sugli abusi di mercato, rispetto alle indicazioni provenienti da Strasburgo in tema di *ne bis in idem*.

La riflessione ha coinvolto sia la dottrina che la giurisprudenza le quali, a fronte dell'inerzia di un legislatore (inizialmente⁹⁵⁴) poco incline a rivisitare l'assetto normativo del Titolo I-*bis* t.u.f., hanno prospettato talune soluzioni che – pur a “normativa invariata” – potrebbero ricondurre il sistema del *market abuse* italiano nell'alveo del convenzionalmente accettabile.

In primis, il *focus* di approfondimento aveva riguardato i casi in cui, a fronte della medesima (in senso storico-naturalistico) condotta di *market abuse*, fossero stati avviati due procedimenti paralleli, uno penale e uno amministrativo, e uno di questi (verosimilmente quello dinanzi alla Consob) si fosse già concluso con un provvedimento definitivo, mentre l'altro (di regola quello penale) risultasse ancora pendente.

Così, a fronte di un primo orientamento ermeneutico, teso a sollecitare un'interpretazione convenzionalmente conforme, ora della clausola di salvezza «salve le sanzioni penali quando il fatto costituisce reato» – posta in apertura delle fattispecie amministrative disciplinate dall'art. 187-*bis* e dall'art. 187-*ter*⁹⁵⁵ – ora dell'art. 649

⁹⁵⁴ Cfr. *supra*, Cap. I, Sez. II, par. 4.

⁹⁵⁵ Cfr. TRIPODI, *Uno più uno fa due*, cit., p. 1 s.; FIDELBO M., *Il principio del ne bis in idem e la sentenza 'Grande Stevens': pronuncia europea e riflessi nazionali*, in www.dirittopenaleeuropeo.it. 2014, 6; Ufficio del massimario, *Considerazioni sul principio del ne bis in idem*, cit., p. 27. L'opzione ermeneutica in esame proponeva di valorizzare i tratti differenziali intercorrenti tra la fattispecie penale e quella amministrativa, di modo da evidenziare la specialità della prima rispetto alla seconda, nella prospettiva di risolvere la convergenza di illeciti penali e amministrativi ricorrendo all'art. 9, l. 689/1981: in particolare, si è sostenuto, stante la presenza di elementi specializzanti negli illeciti penali, rispetto alle parallele disposizioni amministrativa, dovrebbero trovare applicazione solo le fattispecie penali. Sulla scorta di tale premessa, è stata dunque evidenziata la possibilità di reinterpretare l'incipit delle fattispecie amministrative di *market abuse* nel senso di circoscriverne l'applicazione ai soli casi che fuoriescono dal perimetro operativo della corrispondente fattispecie penale (norma, appunto, speciale rispetto alla prima). L'accoglimento di tale operazione ermeneutica – che peraltro presenterebbe l'indiscusso pregio di prevenire in radice il rischio di un *bis in idem* sostanziale – oltre ad aprire la via per la prospettazione di una successiva questione di legittimità costituzionale sia dell'art. 187-*duodecies* che dell'art. 187-*terdecies* del t.u.f. (D'ALESSANDRO, *Tutela dei mercati finanziari*, cit., p. 630), si esporrebbe tuttavia ad alcune osservazioni critiche. Altra parte della dottrina ha infatti evidenziato, innanzitutto, come il tenore letterale della clausola di salvezza di cui agli artt. 187-*bis* e 187-*ter* del t.u.f. lasciasse ben poco margine di manovra: la formula «salve le sanzioni penali» sembrerebbe integrare infatti una deroga al principio di specialità di cui all'art. 9 della 689/1981, non già una clausola di sussidiarietà espressa (CONSULICH, *La giustizia e il mercato*, cit., p. 398; nello stesso senso MASSARO A., *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. cont.*, 15 luglio 2015, p. 7). Si è inoltre osservato che, mentre con riferimento alla *market manipulation*

c.p.p. – disposizione che fissa (tutt’ora) a livello nazionale il principio del *ne bis in idem*, limitandone tuttavia la portata applicativa alle sole ipotesi di doppio processo penale⁹⁵⁶ – è andato emergendo in dottrina un diverso, e per certi versi più affascinante, percorso ricostruttivo, teso a ottenere il risultato dell’adeguamento dell’ordinamento interno rispetto alle indicazioni convenzionali attraverso una valorizzazione del c.d. *sistema multilivello di protezione dei diritti fondamentali*⁹⁵⁷.

risultava possibile scorgere, sul piano descrittivo, delle differenze tra fattispecie penale e fattispecie amministrativa (evidenziate anche dalla Suprema Corte: cfr. Cass., sez. VI, 16 marzo 2006, n. 15199, in *Dejure*), con riferimento all’*insider trading* si segnalava invece una coincidenza oggettiva pressoché totale tra i due versanti tipologici, sicché l’interpretazione convenzionalmente conforme dell’*incipit* dell’art. 187-ter si sarebbe tradotta in una sorta di *interpretatio abrogans* della fattispecie amministrativa, dal momento che troverebbe sempre applicazione la coincidente, ma speciale, fattispecie penale di cui all’art. 184. Esito che, a sua volta, avrebbe rischiato di porre l’ordinamento italiano in contrasto con il diritto eurolunitario: a mente dell’art. 14 della direttiva 2003/6/Ce gli Stati membri – come si ricorderà – erano infatti obbligati a introdurre sanzioni amministrative per reprimere le condotte di *market abuse*, mentre la previsione di parallele sanzioni penali era rimessa alla discrezionalità dei legislatori nazionali.

⁹⁵⁶ Cfr. FIDELBO, *op. ult. cit.*, p. 6. Posto infatti che l’art. 649 c.p.p. recherebbe un «principio di garanzia» a valenza generale, si è da taluni sostenuto che (TRIPODI, *op. ult. cit.*, p. 1 s.) che il concetto di «sentenza o decreto penale divenuti irrevocabili» potrebbe essere interpretato estensivamente sino a ricomprendervi anche i provvedimenti, formalmente amministrativi, adottati da un’autorità nazionale, ma che la Corte di Strasburgo considera sostanzialmente penali. Anche la tesi dell’interpretazione conforme dell’art. 649 c.p.p. presentava vari aspetti problematici, con l’esito che il percorso da questa tracciato risultava «indubbiamente accidentato» (FLICK, *op. ult. cit.*, p. 959): basti pensare che, pur a fronte di talune aperture giurisprudenziali in relazione a fattispecie “vicine” a quella dell’art. 649 c.p.p. (ad esempio in tema di revoca del giudicato, ex art. 673 c.p.p.), la Corte di Cassazione, con la stessa pronuncia con cui aveva chiuso la vicenda Fiat-Ifil a livello interno (Cass., sez. I, 17 dicembre 2013, n. 19915, in *Dejure*), aveva escluso la praticabilità di una interpretazione convenzionalmente conforme della disposizione citata. È stato inoltre evidenziato che l’estensione della portata operativa dell’art. 649 c.p.p. alle sanzioni irrogate a esito di un procedimento amministrativo – per quanto considerate “sostanzialmente” penali dalla Corte Edu – sarebbe risultata difficilmente compatibile con l’art. 112 Cost., in quanto dinanzi all’iniziativa avviata dall’autorità amministrativa finirebbe per essere sacrificato il principio dell’irretrattabilità dell’azione penale: cfr. DE AMICIS, *op. ult. cit.*, p. 20-21 (*contra* però FLICK, *op. ult. cit.*, p. 960, nonché VIGANÒ, *Doppio binario sanzionatorio e ne bis in idem*, cit., p. 229).

⁹⁵⁷ Tale espressione allude a quel sistema che, trovando fondamento nelle Costituzioni nazionali, nella Convenzione europea dei diritti dell’uomo, nonché nella Carta dei diritti fondamentali dell’Unione europea, è ispirato dal principio della maggior protezione, in virtù del quale deve essere privilegiata la tutela che, nel caso concreto, sembra di livello più elevato (cfr. art. 53 Cedu; 82.2 Tfue; 53 Cdfue). In questo complesso scenario (sul raccordo tra i diversi sistemi di garanzia cfr. MONTANARI L., *Le Carte europee dei diritti: i rapporti tra i sistemi di garanzia*, in *Europeiunite Working Papers*, 2015, fasc. 1, p. 21 ss.), e prendendo le mosse dall’angolo visuale del legislatore nazionale, assume rilievo primario la definizione dei rapporti intercorrenti tra la tutela dei diritti fondamentali garantita dalla Convenzione europea e quella offerta dall’Unione europea mediante la Carta di Nizza. La questione si intreccia a quella, ben più generale, della diversa incidenza che l’ordinamento comunitario ha, rispetto alle norme convenzionali, nel sistema normativo italiano: solamente le norme comunitarie sono dotate di *efficacia diretta* nell’ordinamento nazionale (purché il loro contenuto sia chiaro, preciso e incondizionato), con la conseguenza che il giudice ordinario è legittimato a *disapplicare* la normativa interna contrastante; mentre le disposizioni della Cedu sono di regola prive di efficacia diretta e, laddove il giudice interno

In particolare, facendo leva sulla c.d. clausola di equivalenza di cui all'art. 52, par. 3, della Carta di Nizza⁹⁵⁸, nonché sul principio della diretta applicabilità della Carta dei diritti fondamentali dell'Unione europea, ivi compreso il principio di cui all'art. 50, taluna parte della dottrina ha suggerito una sorta di applicazione diretta "derivata" dell'art. 4, Prot. 7, Cedu, così come interpretato dalla Corte di Strasburgo, all'interno dell'ordinamento italiano⁹⁵⁹. In estrema sintesi, il percorso argomentativo può essere sintetizzato in questi termini. Premesso che la materia del *market abuse* rientra nell'area delle competenze comunitarie – sicché in questo settore normativo trovano applicazione i diritti fondamentali sanciti dalla Carta di Nizza (art. 51) – e tenuto conto che tra i diritti fondamentali ivi contemplati compare anche quello a non essere giudicato o punito due volte per lo stesso fatto (art. 50) – diritto *corrispondente* rispetto a quello garantito dall'art. 4, Protocollo 7 della Cedu –, l'operatività della clausola di equivalenza di cui all'art. 52, par. 3, determinerebbe l'esito per cui il diritto fondamentale "europolitano" deve essere applicato in modo da garantire lo stesso livello di tutela che il parallelo convenzionale, così come interpretato dalla Corte di Strasburgo: *id est*, nella conformazione "forte" plasmata dalla sentenza *Grande Stevens*. All'esito del percorso tracciato, il giudice penale italiano, chiamato a decidere su un fatto di *market abuse* già sanzionato in via definitiva ad esito di un procedimento amministrativo, riconosciuta la violazione del *ne bis in idem* convenzionale, avrebbe dovuto procedere alla disapplicazione dell'art. 649 c.p.p. – nella parte in cui viola i precetti della sentenza *Grande Stevens* – contestualmente procedendo all'applicazione diretta dell'art. 50 della Carta di Nizza e, quindi, alla luce dell'art. 52.3 della Carta, dell'art. 4, Protocollo 7 della Cedu.

Tale meccanismo di «trattatizzazione indiretta» della Cedu⁹⁶⁰, esplorato con diffidenza dalla stessa giurisprudenza interna⁹⁶¹, avrebbe senza dubbio consentito di precludere la celebrazione di un secondo procedimento ogniqualvolta il primo (amministrativo o penale) si fosse già concluso. Eppure, tale linea ermeneutica non solo

dovesse rinvenire un contrasto tra legge nazionale e regola convenzionale, si porrebbe un'alternativa tra l'interpretazione convenzionalmente conforme della prima e la proposizione di una questione di legittimità costituzionale della norma interna.

⁹⁵⁸ A mente della quale «Laddove la presente Carta contenga diritti corrispondenti a quelli garantiti alla Convenzione europea per la salvaguardia dei Diritti dell'Uomo e delle Libertà fondamentali, il significato e la portata degli stessi sono uguali a quelli conferiti dalla suddetta convenzione. La presente disposizione non preclude che il diritto dell'Unione conceda una protezione più estesa».

⁹⁵⁹ Per tutti, VIGANÒ, *op. ult. cit.*, p. 232 ss.

⁹⁶⁰ Così FLICK, *op. ult. cit.*, p. 961.

⁹⁶¹ Nei rinvii pregiudiziali formulati nell'ambito della causa *Menci* (Trib. di Bergamo, ord. 16 settembre 2015, in www.penalecontemporaneo.it, 2015, 28 settembre), nella causa *Garlsson Real Estate e a.* (Cass., ord. 20 settembre 2016, n. 20675/16, in www.penalecontemporaneo.it, 2016, 17 ottobre) e nelle cause *Di Puma e Zecca* (Cass., ord. 15 novembre 2016, n. 23232/16, in *Dejure*) – il primo, riguardante la materia dei reati fiscali; gli altri, concernenti invece il meccanismo sanzionatorio degli abusi di mercato –, i giudici di merito hanno infatti prontamente interrogato la Corte di Giustizia in ordine alla possibilità, o meno, di dare diretta applicazione all'art. 50 della Carta. Come si avrà modo di esaminare *infra* (v. par. 3), il Giudice dell'Unione ha fornito risposta "convintamente" positiva.

presentava “nell’immediatezza” dei potenziali effetti collaterali che avrebbero suggerito prudenza nel darvi seguito⁹⁶², ma avrebbe richiesto una nuova ponderazione di lì a pochi anni, in quanto il sopraggiungere della sentenza *A e B c. Norvegia* (su cui *infra*⁹⁶³) e l’irrompere della versione “debole” del *ne bis in idem* convenzionale, avrebbe di fatto finito per sconfessare uno degli assunti di partenza della “via dell’applicazione diretta”: ossia che lo *standard* di tutela del diritto fondamentale al *ne bis in idem* fosse più elevato a Strasburgo che a Lussemburgo, sicché “l’effetto traino” dell’art. 4, Prot. 7, Cedu, nei confronti dell’art. 50 CDFUE non risultava affatto scontato. Con l’ulteriore conseguenza che l’operatività del meccanismo dell’art. 52, par. 3, e della correlata applicazione diretta (“derivata”) dell’art. 4 Prot. 7, costituiva esito tutt’altro che sicuro⁹⁶⁴.

Una seconda prospettiva d’indagine – aperta dall’intervento della sentenza *Grande Stevens* – riguardava riguarda tutte quelle ipotesi in cui il medesimo fatto di *market abuse* avesse condotto all’apertura di due versanti procedimentali, quello penale e quello amministrativo, ma entrambi i percorsi paralleli si fossero già conclusi con sentenze passate in giudicato. La risoluzione dello scenario in esame – invero alquanto delicato, nella misura in cui finiva per intersecarsi con quello, ancor più ampio e intricato, concernente i limiti dell’intangibilità del giudicato nazionale a fronte di una sentenza di condanna proveniente dalla Corte di Strasburgo⁹⁶⁵ – orbitava

⁹⁶² Come osservato da DE AMICIS, *op. ult. cit.*, p. 21-22, non doveva dimenticarsi che l’art. 6.3 Tue, con riferimento al meccanismo di tutela diritti fondamentali, richiama non solo la Cedu, ma anche le tradizioni costituzionali comuni degli Stati membri. In tal senso, l’automatica disapplicazione delle disposizioni processuali interne – che delineano principi e garanzie frutto di una secolare opera di elaborazione giuridica – a favore delle norme convenzionali sembra porre in secondo piano il patrimonio costituzionale nazionale.

⁹⁶³ Cfr. *infra*, par. 2.3.

⁹⁶⁴ Anzi, l’Avvocato Generale Sanchez-Bordona aveva reso delle conclusioni particolarmente significative, con le quali sollecitava la Corte di Giustizia a prendere le distanze dal mutamento della giurisprudenza convenzionale, inaugurato dalla sentenza *A e B c. Norvegia* e «ispirato a una posizione di deferenza verso gli argomenti degli Stati parti della CEDU», suggerendo piuttosto di elaborare una nozione eurounitaria autonoma di *bis in idem*, allineata alla pregressa sentenza *Fransson* e idonea a garantire un più elevato standard di tutela: cfr. Conclusioni dell’Avvocato M. Campos Sanchez Bordona, Causa C-524/15, *Menci*, 12 settembre 2017 in curia.eu, § 71 e § 94.

⁹⁶⁵ Sulla *vexata quaestio* concernente l’individuazione dei possibili *margini di recessività del giudicato*, allo scopo di porre rimedio alle violazioni dei diritti convenzionali, v. VIGANÒ F., *Giudicato penale e tutela dei diritti fondamentali*, in *Dir. pen. cont.*, 18 aprile 2012; KOSTORIS R.E., *Manuale di procedura penale europea*, I ed., Milano, 2014, p. 56-58; GRASSO G.-GIUFFRIDA F., *L’incidenza del giudicato interno delle sentenze della Corte europea che accertano violazioni attinenti al diritto penale sostanziale*, in *Dir. pen. cont.*, 22 maggio. 2015. Sul versante giurisprudenziale si osserva che, in assenza di un intervento legislativo *ad hoc*, la Suprema Corte ha elaborato diverse soluzioni per far fronte in via interpretativa alla mancanza di uno strumento che consenta la riapertura del processo allorquando si sia formato un giudicato interno (cfr. Cass., sez. I, 1 dicembre 2006, n. 2800, in *Foro it.*, 2007, 10, II, 535; Cass., sez. VI, 12 novembre 2008, n. 45807, in *Riv. dir. internaz.*, 2009, 2, 611). Sul punto si è pronunciata la Corte costituzionale che, con la sentenza n. 113 del 2011, ha dichiarato l’incostituzionalità dell’art. 630 c.p.p. nella parte in cui non prevede una specifica ipotesi di revisione del giudicato

essenzialmente attorno alla disposizione dell'art. 669, co. 1, c.p.p.⁹⁶⁶ e a quella prevista dall'art. 630 del codice di rito⁹⁶⁷.

Se la possibilità di ricorrere a un'*interpretazione convenzionalmente conforme* dell'art. 669, co. 1, c.p.p. – al fine di estendere il concetto sotteso alla locuzione «sentenze di condanna divenute irrevocabili» sino a farvi rientrare anche i provvedimenti definitivi, formalmente amministrativi, ma valutati come sostanzialmente penali dalla Corte Edu – non pareva particolarmente appagante⁹⁶⁸, al contrario la via dell'incidente di costituzionalità – tesa a ottenere un intervento manipolativo sul primo comma dell'art. 669 c.p.p. – risultava certamente più plausibile⁹⁶⁹, mentre la strada dell'interpretazione conforme alla Cedu (così come interpretata dalla Corte di Strasburgo) pareva nuovamente percorribile in relazione all'art. 630 c.p.p., nella misura in cui – si è sostenuto – sarebbe stato possibile chiedere la revisione della sentenza di condanna irrevocabile, quando la stessa fosse stata

allorquando vi sia l'esigenza di adeguarsi a una sentenza definitiva con cui la Corte Edu abbia rilevato la violazione di diritti convenzionali (Corte cost., sent. 4 aprile 2011, n. 113, in *Rivista AIC*, 2011, fasc. 2, con nota di CANZIO G., *Gli effetti del giudicato italiano dopo la sentenza n. 13/2011 della Corte costituzionale*, nonché di KOSTORIS R.E., *La revisione del giudicato iniquo e i rapporti tra violazioni convenzionali e regole interne*, *ivi* e di RUGGERI A., *La cedevolezza della cosa giudicata all'impatto con la CEDU, dopo la svolta di Corte cost. n. 113 del 2011, ovvero sia quando la certezza del diritto è obbligata a cedere il passo alla certezza dei diritti*, *ivi*).

⁹⁶⁶ Dispone il citato art. 669, co. 1, c.p.p. che, laddove siano state pronunciate più sentenze di condanna, divenute irrevocabili, contro la stessa persona per il medesimo fatto, allora «il giudice ordina l'esecuzione della sentenza con cui si pronunciò la condanna meno grave, revocando le altre».

⁹⁶⁷ L'art. 630, rubricato "Casi di revisione", contiene l'elenco tassativo delle ipotesi di revisione della sentenza di condanna passata in giudicato: a) se i fatti stabiliti a fondamento della sentenza o del decreto penale di condanna non possono conciliarsi con quelli stabiliti in un'altra sentenza penale irrevocabile [648] del giudice ordinario o di un giudice speciale; b) se la sentenza o il decreto penale di condanna hanno ritenuto la sussistenza del reato a carico del condannato in conseguenza di una sentenza del giudice civile o amministrativo, successivamente revocata, che abbia deciso una delle questioni pregiudiziali previste dall'articolo 3 ovvero una delle questioni previste dall'articolo 479; c) se dopo la condanna sono sopravvenute o si scoprono nuove prove che, sole o unite a quelle già valutate, dimostrano che il condannato deve essere prosciolto a norma dell'articolo 631; d) se è dimostrato che la condanna venne pronunciata in conseguenza di falsità in atti o in giudizio o di un altro fatto previsto dalla legge come reato. La disposizione è stata oggetto di intervento della Corte costituzionale che, con la citata sentenza n. 113 del 2011, ha introdotto la c.d. *revisione europea* della sentenza o del decreto penale di condanna divenuto definitivo, consentendo la riapertura del procedimento penale allorché fosse stata ravvisata – a Strasburgo – una violazione delle disposizioni convenzionali.

⁹⁶⁸ Se in relazione alle ipotesi di chiusura di un procedimento con prosecuzione dell'altro (s'intende, *in idem* e *in persona*), la "proposta" di un'ermeneusi convenzionalmente orientata dell'art. 649 c.p. poteva trovare conforto nella natura di "norma generale" che caratterizza tale disposizione, come tale suscettibile di estensioni interpretative, altrettanto non potrebbe predicarsi con riferimento a una eventuale interpretazione conforme alla Cedu dell'art. 669, co. 1, c.p.p.: la disciplina della revoca del giudicato presenta una fisionomia improntata al carattere della eccezionalità, come dimostrato dalla previsione di un novero tassativo di ipotesi che ne consentono l'applicazione (cfr. DE AMICIS, *op. ult. cit.*, p. 22; FLICK, *op. ult. cit.*, p. 962).

⁹⁶⁹ FLICK-NAPOLEONI, *A un anno di distanza dall'affaire Grande Stevens*, cit., p. 877.

pronunciata dopo che il parallelo procedimento amministrativo si fosse già concluso con un provvedimento definitivo e purché la Corte di Strasburgo avesse accertato la violazione del divieto del *bis in idem*⁹⁷⁰.

Un ultimo scenario concerneva i casi di c.d. *litispendenza*, ricorrenti in tutte quelle ipotesi in cui due procedimenti, penale e amministrativo, fossero entrambi avviati e nessuno dei due fosse già approdato al proprio esito definitivo.

La problematicità di tale scenario derivava dalla convergenza di due ordini di considerazioni: per un verso, l'assenza di una *res iudicata* non consentirebbe di determinare – per costante indicazione della Corte Edu – l'esistenza di una violazione *attuale* del principio del *ne bis in idem* convenzionale⁹⁷¹; per altro verso, tale violazione è tuttavia destinata inevitabilmente a prodursi nel momento in cui uno dei due binari – verosimilmente quello amministrativo, ritmato da cadenze procedurali più rapide – giunge al proprio stadio conclusivo e la relativa sanzione amministrativa diviene definitiva. Esito al quale l'assetto normativo (in allora, ma anche ora) vigente in materia di abusi di mercato pareva (e a tutt'oggi pare) condurre, nella misura in cui l'art. 187-*duodecies* t.u.f. imponeva (e impone) la prosecuzione parallela dei due procedimenti sino a quando uno dei due non fosse stato definito con sentenza passata in giudicato, imponendo solo allora l'arresto dell'altro: dall'angolo visuale del binario penale (che di regola ha un decorso più lento rispetto a quello amministrativo) è allora evidente la paradossalità – se non proprio l'irragionevolezza – di tale sistema, non solo incurante dello spreco di risorse umane e materiali provocato dall'avviamento di un procedimento il cui esito è in realtà già segnato⁹⁷², ma altresì insensibile alle potenziali lesioni del principio di uguaglianza, posto che diversi fattori “estranei” possono influenzare la durata di un procedimento e, di conseguenza, possono determinare poi quale sanzione trova concreta applicazione⁹⁷³.

Le soluzioni prospettate a livello interpretativo – in assenza di qualsivoglia intervento di natura legislativa che risolvesse in radice il problema – si articolano in una duplice direzione, ricalcando peraltro gli schemi ermeneutici già saggiati in relazione agli altri due scenari poc'anzi richiamati. Per un verso, era stata prospettata l'opportunità di sollevare una questione di legittimità costituzionale dell'art. 187-

⁹⁷⁰ Cfr. D'ALESSANDRO, *Tutela dei mercati finanziari*, cit., p. 629.

⁹⁷¹ Cfr. in particolare Corte Edu, 27 novembre 2014, *Lucky Dev. c. Svezia*, in *Dir. pen. cont.*, 11 dicembre 2014, con nota di DOVA, *Ne bis in idem e reati tributari*, cit., ove la Corte evidenzia come «[...] the aim of Article 4 of Protocol No. 7 is to prohibit the repetition of criminal proceedings that have been concluded by a “final” decision. According to the Explanatory Report to Protocol No. 7, which itself refers back to the European Convention on the International Validity of Criminal Judgments, a “decision is final ‘if, according to the traditional expression, it has acquired the force of *res iudicata*. This is the case when it is irrevocable, that is to say when no further ordinary remedies are available or when the parties have exhausted such remedies or have permitted the time-limit to expire without availing themselves of them”» (§ 56).

⁹⁷² MADIA N., *Il ne bis in idem convenzionale e comunitario alle prese con la litispendenza*, in *Dir. pen. cont.*, 9 giugno 2015, p. 6.

⁹⁷³ FLICK-NAPOLEONI, *op. ult. cit.*, p. 878.

duodecies t.u.f. per violazione dell'art. 117, co. 1, Cost., integrato dal parametro interposto dell'art. 4, Prot. 7 della Cedu⁹⁷⁴. Per altro verso, facendo leva sul sopra citato reticolo normativo “multilivello” tra ordinamento interno, Carta di Nizza e Convenzione europea, è stata suggerita la via della disapplicazione dell'art. 187-*duodecies* del t.u.f., per contrasto con l'art. 50 della Carta di Nizza e con l'art. 4, Prot. 7 della Cedu⁹⁷⁵.

2.2. Prove di adattamento interno: le reazioni della giurisprudenza di legittimità e la sentenza n. 102/2016 della Corte costituzionale

Alle perplessità e ai dubbi interpretativi sollevati dalla dottrina non è affatto rimasta insensibile la giurisprudenza di legittimità, come attestato dalle due questioni di legittimità costituzionale sollevate – nell'arco di pochi giorni – da parte della Quinta Sezione penale e dalla Sezione tributaria civile della Corte di Cassazione.

Ripercorrendo molto rapidamente le presunte ragioni di incompatibilità costituzionale che – all'indomani della sentenza *Grande Stevens* – sarebbero emerse in relazione al c.d. doppio binario sanzionatorio degli abusi di mercato può osservarsi che, nonostante le due ordinanze di rimessione si siano sviluppate lungo percorsi argomentativi diversi, i dubbi di legittimità costituzionale prospettati dalle due Sezioni rimettenti muovevano da un postulato comune: la via dell'*interpretazione conforme* (alla Cedu o alla Costituzione), pur prospettata dalla dottrina – in relazione, rispettivamente, agli *incipit* degli art. 187-*bis* e 187-*ter* del t.u.f., e all'art. 649 c.p.p. – è stata esclusa da entrambi i giudici.

Ciò premesso, l'ordinanza della Quinta Sezione⁹⁷⁶ risultava articolata su due motivi: in via principale, la Corte aveva chiesto di verificare la compatibilità dell'art. 187-*bis*, co. 1, rispetto all'art. 117, co. 1, Cost., in relazione al parametro interposto dell'art. 4, Prot. 7, Cedu, nella parte in cui prevede «*Salve le sanzioni penali quando il fatto costituisce reato*» anziché «*Salvo che il fatto costituisca reato*»⁹⁷⁷; in via

⁹⁷⁴ Cfr. TRIPODI, *Uno più uno fa due*, cit., p. 6.

⁹⁷⁵ Alla disapplicazione dell'art. 187-*duodecies* del t.u.f. – norma “speciale”, che istituzionalizza il regime di litispendenza in materia di abusi di mercato – si è evidenziato che dovrebbe peraltro accompagnarsi la disapplicazione dell'art. 649 c.p.p. – disposizione “generale” che tollera la litispendenza tra procedimenti penali: MADIA, *op. ult. cit.*, p. 19.

⁹⁷⁶ Cass., sez. V., ord. 10 novembre 2014, n. 1782, in *Dir. pen. cont.* La vicenda giudiziaria, all'interno della quale si è collocata l'ordinanza di rimessione, concerneva un fatto di *insider trading* e presentava delle dinamiche concrete del tutto analoghe rispetto a quelle esaminate dalla Corte di Strasburgo (conclusione del procedimento innanzi alla Consob con irrogazione di sanzioni amministrative, ai sensi dell'art. 187-*bis*, co. 1 e dell'art. 187-*quater*; pendenza di un processo penale nel quale veniva contestata la medesima condotta, ai sensi però dell'art. 184).

⁹⁷⁷ Peraltro, l'eventuale accoglimento del primo motivo avrebbe condotto a una sentenza manipolativa “bicefala”, dove a una *pars destruens* volta a eliminare l'attuale *incipit* dell'art. 187-*bis* sarebbe necessariamente seguita una *pars construens*, consistente nell'introduzione della formula suggerita dal giudice *a quo*: in tal modo l'illecito amministrativo di *insider trading* non avrebbe più trovato applicazione ogniqualvolta il fatto rientrasse già nel perimetro oggettivo tracciato dall'illecito penale *ex*

subordinata, la Quinta sezione aveva sollecitato il Giudice delle leggi affinché dichiarasse l'incostituzionalità dell'art. 649 c.p.p., rispetto al medesimo parametro rappresentato dall'art. 117, co. 1, Cost. "integrato" con l'art. 4, Prot. 7, Cedu, nella parte in cui non prevede l'applicabilità del divieto di un secondo giudizio nel caso in cui l'imputato sia già stato giudicato, con provvedimento irrevocabile, per il medesimo fatto, nell'ambito di un procedimento amministrativo volto all'applicazione di una sanzione che, ai sensi della Cedu e dei relativi Protocolli, ha natura *penale*⁹⁷⁸.

La Sezione tributaria civile⁹⁷⁹ – peraltro formulando un'ordinanza connotata da una notevole nebulosità del *petitum*⁹⁸⁰ – aveva invece ritenuto di sollevare una questione di legittimità costituzionale dell'art. 187-ter t.u.f. in relazione agli artt. 2 e 4 del Prot. 7, Cedu, così come interpretati dalla Corte di Strasburgo.

Con sentenza n. 102/2016 la Corte costituzionale aveva dichiarato inammissibili tutti i quesiti proposti⁹⁸¹.

Con riguardo alle questioni sollevate dalla Quinta sezione, ritenuta l'irrilevanza nel giudizio *a quo* del quesito concernente l'*incipit* dell'art. 187-bis t.u.f., il Giudice delle leggi aveva in particolare evidenziato che un eventuale intervento additivo sulla disposizione dell'art. 649 c.p.p. non avrebbe comunque risolto il problema del doppio binario, posto che l'invocata manipolazione non avrebbe assicurato alcun «[...] ordine

art. 184 t.u.f., disposizione che dunque avrebbe finito per operare in via prioritaria ed escludente rispetto alla parallela ipotesi delineata dall'art. 187-bis t.u.f. Sul punto, cfr. SCOLETTA M., *Il doppio binario sanzionatorio del market abuse al cospetto della Corte costituzionale per violazione del diritto fondamentale al ne bis in idem*, in *Dir. pen. cont.*, 17 novembre 2014.

⁹⁷⁸ Corollario dell'eventuale accoglimento di tale motivo subordinato sarebbe stato un esito antitetico rispetto a quello cui si sarebbe logicamente pervenuti in caso di l'accoglimento del primo motivo. Posto infatti che il procedimento amministrativo dinanzi alla Consob tendenzialmente si chiude in tempi ben più rapidi rispetto a quelli necessari alla definizione del binario penale, l'eventuale irrogazione delle sanzioni amministrative definitive, individuate dall'art. 187-bis t.u.f., finirebbe per paralizzare il giudizio penale ancora pendente ed escluderebbe l'applicabilità delle sanzioni contemplate dall'art. 184 t.u.f.

⁹⁷⁹ Cass., sez. trib., ord. 6 novembre 2014, in *Dir. pen. cont.* Il caso concreto che aveva dato luogo alla rimessione degli atti alla Consulta si distingueva da quello affrontato dalla Quinta sezione penale per due ragioni: per un verso, il giudizio riguardava la contestazione di una condotta di manipolazione del mercato – e non di *insider trading* – sanzionata penalmente dall'art. 185 t.u.f. e avente rilevanza amministrativa ai sensi dell'art. 187-ter t.u.f.; per altro verso, il rapporto cronologico tra procedimento amministrativo e processo penale risultava invertito, dal momento che il binario penale si era già interrotto con una sentenza di patteggiamento, mentre il parallelo giudizio dinanzi alla Consob risultava ancora in fase di definizione. Questa dinamica processuale risulta "rovesciata" anche rispetto alla vicenda che aveva condotto alla sentenza *Grande Stevens*, e tale peculiarità ha fornito il destro al giudice di legittimità per appurare una questione già pacifica in dottrina: il divieto di *bis in idem* – evidenziava la Sezione tributaria – opera in via «bidirezionale trovando applicazione sia nel caso di sanzione amministrativa precedente a quella penale sia nel caso inverso».

⁹⁸⁰ In effetti, dalla lettura dell'ordinanza non risultava affatto chiaro se la Corte mirasse a ottenere la sostituzione dell'*incipit* dell'art. 187-ter, analogamente a quanto richiesto dalla Quinta sezione penale, o se piuttosto l'obiettivo fosse quello di un radicale travolgimento della disposizione citata: cfr., FLICK-NAPOLEONI, *op. ult. cit.*, p. 874.

⁹⁸¹ Corte cost., sent. 102/2016, cit.

di priorità, né altra forma di coordinamento, tra i due procedimenti – penale e amministrativo – cosicché la preclusione del secondo procedimento scatterebbe in base al provvedimento divenuto per primo irrevocabile, ponendo così rimedio – come osserva la Corte rimettente – ai singoli casi concreti, ma non in generale alla violazione strutturale da parte dell’ordinamento italiano del divieto di *bis in idem*»⁹⁸².

Quanto invece al quesito posto dalla Sezione tributaria, quest'ultimo è stato dichiarato inammissibile per «le perplessità e la formulazione dubitativa della motivazione» dell'ordinanza che, pertanto, si connota per la «oscurità e [la] incertezza del *petitum*»⁹⁸³.

Al di là delle motivazioni espresse dalla Corte costituzionale in relazione alle singole specifiche questioni di legittimità prospettate, l'impressione – puntualmente espressa dai primi commentatori – è stata quella che il Giudice delle leggi avesse «deciso...di non decidere»⁹⁸⁴, probabilmente nell'attesa di un intervento da parte del legislatore che ridisegnasse la materia del *market abuse*: impressione peraltro corroborata dall'espresso richiamo, nella motivazione della sentenza, all'«art. 11, comma 1, lettera m), della legge delega 9 luglio 2015, n. 114 (Delega al Governo per il recepimento delle direttive europee e l’attuazione di altri atti dell’Unione europea. Legge di delegazione europea 2014), per l’attuazione alla direttiva n. 2014/57/UE»⁹⁸⁵.

2.3. La sentenza *A e B c. Norvegia* e l'emersione di una versione “debole” del *ne bis in idem*.

La dirompenza della sentenza *Grande Stevens* ha dunque “gettato nel caos” la disciplina nazionale in materia di abusi di mercato, sollecitando la dottrina e la giurisprudenza interna a saggiare diverse strade interpretative, proponendo talune soluzioni ermeneutiche che – nell’attesa di un *restyling* della disciplina da parte del legislatore – potessero contenere e limitare le immediate ricadute interne del *dictum* di Strasburgo.

Tuttavia, la sentenza *Grande Stevens* rappresentava solamente la prima tappa del percorso ‘evolutivo’ convenzionale in tema di *ne bis in idem*. La Corte di Strasburgo, nel giro di pochi anni, ha infatti parzialmente rivisitato la presa di posizione *forte*, assunta nella sentenza *Grande Stevens* in punto di *ne bis in idem* e doppi binari sanzionatori⁹⁸⁶.

⁹⁸² Corte cost., sent. 102/2016, cit., par. 6.2.

⁹⁸³ Corte cost., sent. 102/2016, cit., par. 6.3.

⁹⁸⁴ VIGANÒ, *Ne bis in idem e doppio binario sanzionatorio in materia di abusi di mercato*, cit.

⁹⁸⁵ Sulla quale ampiamente *supra*, par. 2.1.

⁹⁸⁶ Ritene che si sia trattato di un «netto superamento rispetto ai principi enunciati dalla stessa Corte in tema di *ne bis in idem* convenzionale e doppio binario» FIMIANI P., *Market abuse e doppio binario sanzionatorio dopo la sentenza della Corte E.d.u., Grande Camera, 15 novembre 2016, A e B c. Norvegia*, in *Dir. pen. cont.*, 8 febbraio 2017; nello stesso senso cfr. MIEDICO, *Gli abusi di mercato*, cit., p. 356, per la quale si tratterebbe di un «passo indietro della Corte Edu».

Nella nota pronuncia *A e B c. Norvegia*⁹⁸⁷, la *Grande Chambre* ha infatti precisato che «non viola il principio del *ne bis in idem* convenzionale la celebrazione di un processo penale, e l'irrogazione della relativa sanzione, nei confronti di chi sia già stato sanzionato in via definitiva dall'amministrazione tributaria con una sovrattassa (nella specie pari al 30% dell'imposta evasa), purché sussista tra i due procedimenti una connessione sostanziale e temporale sufficientemente stretta».

Con la sentenza in esame, la Corte Edu sembra restringere l'area di operatività del principio del *ne bis in idem*, rispetto a quella già tracciata dalla sentenza *Grande Stevens*. Se infatti, in quella occasione, la Corte di Strasburgo aveva chiaramente ancorato la nozione di *ne bis in idem* convenzionale al ricorrere dei due requisiti della *matière pénale* e dell'*idem factum* (inteso nella sua accezione storica di medesimo accadimento materiale), la più ampia composizione della Corte Edu ha indicato all'interprete un ulteriore criterio di cui tenere conto allorché si tratti di verificare la compatibilità dell'impianto normativo domestico – nel quale convergono sanzioni penali e sanzioni (formalmente) amministrative – con il divieto del *bis in idem*: quello della «*sufficiently close connection in substance and time*» tra i due procedimenti.

Trattasi di una locuzione dal carattere certamente vago⁹⁸⁸, riassuntiva di una

⁹⁸⁷ Corte Edu, Grande Camera, *A e B c. Norvegia*, 15 novembre 2016, ric. n. 24130/11 e 29758/11, in *Dir. pen. cont.*, 18 novembre 2016.

⁹⁸⁸ Sul punto, cfr. ANGIOLINI G., *Una questione ancora irrisolta: il “ne bis in idem” europeo e l'Italia*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 2018, fasc. 4, p. 2135; v. altresì VIGANÒ F., *La Grande Camera di Strasburgo su ne bis in idem e doppio binario sanzionatorio*, in *Dir. pen. cont.*, 18 novembre 2016, secondo il quale la “connessione materiale e temporale” rappresenta «un criterio vaghissimo e arbitrario, costruito attorno a indicatori (e non a veri e propri requisiti) manipolabili *ad libitum* dall'interprete».

pluralità di requisiti⁹⁸⁹, la cui *cumulativa*⁹⁹⁰ sussistenza consentirebbe di escludere la violazione del *ne bis in idem* nel caso concreto e di far perdere di rilievo al dato – puramente *processuale* – del doppio procedimento *in idem*. Tra le condizioni elencate dalla Corte Edu, centrale rilievo lo assume in particolare quello della *proporzionalità complessiva* del trattamento sanzionatorio irrogato⁹⁹¹.

Un canone, quello della proporzione, certamente non estraneo al dizionario

⁹⁸⁹ Sussisterebbe in particolare una connessione *sostanziale* qualora: 1. i due procedimenti perseguono scopi complementari e hanno ad oggetto differenti aspetti della medesima condotta antisociale; 2. l'apertura di un doppio percorso procedimentale rappresenti una conseguenza prevedibile della medesima condotta; 3. i due procedimenti siano condotti in modo da evitare «per quanto possibile» ogni duplicazione nella raccolta e nella valutazione della prova, in particolare attraverso una «adeguata interazione tra le varie autorità competenti in modo da far sì che l'accertamento dei fatti in un procedimento sia utilizzato altresì nell'altro procedimento»; 4. la determinazione della sanzione irrogata al termine del procedimento che è divenuto definitivo per secondo tenga conto della sanzione già irrogata con il procedimento divenuto definitivo per primo, in modo da garantire che le sanzioni complessivamente imposte siano proporzionate. Quanto alla connessione *temporale*, la Corte Edu ha cura di precisare che tale requisito non postula una conduzione *simultanea* dei due procedimenti, ben potendo questi ultimi anche svilupparsi *in via consequenziale*: ciò che conta è che sussista un collegamento cronologico sufficientemente stretto, tale da «evitare incertezza, ritardo e l'eccessivo protrarsi dei tempi di definizione». Invero, quanto più «è debole la connessione temporale, maggiore è l'onere per lo Stato di spiegare e giustificare tale ritardo riconducibile alle modalità di svolgimento dei procedimenti. Come osservato in dottrina, il criterio della *sufficiently close connection in substance and time*, nonostante «l'impegno profuso sul terreno definitorio dalla Corte europea [...] resta, comunque, evanescente e inidoneo ad assicurare effettività al diritto fondamentale protetto dall'art. 4, Prot. n. 7, Cedu»: CASSIBBA F., *Disorientamenti giurisprudenziali in tema di ne bis in idem e "doppio binario sanzionatorio"*, in *Proc. pen. giust.*, 2017, fasc. 1, p. 1098-1112.

⁹⁹⁰ Dalla lettura della sentenza *A e B c. Norvegia* non emerge una chiara indicazione circa il carattere *alternativo o cumulativo* dei requisiti indicati, ma il dubbio sembra essere stato sciolto, nel senso della *cumulatività* dei parametri, affinché possa escludersi la violazione del divieto del *bis in idem*, dagli arresti successivi della Corte di Strasburgo. Il riferimento concerne in particolare C. eur. dir. uomo, sez. I, 18 maggio 2017, *Johannson c. Islanda*, par. 55 (in *Dir. pen. cont.*, 22 maggio 2017, con nota di VIGANÒ F., *Una nuova sentenza di Strasburgo su ne bis in idem e reati tributari*), nonché C. eur. dir. uomo, sez. II, 16 aprile 2019, *Bjarni Armannsson c. Islanda* (in *Dir. pen. cont.*, 7 maggio 2019, con nota di GALLUCCIO A., *Non solo proporzione: la Corte Edu ancora sul bis in idem*). Una chiara indicazione in tal senso si ricava anche da C. eur. dir. uomo, sez. V, 6 giugno 2019, *Nodet c. Francia*, in *Dir. pen. cont.*, 17 giugno 2019, con nota di SCOLETTA M., *Il ne bis in idem "preso sul serio": la Corte Edu sulla illegittimità del doppio binario francese in materia di abusi di mercato (e i possibili riflessi nell'ordinamento italiano)*, la quale ha ravvisato la violazione dell'art. 4, Prot. VII Cedu in una vicenda bi-procedimentale in cui, nonostante il rispetto del canone della proporzionalità sanzionatoria complessiva, non sussistevano i requisiti del perseguimento di obiettivi complementari (tra sanzione penale e sanzione amministrativa "punitiva") e del coordinamento temporale tra i due versanti processuali.

⁹⁹¹ C. eur. dir. uomo, *A e B c. Norvegia*, cit., par. 132: «[...] above all, whether the sanction imposed in the proceedings which become final first is taken into account in those which become final last, so as to prevent that the individual concerned is in the end made to bear an excessive burden, this latter risk being least likely to be present where there is in place an offsetting mechanism designed to ensure that the overall amount of any penalties imposed is proportionate».

interpretativo di Strasburgo⁹⁹², come si è ricordato *supra* (par. 2), eppure il suo affacciarsi (*rectius*: irrompere) sul terreno del *ne bis in idem* non solo costituisce una novità assoluta nello storico giurisprudenziale della Corte Edu⁹⁹³, ma è il fattore scatenante della metamorfosi concettuale che ha investito la garanzia, trasmutandone i connotati: da principio a vocazione *processuale*, a principio di portata *sostanziale*.

In tal senso, gli esiti interpretativi raggiunti nella sentenza *A e B c. Norvegia*, per quanto enunciati nell'ambito di una vicenda processuale storicamente definita e specificamente concernente la materia dei reati fiscali, presentano una ben più ampia rilevanza ermeneutica, finendo per ricalibrare la portata del *ne bis in idem* convenzionale con riguardo a tutti i settori normativi nazionali impostati sul meccanismo del doppio binario, penale e amministrativo. Tra questi, evidentemente, rientra anche il microcosmo degli abusi di mercato⁹⁹⁴.

Anzi, a ben vedere i parametri delineati dalla *Grande Chambre* per individuare il criterio della connessione sostanziale e temporale tra procedimenti sembrano essere singolarmente adatti a trovare applicazione proprio in riferimento alla normativa dettata in materia di *market abuse*⁹⁹⁵, tant'è che proprio tale comparto d'intervento punitivo "congiunto" ha costituito il terreno di prova sul quale i giudici interni hanno potuto, per la prima volta, sperimentare il criterio della connessione sostanziale e temporale,

⁹⁹² Come anticipato, il principio di proporzione (*rectius*: il divieto di sproporzione) non trova riconoscimento a livello "positivo" – difettando nella Convenzione un riferimento esplicito a tale principio –, bensì sul piano giurisprudenziale. Nella nota sentenza *Vinter e a. c. Regno Unito*, la Corte di Strasburgo ha infatti evidenziato il legame che intercorre tra il carattere *sproporzionato* di una pena e la violazione dell'art. 3 della Convenzione: cfr. Corte Edu, 17 gennaio 2012, *Vinter e a. c. Regno Unito*, § 88, e Corte Edu, Grande Camera, 9 luglio 2013, *Vinter e a. c. Regno Unito*, § 102, in cui la Corte ha precisato che «[...] qualsiasi pena nettamente sproporzionata è contraria all'articolo 3 della Convenzione». Trattasi di un'affermazione che ha segnato un importante approdo ermeneutico, nella misura in cui la Corte ha attribuito al divieto di sproporzione un autonomo rilievo: in precedenza, tale criterio veniva utilizzato solo in sede di valutazione della legittimità di una limitazione di diritti fondamentali, determinata dall'uso dello *ius criminale*, nel più ampio panorama valutativo segnato dal canone della «necessità in una società democratica». Sul punto, VIGANÒ F., *Ergastolo senza speranza di liberazione condizionale e art. 3 CEDU: (poche) luci e (molte) ombre in due recenti sentenze della Corte di Strasburgo*, in *Dir. pen. cont.*, 2012, p. 10 ss. Sempre sul piano della rilevanza della proporzionalità della pena rispetto all'art. 3 Cedu, declinata peraltro nello specifico ambito degli obblighi positivi di investigazione, cfr. Corte Edu, Grande Camera, *Gäfgen c. Germania*, 1.6.2010, §§ 123-125 («[...] while the Court acknowledges the role of the national courts in the choice of appropriate sanctions for ill-treatment by State agents, it must retain its supervisory function and intervene in cases of manifest disproportion between the gravity of the act and the punishment imposed»).

⁹⁹³ Basti considerare che nella sentenza *Grande Stevens – ex-pietra miliare* in materia, di appena due anni precedente rispetto all'arresto *A e B c. Norvegia* – il profilo della proporzione sanzionatoria non veniva nemmeno preso in considerazione.

⁹⁹⁴ FIMIANI, *op. ult. cit.*

⁹⁹⁵ FUSCO E., *La tutela del mercato finanziario tra normativa comunitaria, ne bis in idem e legislazione interna*, in *Dir. pen. cont.*, 23 dicembre 2016.

dettato dalla sentenza *A e B c. Norvegia*⁹⁹⁶.

Nel rapido volgere di un biennio la giurisprudenza della Corte Edu in tema di *ne bis in idem* ha dunque segnato una parabola garantistica discendente, in cui l'affermazione di un'interpretazione *forte* del principio – di cui la sentenza *Grande Stevens* resta preclaro manifesto – è stata superata da una lettura più *blanda* dello stesso⁹⁹⁷ – puntualmente esposta nell'arresto *A e B c. Norvegia* – e tale mutamento ermeneutico ha recato con sé una torsione *sostanzialistica* del principio, non più inteso nella tradizionale declinazione *processualistica*⁹⁹⁸, pur letteralmente evocata dallo stesso art. 4, Prot. 7 Cedu⁹⁹⁹. Con l'esito per cui la semplice attivazione (o

⁹⁹⁶ Il riferimento concerne Trib. Milano, Sez. I Penale, ord. 6 dicembre 2016, in *Dir. pen. cont.*, 23 dicembre 2016, con nota di FUSCO, *La tutela del mercato finanziario*, cit. Nell'ambito di un procedimento penale ove veniva contestato il delitto di manipolazione del mercato (art. 185 t.u.f.) a tre soggetti che, per i medesimi fatti, erano stati già colpiti da una sanzione amministrativa pecuniaria (ex art. 187-ter, co. 3, lett. a) e b), t.u.f.), le difese degli imputati invitavano il Tribunale di Milano a pronunciarsi circa la violazione del divieto del *ne bis in idem*, così come sancito dalla Corte Edu nel caso *Grande Stevens*, e ad adottare una sentenza predibattimentale di improcedibilità ex art. 649 c.p.p. In subordine, veniva chiesto al giudice di proporre un rinvio pregiudiziale alla Corte di giustizia dell'Unione europea, al fine di valutare la compatibilità del doppio binario sanzionatorio in materia di *market manipulation* con l'art. 50 della Carta di Nizza. Il Tribunale rigettava tuttavia le istanze difensive, ritenendo che l'assetto normativo vigente in materia di manipolazione del mercato consentisse di individuare gli estremi di quella connessione sostanziale e temporale sufficientemente stretta delineata nella sentenza *A e B c. Norvegia*: di conseguenza, nel caso concreto, doveva escludersi la violazione del *ne bis in idem*. Osserva infatti il giudice che in materia di abusi di mercato: 1) non vi sono dubbi circa la *prevedibilità*, per l'autore della condotta, della duplicazione dei procedimenti, tenuto conto che si tratta di una conseguenza legislativamente prevista; 2) appare evidente anche *l'interazione che sussiste tra procedimento penale e procedimento amministrativo*, aventi a oggetto il medesimo fatto (cfr. artt. 187-septies, 187-octies e 187-decies t.u.f.); 3) infine, la sanzione inflitta nel procedimento che per primo giunge a conclusione *trova considerazione nell'applicazione della seconda sanzione*: in tal senso, depone inequivocabilmente l'art. 187-terdecies.

⁹⁹⁷ Sulla differenza tra una versione *maior* e una *minor* del principio, v. CONSULICH F.-GENONI C., *L'insostenibile leggerezza del ne bis in idem. Le sorti del divieto di doppio giudizio e doppia punizione, tra diritto europolitano e convenzionale*, in *Gur. pen. web*, 2018, 4, p. 7-11; nello stesso senso, pur con variante lessicale, volendo, BARON, *Reati tributari e ne bis in idem*, cit., p. 907-922.

⁹⁹⁸ Declinazione peraltro assunta dal principio anche a livello interno, come riconosciuto in Corte cost., sent. 200/2016, cit.: «[...] la garanzia individuale del divieto di *bis in idem*, [...] si sviluppa [...] con assoluta esclusività in una dimensione esclusivamente processuale, e preclude non il *simultaneus processus* per distinti reati commessi con il medesimo fatto, ma una seconda iniziativa penale, laddove tale fatto sia già stato oggetto di una pronuncia di carattere definitivo».

⁹⁹⁹ Il mutamento di prospettiva è stato rilevato anche da Corte cost., sent. 2 marzo 2018, n. 43 (in *Dir. pen. cont.*, 13 marzo 2018, con nota di GALLUCCIO A., *Ne bis in idem e reati tributari: la Consulta restituisce gli atti al giudice a quo perché tenga conto del mutamento giurisprudenziale intervenuto con la sentenza A e B c. Norvegia*; in *Cass., pen.*, 2018, p. 1940 ss., con nota redazionale di APRILE E.; in *Giur. cost.*, 2018, fasc. 2, p. 530 ss., con nota di TRIPODI A.F., *Il nuovo volto del ne bis in idem convenzionale agli occhi del giudice delle leggi. Riflessi sul doppio binario sanzionatorio in materia fiscale*, nonché *ivi*, p. 520 ss. con nota di PEPE F., *La Corte costituzionale prende atto della metamorfosi del ne bis in idem europeo: fine della storia?*), la quale ha evidenziato che con «la sentenza 15 novembre 2016, *A e B contro Norvegia*, la grande camera della Corte di Strasburgo ha impresso un nuovo sviluppo

prosecuzione) di un secondo procedimento *in idem*, volto all'irrogazione di una sanzione sostanzialmente penale, allorché il primo procedimento si sia già concluso con una sanzione (sostanzialmente punitiva) definitiva, non determina *ipso facto* la violazione del divieto stabilito dall'art. 4, Prot. 7 Cedu: occorre infatti un *quid pluris*, consistente nell'assenza di una «*sufficiently close connection in substance and time*».

Ad ogni modo, fermo restando che la torsione *sostanzialistica*, impressa dal *dictum* della Grande Camera, ha determinato un generale declassamento dell'efficienza garantistica del divieto convenzionale del *bis in idem* – concedendo, per contro, ben maggiori spiragli di sopravvivenza ai settori di intervento normativo nazionale calibrati sul meccanismo del doppio binario sanzionatorio¹⁰⁰⁰ – occorre tuttavia rilevare che la Corte Edu, rispetto alle tensioni “difensivistiche” che sembrano influenzare le valutazioni della Corte di Giustizia – ben attenta, come si vedrà, a raccomandare che le sanzioni “finali” (poca importa, verrebbe da dire, che siano applicate singolarmente o cumulativamente) siano sempre effettive e dissuasive, ossia *idonee* a tutelare gli interessi finanziari dell'Unione¹⁰⁰¹ –, evoca il principio di proporzionalità sanzionatoria senza alcuna strumentalizzazione verso la realizzazione di un interesse o obiettivo che sia “altro”. La Corte di Strasburgo non utilizza il criterio della proporzionalità quale veicolo per “compensare” eventuali *deficit* retribuzionistici o general-preventivi in relazione alla tutela di interessi ulteriori e diversi, bensì quale strumento “puro” di garanzia individuale.

3. *Ne bis in idem e doppio binario sanzionatorio nella giurisprudenza della Corte di Giustizia.*

Le rapide considerazioni fin qui svolte hanno riguardato solamente la dimensione convenzionale del *ne bis in idem*. Ma, ovviamente, la volta giuridica europea si compone anche della galassia eurounitaria. Occorre infatti ricordare che la garanzia del

alla materia di cui si discute [...]», al punto che il «*ne bis in idem* convenzionale cessa di agire quale regola inderogabile conseguente alla sola presa d'atto circa la definitività del primo procedimento, ma viene subordinato a un apprezzamento proprio della discrezionalità giudiziaria in ordine al nesso che lega i procedimenti, perché in presenza di una “close connection” è permesso proseguire nel nuovo giudizio ad onta della definizione dell'altro». In buona sostanza «può dirsi che si è passati dal divieto imposto agli Stati aderenti di configurare per lo stesso fatto illecito due procedimenti che si concludono indipendentemente l'uno dall'altro, alla facoltà di coordinare nel tempo e nell'oggetto tali procedimenti, in modo che essi possano reputarsi nella sostanza come preordinati a un'unica, prevedibile e non sproporzionata risposta punitiva, avuto specialmente riguardo all'entità della pena (in senso convenzionale) complessivamente irrogata».

¹⁰⁰⁰ In effetti, è stato osservato che la *Grande Chambre* «ha voluto compiere una rivisitazione delle sue precedenti affermazioni che [...] erano sembrate a molti Stati eccessivamente sbilanciate sul versante delle garanzie individuali, senza tener conto degli interessi complessivamente in gioco, primi fra tutti quelli fiscale ed economico dell'Unione Europea» (cfr. Ufficio del Massimario, *Ne bis in idem - percorsi interpretativi e recenti approdi della giurisprudenza nazionale ed europea*, Rel. N. 26/2017, 17).

¹⁰⁰¹ Cfr. *infra*, par. 3.

ne bis in idem trova riconoscimento “positivo” non solo nell'art. 4 Prot. 7 Cedu, ma altresì nell'art. 50 della Carta di Nizza: fonti formalmente distinte ma pressoché sovrapponibili nel tenore contenutistico. Volgendo quindi lo sguardo all'altra metà del cielo europeo, deve innanzitutto osservarsi che la prammatica interpretativa della Corte di Giustizia, maturata sul principio fissato dall'art. 50 della Carta di Nizza, muove dal medesimo *acquis* interpretativo che ha costituito il fondamento concettuale su cui la Corte Edu ha imbastito la sentenza *Grande Stevens*.

La Corte del Lussemburgo ha infatti adottato una linea interpretativa a vocazione «sostanzialistica», valorizzando quei medesimi snodi argomentativi sui quali si regge l'ermeneusi convenzionale.

Nella sentenza *Fransson*¹⁰⁰² – di poco precedente rispetto all'arresto *Grande Stevens* – la Corte di Giustizia ha infatti precisato che, se pure l'art. 50 della Carta di Nizza non impedisce – di per sé – agli Stati membri di prevedere per il medesimo fatto un cumulo di sanzioni, penali e amministrative, la “barriera” del *ne bis in idem* trova tuttavia applicazione laddove la sanzione formalmente amministrativa abbia «natura penale»¹⁰⁰³.

Al di là della variazione terminologica («*natura penale*», in luogo di «*materia penale*»)¹⁰⁰⁴, il lessico eurounitario e quello strasburghese paiono convergere verso la medesima sostanza, atteso che la Corte di Giustizia ancora la valutazione della «natura penale» di una sanzione a un tritico di criteri che, a loro volta, paiono mutuati proprio dall'elaborazione convenzionale degli *Engel criteria*¹⁰⁰⁵.

Il *modus interpretandi* della Corte di Giustizia evidenzia una sovrapposizione rispetto a quella della Corte Edu anche sul versante del significato sotteso alla particella «*idem*». Il giudice di Lussemburgo ha da tempo precisato infatti che in tanto può ragionarsi di «stesso reato» (ai sensi dell'art. 50 CDFUE), in quanto vi sia una «identità di fatti materiali, intesi come esistenza di un insieme di circostanze concrete inscindibilmente collegate tra loro che hanno condotto all'assoluzione o alla condanna

¹⁰⁰² CGUE, Grande sez., 26 febbraio 2013, C-617/10, *Åklagaren c. Hans Åkerberg Fransson*, in *Riv. trim. dir. pen. cont.*, con nota di MANACORDA S., *Dalle carte dei diritti a un diritto penale “à la carte”?*, 2013, 3, p. 242 ss. e di VOZZA D., *I confini applicativi del principio del ne bis in idem interno in materia penale: un recente contributo della Corte di Giustizia dell'Unione europea*, *ivi*, p. 297 ss. Si veda anche CGUE, sez. III, 23 dicembre 2009, C-45/08, *Spector Photo Group NV, Chris Van Raemdonck c. Commissie voor het Bank-, Financier- en Assurantiewezen (CBFA)*, con particolare riferimento ai §§ 74-77.

¹⁰⁰³ In tal senso, cfr. COSTANZO-TRUCCO, *Il principio del ne bis in idem*, *cit.*, p. 867.

¹⁰⁰⁴ Le differenze che connotano l'approccio eurounitario, rispetto a quello convenzionale, in tema di *ne bis in idem* sono accuratamente evidenziate da DE AMICIS-GAETA, *op. ult. cit.*

¹⁰⁰⁵ Sul punto cfr. CGUE, Grande sez., 5 giugno 2012, C-489/10, *Bonda*, §§ 37-45, in cui vengono elencati i tre parametri — assai simili a quelli convenzionali dei criteri Engel — da considerare allorché occorra stabilire se una sanzione formalmente amministrativa presenti in realtà «natura penale»: la qualificazione giuridica dell'illecito secondo il diritto nazionale; la natura dell'illecito; il grado di severità della sanzione.

definitiva dell'interessato»¹⁰⁰⁶.

Ciò premesso, nonostante il tenore letterale dell'art. 50 della Carta di Nizza evochi una dimensione eminentemente *processuale* del *ne bis in idem*, inteso quale baluardo garantistico avverso la duplicazione di *procedimenti* per il medesimo fatto nei confronti del medesimo soggetto, la giurisprudenza della Corte di Giustizia sui “doppi binari sanzionatori” – a partire dal caso *Spector Photo Group*¹⁰⁰⁷, in materia di *market abuse*, passando attraverso la sentenza *Fransson*¹⁰⁰⁸, in tema di reati tributari, sino a recenti arresti della Grande Sezione nei rinvii pregiudiziali relativi ai casi *Garlsson*

¹⁰⁰⁶ CGUE, 18 luglio 2007, C-367/05, *Kraaijenbrink*, § 26, ove, pur con riferimento all'interpretazione dell'art. 54 della CAAS, richiamando alcuni precedenti conformi, la Corte osserva che il criterio ermeneutico è «è quello dell'identità dei fatti materiali, intesi come esistenza di un insieme di circostanze concrete inscindibilmente collegate tra loro [...]». Tale criterio è stato più di recente ribadito da CGUE, (Grande Sezione), C-524/15, *Menci*, 20 marzo 2018, § 35, su cui *infra*, ed è stato altresì recentemente confermato dalla stessa Corte costituzionale italiana che, chiamata a pronunciarsi in ordine alla corretta ermeneusi dell'art. 649 c.p.p., ha ritenuto che la locuzione «medesimo fatto» ivi contenuta debba essere ricostruita sulla base di una valutazione storico-naturalistica, affermando chiaramente che «ai fini della decisione sull'applicabilità del divieto di *bis in idem* rileva infatti solo il giudizio sul fatto storico»: cfr., Corte cost., sent. 31 maggio 2016 (dep. 21 luglio 2016), n. 200.

¹⁰⁰⁷ CGUE, *Spector Photo Group*, cit., par. 42, ove la Corte riconosce che, per quanto «vero che l'art. 14, n. 1, della direttiva 2003/6 non impone agli Stati membri di prevedere sanzioni penali nei confronti degli autori di abusi di informazioni privilegiate, ma si limita ad affermare che tali Stati sono tenuti a garantire che “possano essere adottate le opportune misure amministrative o irrogate le opportune sanzioni amministrative a carico delle persone responsabili del mancato rispetto delle disposizioni adottate in attuazione di [tale] direttiva”», altrettanto vero è che «gli Stati membri, inoltre, [sono] tenuti a garantire che queste misure siano “efficaci, proporzionate e dissuasive”»: conclude pertanto nel senso che «l'art. 14, n. 1 della direttiva 2003/6 deve essere interpretato nel senso che, se uno Stato membro, salvo le sanzioni amministrative previste da tale disposizione, ha previsto la possibilità d'infliggere una sanzione finanziaria penale, nella valutazione del carattere efficace, proporzionato e dissuasivo della sanzione amministrativa non occorre tenere conto della possibilità e/o del livello di un'eventuale sanzione penale ulteriore» (par. 77).

¹⁰⁰⁸ CGUE, *Åklagaren c. Hans Åkerberg Fransson*, cit. La Corte, chiamata a valutare se il principio del *ne bis in idem* stabilito dall'articolo 50 della Carta di Nizza, debba essere interpretato «nel senso che esso osta a che siano avviati nei confronti di un imputato procedimenti penali per frode fiscale, una volta che gli è già stata inflitta una sovrattassa per gli stessi fatti di falsa dichiarazione» (§ 32), ha chiarito che spetta «al giudice del rinvio valutare [...] se occorra procedere ad un esame del cumulo di sanzioni tributarie e penali previsto dalla legislazione nazionale sotto il profilo degli standard nazionali [...], circostanza che potrebbe eventualmente indurlo a considerare tale cumulo contrario a detti standard, a condizione che le rimanenti sanzioni siano effettive, proporzionate e dissuasive» (§ 36).

*Real Estate*¹⁰⁰⁹ e *Di Puma e Zecca*¹⁰¹⁰, nuovamente concernenti gli abusi di mercato – si è costantemente orientata lungo una direttrice interpretativa dai marcati tratti *sostanzialistici*.

Sul programma valutativo della Corte incide infatti la verifica circa l'adeguatezza, l'effettività e la proporzionalità della sanzione che – in ipotesi di attivazione della garanzia e, quindi, di illegittimità del secondo procedimento *in idem* – residuerebbe nel caso concreto.

Pur senza ripercorrere gli articolati *step* argomentativi e ricostruttivi che hanno caratterizzato l'elaborazione eurounitaria¹⁰¹¹, il *clou* dell'ermeneusi della Corte di Giustizia può certamente individuarsi nella valorizzazione del principio di *proporzionalità sanzionatoria*. Come lucidamente chiarito nella sentenza *Garlsson*, qualora in relazione al *medesimo fatto* – storicamente delineato – dovesse assistersi a una convergenza di sanzioni *formalmente* penali e di sanzioni *sostanzialmente* penali (così qualificato in ossequio ai criteri fissati nella sentenza *Bonda*¹⁰¹², a loro volta plasmata a immagine degli *Engel criteria*), irrogate a valle di due distinti procedimenti, ciò non comporterebbe di per sé una automatica violazione del *ne bis in idem*, a condizione che il “doppio binario” non solo costituisca un esito prevedibile per l'interessato – sussistendo peraltro una sufficiente connessione tra i procedimenti –,

¹⁰⁰⁹ CGUE, Grande sez., 20 marzo 2018, C-537/16, *Garlsson Real Estate SA e altri c. Consob*, in *Dir. pen. cont.*, 21 marzo 2018, con nota di GALLUCCIO, *La Grande Sezione della Corte di Giustizia si pronuncia sulle attese questioni pregiudiziali in materia di bis in idem*, cit.; in *Eurojus.it*, 22 marzo 2018, con nota di RECCHIA A., *Note minime sulle tre recenti sentenze della Corte di giustizia dell'Unione europea in tema di ne bis in idem*. Il rinvio pregiudiziale, che era stato effettuato da parte della Suprema Corte nel caso *Ricucci* (Cass., sez. trib. civ., ord. 13 ottobre 2016), n. 20675, in *Dir. pen. cont.*, 17 ottobre 2016, con nota VIGANÒ F., *A never ending story? Alla Corte di Giustizia dell'Unione europea la questione della compatibilità tra ne bis in idem e doppio binario sanzionatorio in materia, questa volta, di abusi di mercato*, riguardava una vicenda in tema di manipolazione del mercato (artt. 185 e 187-ter t.u.f.) in cui i ricorrenti, dopo che il versante penalistico a loro carico si era già concluso con una sentenza di patteggiamento, risultavano destinatari di una sanzione amministrativa irrogata dalla Consob, contro la quale facevano opposizione.

¹⁰¹⁰ CGUE, Grande sez., 20 marzo 2018, C-596/16 e C-597/16, *Di Puma e Zecca c. Consob*, avente ad oggetto due rinvii pregiudiziali effettuati dalla Suprema Corte in materia di *insider trading* (Cass, II sez. civ., ord. 15 novembre 2016, 23232/16, in *Dir. pen. cont.*, 28 novembre 2016, con nota di VIGANÒ F., *Ne bis in idem e doppio binario sanzionatorio: nuovo rinvio pregiudiziale della Cassazione in materia di abuso di informazioni privilegiate*). Più precisamente, il caso riguardava un'ipotesi in cui i ricorrenti erano stati colpiti dalle sanzioni amministrative, irrogate da Consob ex art. 187-bis t.u.f., pur essendo già state assolte in sede penale dall'imputazione per il delitto di cui all'art. 184 t.u.f.

¹⁰¹¹ Per una interessante e ampia ricognizione circa la dimensione del principio del *ne bis in idem* in ambito sovranazionale (pur limitato allo scenario *antecedente* al trittico di sentenze, emesse nel marzo 2018 dalla Grande Sezione della Corte di Giustizia, su cui *infra*), cfr. VAN BOCKEL, *Ne bis in idem in EU Law*, cit.

¹⁰¹² CGUE, *Bonda*, cit., § 37-45, in cui vengono elencati i tre parametri – assai simili a quelli convenzionali dei criteri *Engel* – da considerare allorché occorre stabilire se una sanzione formalmente amministrativa presenti in realtà «natura penale»: la qualificazione giuridica dell'illecito secondo il diritto nazionale; la natura dell'illecito; il grado di severità della sanzione.

ma altresì integri una misura nazionale strettamente necessaria per assicurare la realizzazione di un interesse generale e conduca ad un esito sanzionatorio complessivamente *proporzionato* rispetto alla gravità del fatto¹⁰¹³.

Da una ricognizione in chiave diacronica della giurisprudenza del Lussemburgo, in materia di *ne bis in idem*, sembra peraltro potersi desumere un “avvicendamento di prospettiva” nel concetto di proporzionalità evocato. S’allude al fatto che, richiamando alla mente le due accezioni (v. *supra*, par. 2) con cui il principio di proporzione si manifesta nello strumentario interpretativo della Corte di Giustizia – *formale* (art. 49, par. 3, CDFUE) o *materiale* (art. 52, par. 1, CDFUE) –, l’esame delle pronunzie succedutesi nel tempo rivela un progressivo abbandono, da parte della Corte, della declinazione *formale* a favore della dimensione *materiale* del principio.

Nella sentenza *Fransson*, l’esigenza di tutelare gli interessi finanziari dell’Unione spinge il Giudice di Lussemburgo ad affermare che, di per sé, «l’articolo 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»¹⁰¹⁴, potendo il Giudice interno valutare un “doppio binario sanzionatorio” come contrario agli standard di cui all’art. 51, par. 2, CDFUE, «a condizione che le rimanenti sanzioni siano effettive, proporzionate e dissuasive». Per contro, l’ordito argomentativo su cui poggiano le sentenze *Garlsson* e *Di Puma e Zecca* presenta le cadenze tipiche dello schema di ragionamento a carattere *ponderativo* che informa il principio di proporzionalità *materiale*. Posto infatti che quello del *ne bis in idem* rappresenta un diritto fondamentale (art. 50 CDFUE), il quale può essere oggetto di limitazioni in vista della realizzazione di un interesse di carattere generale (ai sensi dell’art. 52, par. 1), e tenuto conto che la tutela dell’integrità dei mercati finanziari dell’Unione e della fiducia del pubblico negli strumenti finanziari rappresenta sicuramente un obiettivo prioritario della politica unionale¹⁰¹⁵, un cumulo di sanzioni punitive (penali e sostanzialmente penali) *in idem* non contrasta *di per sé* con l’art. 50 della Carta, purché conduca ad un esito sanzionatorio *proporzionato*: la proporzione diviene dunque criterio determinante per garantire l’equilibrio tra lo *scopo perseguito* (la tutela degli interessi finanziari dell’Unione) e il *mezzo impiegato* (la limitazione del

¹⁰¹³ CGUE, *Garlsson*, cit., §§ 36-44, ove la Corte individua – in via “generale” – i requisiti affinché un cumulo sanzionatorio *in idem* possa integrare una legittima limitazione al diritto di cui all’art. 50 CDFUE, compatibile con l’art. 52, co. 3, CDFUE.

¹⁰¹⁴ CGUE, *Fransson*, cit., § 34.

¹⁰¹⁵ Eloquenti, in tal senso, i *consideranda* nn. 1 e 2 del Reg. (UE) n. 596/2014: dopo aver ricordato che «un autentico mercato interno dei servizi finanziari è di importanza fondamentale per la crescita economica e la creazione di posti di lavoro nell’Unione», il legislatore eurounitario sottolinea che «un mercato finanziario integrato, efficiente e trasparente non può esistere senza che se ne tuteli l’integrità. 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 nei valori mobiliari e negli strumenti derivati». Di identico tenore il *considerando* n. 1 della Direttiva 2016/57/UE. Sul punto, cfr. *supra*, Cap. I, Sez. II, par. 1 e ss.

diritto del *ne bis in idem*). In tal senso declinato, esso esprime pertanto un canone di razionalità *materiale*.

In effetti, come evidenziato in dottrina¹⁰¹⁶, il *test* circa la complessiva proporzionalità delle “doppie” sanzioni irrogate *in idem* sembra assumere una struttura *bifasica*. In ossequio alle indicazioni formulate dalla Grande Camera del Lussemburgo, l’interprete è dapprima incaricato di verificare se – alla luce dell’art. 52, par. 1, CDFUE – la limitazione del diritto sancito dall’art. 50 della Carta non vada oltre a quanto strettamente necessario per la realizzazione di un obiettivo di interesse generale (meritevole di tutela).

A tal fine, il Giudice dell’Unione attribuisce rilievo all’*ordine di conclusione dei procedimenti*, individuando due ipotesi nelle quali *sicuramente* sussiste una violazione del *ne bis in idem*.

La prima. In caso di previa conclusione del procedimento *stricte sensu* penalistico con l’irrogazione di una pena *efficace, proporzionata e dissuasiva*, l’apertura (o la prosecuzione) di un procedimento “amministrativo” *in idem* contrasterebbe con l’art. 50 e l’art. 52, par. 1, della Carta, in quanto «eccederebbe quanto strettamente necessario»¹⁰¹⁷ per il conseguimento dell’obiettivo di interesse generale sotteso alla duplicazione procedimentale e sanzionatoria. Si noti: del tutto indifferente è la circostanza che la pena, concretamente irrogata, si sia poi estinta per effetto dell’indulto¹⁰¹⁸. La *ratio* sottesa al *dictum* della Grande Sezione va probabilmente ricercata nella presunzione (relativa), per cui la sanzione penale – a differenza di quella amministrativa “punitiva” – sia di per sé in grado di esaurire l’intero disvalore del fatto: al punto da rendere *eccedente* la previsione di una sanzione amministrativa.

Il secondo scenario è una variante del primo: laddove infatti il versante penalistico venisse definito con una pronuncia di *assoluzione*, perché il fatto non sussiste o non è stato provato, allora «la prosecuzione di un procedimento inteso all’irrogazione di una sanzione amministrativa pecuniaria di natura penale eccederebbe *manifestamente* quanto necessario per conseguire l’obiettivo [...]» (enfasi aggiunta)¹⁰¹⁹. L’insegnamento della Corte pare discendere dalla valutazione di

¹⁰¹⁶ Cfr. FELISATTI V., *Il ne bis in idem domestico. Tra coordinazione procedimentale e proporzionalità della sanzione*, in *Riv. trim. dir. pen. cont.*, 2018, fasc. 3, p. 137.

¹⁰¹⁷ Cfr. CGUE, *Garlsson*, cit., § 59.

¹⁰¹⁸ Cfr. CGUE, *Garlsson*, cit., § 62, ove la Corte evidenzia che «tale conclusione non è rimessa in discussione dalla circostanza che la pena definitiva pronunciata in applicazione dell’articolo 185 del TUF può, se del caso, estinguersi successivamente per effetto di un indulto [...]. Infatti, dall’articolo 50 della Carta emerge che la protezione conferita dal principio del *ne bis in idem* deve applicarsi alle persone che sono state assolte o condannate con sentenza penale definitiva, comprese, quindi, quelle alle quali è stata inflitta, con una sentenza siffatta, una sanzione penale successivamente estintasi per indulto. Pertanto, una circostanza del genere è irrilevante per valutare il carattere strettamente necessario di una normativa nazionale come quella discussa nel procedimento principale».

¹⁰¹⁹ Cfr., CGUE, *Di Puma e Zecca*, cit., § 44. Al successivo § 45 viene peraltro precisato che resta ferma «la possibilità [...] di un’eventuale riapertura del processo penale, se fatti sopravvenuti o nuove

maggiore “completezza” del giudizio penale rispetto a quello amministrativo: «in presenza di fatti sostanzialmente identici e in considerazione del più accurato e garantito contraddittorio in sede processuale penale», il giudicato di assoluzione formulato nel versante criminale ben può estendersi sino a coprire il procedimento amministrativo¹⁰²⁰.

In buona sostanza, parrebbe profilarsi lo spettro di un «carattere asimmetrico del *ne bis in idem* eurounitario»¹⁰²¹: la garanzia dell’art. 50 CDFUE non tollerebbe limitazioni allorché il procedimento penale si concluda per primo – salva l’ipotesi in cui la sanzione *stricto sensu* penale risultasse non efficace, proporzionata o dissuasiva –, mentre nell’ipotesi in cui a concludersi per primo fosse il percorso procedimentale amministrativo, allora l’eventuale applicazione *anche* delle sanzioni criminali sarebbe conforme al dettato della Carta, a condizione che sia garantita la *proporzionalità sanzionatoria*.

Se non ricorrono le due ipotesi indicate dalla Grande Sezione (non vi è stata previa assoluzione in sede penale, ovvero la pena irrogata non è efficace, proporzionata o dissuasiva) o se la sanzione per prima irrogata è quella amministrativa, allora l’interprete potrà accedere alla seconda fase del *test* – il giudizio di proporzionalità *in senso stretto* – attinente alla dimensione squisitamente sanzionatoria.

Da ultimo, non può tacersi l’impressione che il Giudice di Lussemburgo proceda alla valutazione di proporzionalità in una direzione teleologicamente orientata all’*enforcement* degli interessi finanziari dell’Unione: laddove eventuali apparati sanzionatori nazionali, predisposti a tutela di tali interessi – ritenuti di carattere “generale” e legittimi –, dovessero risultare “troppo leggeri”, questi potrebbero incorrere in una censura eurounitaria di *sproporzione per difetto*¹⁰²². Con l’effetto che

rivelazioni o un vizio fondamentale nella procedura antecedente sono in grado di inficiare la sentenza penale pronunciata».

¹⁰²⁰ In questo senso, RECCHIA, *Note minime sulle tre recenti sentenze*, cit., par. 8.

¹⁰²¹ Così MUCCIARELLI F., *Illecito penale, illecito amministrativo e ne bis in idem: la Corte di Cassazione e i criteri di stretta connessione e di proporzionalità*; nonché in *Giur. pen. Web*, 16 ottobre 2018, par. 7.

¹⁰²² Evidente il legame con il principio di leale cooperazione, di cui all’art. 4, par. 3, TUE, a mente del quale, in particolare «Gli Stati membri adottano ogni misura di carattere generale o particolare atta ad assicurare l’esecuzione degli obblighi derivanti dai trattati o conseguenti agli atti delle istituzioni dell’Unione. Gli Stati membri facilitano all’Unione l’adempimento dei suoi compiti e si astengono da qualsiasi misura che rischi di mettere in pericolo la realizzazione degli obiettivi dell’Unione». Nello stesso senso, MATTARELLA A., *Le recenti pronunce della Corte di Strasburgo in materia di ne bis in idem: un’occasione per riflettere anche sulla progressiva emersione del principio di proporzionalità della pena nel sistema multilivello delle fonti*, in *Cass. pen.*, 2017, fasc. 12, p. 4578 ss.; cfr. altresì CONSULICH F., *Il prisma del ne bis in idem nelle mani del giudice eurounitario*, in *Dir. pen. proc.*, 2018, fasc. 7, p. 955, il quale espressamente richiama la «vocazione efficientista della Corte di Giustizia». In tale prospettiva, può peraltro osservarsi che il “giro di vite” impresso dalla Corte Edu alla tutela del *ne bis in idem* abbia offerto alla Corte di Giustizia l’occasione per imprimere una più forte protezione degli interessi finanziari unionali: come osserva TRIPODI, *Cumuli punitivi*, cit., p. 1072, «è da escludersi che la Corte di giustizia non tenga conto dell’attuale posizione della Corte Edu, soprattutto se si ha riguardo

il metro della *proporzione* sanzionatoria eurounitaria potrebbe tendere verso l'alto, tollerando con maggiore larghezza eventuali cumuli punitivi.

4. *Ne bis in idem* e principio di proporzione: profili di indagine.

Il rapidissimo *excursus* sull'evoluzione della giurisprudenza euro-convenzionale in tema di *ne bis in idem* non è certamente adeguato a lumeggiare le complesse sfumature interpretative che hanno caratterizzato (e caratterizzano) l'andamento dell'ermeneusi – rispettivamente – della Corte di Strasburgo e di quella del Lussemburgo, ma è probabilmente sufficiente per cogliere sia la trasfigurazione *sostanzialistica* che ha subito il principio del *ne bis in idem* a livello euro-convenzionale (al punto che taluni hanno parlato di un *ne bis in idem* di “seconda generazione”¹⁰²³), sia i principali snodi interpretativi, sui quali i due, distinti, percorsi giurisprudenziali finiscono per convergere e nei quali – a ben vedere – l'interprete può individuare gli unici appigli concettuali (sufficientemente) solidi per tentare di identificare il volto attuale del *ne bis in idem*: il comune sostrato teorico di partenza, delimitato dalla nozione autonoma di *matiere penale* e dalla declinazione empirica dell'*idem*; il comune (almeno in parte¹⁰²⁴) approdo conclusivo, rappresentato dalla valorizzazione del criterio della *proporzionalità sanzionatoria*.

Il principio di *proporzionalità* assurge così a parametro essenziale del giudizio di compatibilità euro-convenzionale di un sistema nazionale a “doppio binario” sanzionatorio: vero e proprio “faro” che, nell'intendimento della Corte Edu e della Corte di Giustizia, dovrebbe guidare il giudice nell'opera di perimetrazione dello

alla più efficace tutela dei propri interessi finanziari che, attesa la restrizione dei margini operativi del principio operata dalla Grande Camera nel caso *A e B c. Norvegia*, conseguirebbe alla condivisione di tale nuovo statuto del *ne bis in idem* convenzionale».

¹⁰²³ Così CONSULICH-GENNONI, *L'insostenibile leggerezza del ne bis in idem*, cit., 17, nonché CONSULICH, *Il prisma del ne bis in idem*, cit., p. 949 ss.

¹⁰²⁴ Occorre infatti ricordare che il paradigma valutativo espresso dalla Corte di Giustizia diverge sensibilmente, quanto agli elementi da considerare ai fini del giudizio sulla violazione del *ne bis in idem*, dalla piattaforma criteriologica elaborata dalla Corte di Strasburgo. A titolo meramente esemplificativo, può evidenziarsi che la Grande Sezione della Corte di Giustizia, nell'individuare i parametri che dovrebbero orientare il giudice nazionale nel valutare se la previsione di un doppio binario sanzionatorio dia luogo, o meno, a una “limitazione” del *ne bis in idem* conforme al diritto dell'Unione, richiede l'esistenza di un coordinamento tra i due procedimenti, «*volto a ridurre allo stretto necessario l'onere supplementare che un simile cumulo comporta per gli interessati*» (cfr. CGUE, *Menci*, cit. par. 53; CGUE, *Garlsson*, cit. par. 55): requisito, questo, che pare riecheggiare quello della “sufficiente connessione *materiale*” evocato dalla Corte Edu nel caso *A e B c. Norvegia*. La Grande Sezione di Lussemburgo non accenna però all'ulteriore versante della “sufficiente connessione” convenzionalmente intesa, ossia quello *temporale*. Sul tema, v. RECCHIA, *Note minime sulle tre recenti sentenze*, cit., il quale osserva che «[...] le strade della Corte EDU e della Corte di giustizia divergono formalmente nella struttura argomentativa, pur giungendo praticamente a risultati molto simili».

spazio applicativo del *ne bis in idem*¹⁰²⁵.

Le aspettative paiono tuttavia (almeno in parte) disattese: lungi infatti dal fugare le ombre che s'annidano nelle pieghe della dimensione *lato sensu* "europea" del *ne bis in idem*, il principio di proporzione sanzionatoria rivela non poche incertezze operative, puntualmente evidenziate in dottrina e rapidamente emerse in sede di prima applicazione interna.

Incertezze che dipendono non solo dall'intrinseca *elasticità* che caratterizza *ex se* il giudizio di proporzione, ma che altresì derivano – più specificamente – dalla necessità di considerare, quali incognite della complessa equazione sanzionatoria che il giudice è chiamato a bilanciare, delle sanzioni tra loro *diverse*, per tipologia (detentive, pecuniarie, interdittive, ablatorie), per "provenienza" (giudice penale o Consob) e per finalità cui tendono (meramente retributiva, o...più articolata).

Prima di avventurarsi nei meandri del *test* di proporzione, paiono doverose due precisazioni di ordine "metodologico" che, a loro volta, offrono altrettante chiavi di lettura degli arresti giurisprudenziali di legittimità (ma non solo) oggetto di richiamo nel prosieguo.

Innanzitutto, la valutazione in ordine alla proporzionalità o meno del complessivo carico sanzionatorio irrogato rappresenta il *principale* criterio attorno al quale orbita l'operatività euro-convenzionale del *ne bis in idem*, ma non l'unico. Il giudice nazionale è infatti preliminarmente chiamato a verificare la sussistenza degli *altri* requisiti affinché, in ossequio a quanto statuito dalle Corti europee, il "doppio binario" nazionale *in idem* possa ritenersi compatibile con i dettami sia convenzionali che unionali: egli dovrà pertanto valutare la prevedibilità del cumulo sanzionatorio (*id est*, l'esistenza di una sufficiente base legale); la complementarietà finalistica della normativa amministrativa e di quella penale; l'esistenza di meccanismi di coordinamento (materiali, oltre che temporali) tra i due versanti processuali, tali da contenere gli oneri a carico degli interessati. Concluso questo primo vaglio, il giudice nazionale entra nel "vivo" del giudizio di proporzionalità sanzionatoria.

La seconda precisazione "di metodo" concerne più specificamente la struttura del *test* di proporzionalità. A differenza di quanto pare emergere dal *dictum* della Corte di Giustizia – per il quale il occorrerebbe dapprima valutare, sotto l'egida del requisito della stretta necessità, l'ordine di conclusione dei procedimenti e, quindi, esaminare il complesso sanzionatorio irrogato¹⁰²⁶ –, tale partizione valutativa risulta assai più sfumata nei percorsi argomentativi seguiti dai giudici nazionali. D'altro canto, se si ammette che laddove sia intervenuta per prima la condanna definitiva penale, il giudizio amministrativo dovrà essere "bloccato" (*ex art. 50 CDFUE*) solo se la sanzione criminale irrogata risulti già «idonea a reprimere l'infrazione commessa in modo efficace, proporzionato o dissuasivo», deve ammettersi altresì che tale giudizio di

¹⁰²⁵ In tal senso, da ultimo, anche SILVA C., *La deriva del ne bis in idem verso il canone di proporzionalità*, in *Arch. pen.*, 2019, 1, p. 32 ss.

¹⁰²⁶ Cfr. *supra*, par. 3.1.

idoneità postula di per sé un vaglio di *proporzionalità* della sanzione¹⁰²⁷.

5. Le incognite dell'equazione sanzionatoria: il ruolo del “vecchio” art. 187-terdecies t.u.f.

Il comparto normativo del *market abuse* è corredato di una disposizione che, se riguardata dall'angolo visuale del *ne bis in idem* processuale, costituisce uno dei principali indici positivi della *voluntas* legislativa di plasmare un sistema sanzionatorio fisiologicamente imperniato sulla duplicazione *procedimentale*. Nella misura in cui l'art. 187-terdecies del t.u.f., nella sua attuale formulazione¹⁰²⁸, per un verso impone all'autorità giudiziaria o alla Consob di “tenere conto” «al momento dell'irrogazione delle sanzioni di propria competenza, delle misure punitive già irrogate» (co. 1, lett. a)) e, per altro verso, limita l'esazione della sanzione (*lato sensu*) pecuniaria alla «parte eccedente quella riscossa, rispettivamente, dall'autorità amministrativa o da quella giudiziaria» (co. 1, lett. b)), postula evidentemente che “a monte” vi sia stato un doppio procedimento: in tal senso, si tratta di una disposizione del tutto *indifferente* rispetto alla dimensione *processuale* del *ne bis in idem*¹⁰²⁹.

Per contro, il riferimento al computo delle sanzioni iscrive la fattispecie in questione nel novero degli istituti che assumono rilievo nella prospettiva *sostanziale* del *ne bis in idem*¹⁰³⁰. Deve in effetti segnalarsi un'improvvisa rivalutazione (per non dire riscoperta) dell'art. 187-terdecies t.u.f. che, a partire dagli arresti della Grande Sezione di Lussemburgo e sino alle recenti pronunce dei giudici nazionali, è divenuto un elemento di necessaria ponderazione ai fini della complessa risoluzione dell'equazione sanzionatoria: è infatti agevole cogliere che la disposizione dell'art. 187-terdecies t.u.f. fornisce un primo, ancorché *minimale*, *ambiguo* e *inadeguato*, criterio al quale il giudice interno può ricorrere per orientare quella “ricerca della proporzione” che le Corti europee a questi hanno inteso affidare.

In verità sembra opportuno precisare quanto detto, tenendo conto della recente evoluzione normativa a cui è andato incontro il meccanismo dell'art. 187-terdecies t.u.f.: esso appariva *minimale* e *sicuramente inadeguato* – dal punto di vista del giudizio

¹⁰²⁷ Come evidenziato da Cass., sez. V, 21 settembre 2018, n. 49869, in *Cass., pen.*, 2019, fasc. 2, p. 642 ss. con nota di MADIA N., *Ne bis in idem europeo: la definitiva emersione della sua efficacia anche sostanziale in materia di pluralità di sanzioni e proporzionalità della pena*, il profilo attinente al coordinamento dei procedimenti e quello relativo alla proporzionalità del complessivo trattamento sanzionatorio sono tra loro connessi (par. 9.2).

¹⁰²⁸ Ma l'osservazione poteva essere estesa anche alla disposizione *ante* d.lgs. n. 107/2018, come si evidenzierà *infra*.

¹⁰²⁹ Cfr. SILVA, *La deriva del ne bis in idem*, cit., p. 14; *contra* però D'ALESSANDRO, *Regolatori del mercato*, cit., p. 217-218.

¹⁰³⁰ Sul ruolo dell'art. 187-terdecies t.u.f. rispetto alla dimensione sostanziale del *ne bis in idem*, cfr. da ultimo SEMINARA, *Diritto penale commerciale*, cit., p. 113; nello stesso senso, v. ZANNOTTI, *Diritto penale dell'economia*, cit., p. 435-436.

di proporzione – nella sua versione *ante* d.lgs. n. 107/2018; esso appare *ambiguo* e *probabilmente inadeguato* a seguito della riforma del 2018. Procediamo con ordine.

L'originaria configurazione dell'art. 187-*terdecies* t.u.f. contemplava un meccanismo compensativo espressamente limitato alla sola sanzione *pecuniaria*, ossia a uno solo dei plurimi effetti sanzionatori con cui il legislatore presidiava (e presidia) gli illeciti di *market abuse*¹⁰³¹. Uno spettro applicativo, dunque, alquanto circoscritto – *minimale*, per l'appunto – tanto che la Grande Sezione della Corte di Giustizia nel caso *Garlsson* aveva ritenuto che la disposizione – nella sua versione *ratione temporis* vigente – fosse di per sé *inadeguata* a garantire che tra l'entità complessiva delle sanzioni irrogate e la gravità del fatto sussistesse un rapporto conforme al canone della proporzionalità (ai sensi dell'art. 49, co. 3, CDFUE)¹⁰³².

Tale valutazione, circa l'inidoneità di un meccanismo “commutativo” *minimale* a garantire *di per sé* la proporzione complessiva del carico sanzionatorio irrogato *in idem* (in quanto limitato alla dimensione *pecuniaria* del trattamento afflittivo), è stata del resto condivisa dalla giurisprudenza di legittimità.

Chiamata a pronunciarsi in tema di doppio binario sanzionatorio e *market manipulation* a pochi mesi di distanza dal tritico di sentenze della Grande Sezione di Lussemburgo, nel caso *Franconi* la Suprema Corte – dopo aver effettuato una ricognizione complessiva dell'evoluzione ermeneutica che ha accompagnato la *vexata quaestio* del rapporto tra *ne bis in idem* e cumuli sanzionatori, cogliendo ed evidenziando la torsione in chiave sostanzialistica subita dal principio¹⁰³³ – ha

¹⁰³¹ Nella sua previgente formulazione (così come risultante all'esito della modifica apportata dall'art. 3, co. 19, d.lgs. 29 dicembre 2007, n. 303), la disposizione di cui all'art. 187-*terdecies* stabiliva infatti che «Quando per lo stesso fatto è stata applicata a carico del reo o dell'ente una sanzione amministrativa pecuniaria ai sensi dell'articolo 187-*septies*, la esazione della pena pecuniaria e della sanzione pecuniaria dipendente da reato è limitata alla parte eccedente quella riscossa dall'Autorità amministrativa».

¹⁰³² Cfr. CGUE, *Garlsson*, cit., § 60: «[...] dal momento che l'articolo 187 *terdecies* sembra avere ad oggetto solamente il cumulo di pene pecuniarie, e non il cumulo di una sanzione amministrativa pecuniaria di natura penale e di una pena della reclusione, risulta che detto articolo non garantisce che la severità dell'insieme delle sanzioni inflitte sia limitata a quanto strettamente necessario rispetto alla gravità del reato in questione». Si noti, per contro, che in una delle prime applicazioni interne dei criteri stabiliti dalla decisione della Corte Edu, nel caso *A e B c. Norvegia*, il giudice di merito aveva ritenuto che la disciplina italiana del *market abuse* non violasse il parametro della *proporzionalità* (uno degli indici, come ricordato, della *sufficiently close connection in substance and time*), proprio in virtù dell'operatività dell'art. 187-*terdecies*: cfr. Trib. Milano, Sez. I Penale, ord. 6 dicembre 2016, in *Dir. pen. cont.*, 23 dicembre 2016, con nota di FUSCO, *La tutela del mercato finanziario*, cit., p. 8; nonché in *Dir. pen. proc.*, 2017, 4, con nota di MANACORDA S., *Equazioni complesse: il ne bis in idem “incipite” sul “doppio binario” per gli abusi di mercato al vaglio della giurisprudenza*, p. 520.

¹⁰³³ Cass., sez. V, 10 ottobre 2018 (ud. 21 giugno 2018), n. 45829, *Franconi e a.*, in *Dir. pen. cont.*, 17 ottobre 2018, con nota di MUCCIARELLI, *Illecito penale, illecito amministrativo e ne bis in idem*, cit. V. altresì FUSCO E.-BAGGIO G., *Recenti pronunce in materia di market abuse*, in *Dir. pen. cont.*, 2019, fasc. 1, p. 72-73. La dinamica fattuale che aveva originato il procedimento presentava il tipico andamento bifasico che, statisticamente, si manifesta con maggiore frequenza: i ricorrenti erano stati dapprima sanzionati per l'illecito amministrativo di *market manipulation* (art. 187-*ter* t.u.f.), con misure pecuniarie

soffermato l'attenzione sul parametro convenzionale della *sufficiently close connection in substance and time*, affrontando in particolare il «sub-criterio prevalente» della *proporzionalità* tra il cumulo di sanzioni irrogate e la gravità dell'illecito¹⁰³⁴.

La Corte ha prontamente osservato come l'attivazione del vaglio di proporzione implichi, «in mancanza di un chiaro riferimento normativo, l'esercizio di compiti interpretativi molto complessi ed articolati»¹⁰³⁵. Posto infatti che l'art. 187-*terdecies* t.u.f., nella versione *illo tempore* in vigore, delineava un «principio della computabilità»¹⁰³⁶ limitato all'esazione della sola sanzione punitiva pecuniaria, il giudice di legittimità ha escluso che tale disposizione potesse essere utilmente impiegata in sede di giudizio di proporzione, «dal momento che non permette al giudice di modulare la risposta sanzionatoria tenendo conto del cumulo della sanzione pecuniaria e detentiva»¹⁰³⁷.

Stretta tra la necessità (euro-convenzionalmente imposta) di valutare la complessiva proporzionalità sanzionatoria, da un lato, e la consapevolezza in ordine alla strutturale inadeguatezza dell'art. 187-*terdecies* t.u.f. (versione *ante* d.lgs. n. 107/2018) a fondare il giudizio di proporzione, dall'altro, la Corte di Cassazione ha individuato nell'art. 133 c.p. la chiave normativa per risolvere l'enigma della proporzione.

Il ragionamento del giudicante appare invero piuttosto lineare, nella sua semplicità: se la disposizione “speciale” (l'art. 187-*terdecies* t.u.f.) non riesce a regolare la coesistenza di diverse propaggini sanzionatorie, scaturenti dal medesimo fatto di *market abuse*, assicurando che conducano ad un esito afflittivo complessivamente proporzionato, allora non può che trovare applicazione la disposizione “generale” (l'art. 133 c.p.), ossia quella che indica al giudice (penale: la precisazione è tutt'altro che secondaria) *quali* parametri considerare allorché venga chiamato a individuare la *pena* da irrogare nel caso concreto.

Ovviamente, il ragionamento fila a condizione che lo stesso art. 133 c.p. venga “aggiornato”. Un *ne bis in idem* sostanzializzato di “seconda generazione” – o “eterogeneo” –, capace di estendere la propria portata sino a coprire le sanzioni amministrative punitive, richiede un criterio di commisurazione sanzionatoria a sua volta di “seconda generazione” – o “eterogeneo” –. Ecco dunque che il vaglio di proporzione, condotto alla stregua dell'art. 133 c.p., in tanto può essere utilmente condotto, in quanto la disposizione citata veda allargata la propria portata operativa: in sede di adeguamento della pena rispetto alla «gravità del fatto» (art. 133, co. 1, c.p.), il giudice penale dovrà tenere conto allora anche della sanzione amministrativa punitiva già irrogata dalla Consob. In tal senso, pare che l'art. 187-*terdecies* t.u.f. venga

irrogate dalla Consob e divenute definitive; successivamente, sono stati colpiti per il medesimo fatto dalle sanzioni penali previste dall'art. 185 t.u.f. (applicate dalla Corte d'Appello di Milano).

¹⁰³⁴ Cass., n. 45829/18, cit., par. 4.1.

¹⁰³⁵ Cass., n. 45829/18, cit., par. 4.2.

¹⁰³⁶ Così ALESSANDRI, *Attività d'impresa e responsabilità penali*, cit., p. 555.

¹⁰³⁷ Cass., n. 45829/18, cit., par. 5.3.

“inglobato” all’interno dell’art. 133 c.p., aggiungendosi ai criteri di ponderazione già contemplati nella disposizione codicistica¹⁰³⁸.

D’altra parte, il richiamo all’art. 133 c.p. sembra tradire una sensazione di “spaesamento” in capo della Corte. Sorge cioè forte l’impressione che, posta dinanzi all’*horror vacui* del giudizio di proporzione, senza strumenti che consentano di indirizzare lungo un binario sufficientemente sicuro la ricerca del giusto carico sanzionatorio, la Corte di Cassazione abbia individuato nell’art. 133 c.p. una sorta di “salvagente” normativo.

Senza dubbio, il riferimento all’art. 133 c.p. non è di per sé particolarmente sconvolgente: si tratta di uno strumento che, per quanto certamente calibrato in vista della regolazione di scenari ben diversi da quelli *bi-sanzionatori* che con esso si tenta di gestire, può (abbastanza) agevolmente prestarsi a una *upgradation* interpretativa, funzionale a modellarne l’operatività sino ad affidargli la gestione del cumulo sanzionatorio penale-amministrativo (punitivo).

La ragione per cui la Corte ha prontamente individuato l’art. 133 c.p. come perno del *test* di proporzione è però da ricercarsi su un piano diverso. Si tratta infatti di uno strumento *normativamente* stabile, che «vincola [...] il decidente nell’esercizio del potere discrezionale attribuitogli dall’ordinamento in relazione alla determinazione della pena da infliggere, in linea con il principio di legalità della pena, prima ancora che con le recentissime statuizioni della Corte di Giustizia dell’Unione europea»¹⁰³⁹: è un faro *positivo* che rischiarà – almeno in parte¹⁰⁴⁰ – la via del giudice, orientandolo nell’umbratile e tortuoso percorso della proporzione. In definitiva, è una riaffermazione della *legalità normativa* in un panorama di *incertezza interpretativa*.

L’inadeguatezza dell’art. 187-*terdecies* t.u.f. e la centralità dell’art. 133 c.p., come parametro di riferimento per l’individuazione della giusta proporzione sanzionatoria, è stata peraltro ribadita – pur con sfumature in parte differenti – in un diverso arresto di legittimità, di poco successivo rispetto a quello riguardante la vicenda *Franconi*.

¹⁰³⁸ Impresione peraltro resa ancor più forte dalla lettura della sentenza *Chiarion Casoni*, su cui *infra*.

¹⁰³⁹ Cass., n. 45829/18, cit., par. 5.3.

¹⁰⁴⁰ Non può tacersi infatti che l’ampiezza dei parametri richiamati dall’art. 133 c.p., se da un lato conferisce alla disposizione un significativo tratto di adattabilità (come dimostrato del resto dall’utilizzo dello stesso in sede di giudizio di proporzione e doppi binari sanzionatori), dall’altro contribuisce ad acuire i profili di incertezza applicativa che già connotano il *test* di proporzionalità e che, secondo alcuni, «non autorizzano prognosi fauste circa l’idoneità della [disposizione] a fornire parametri sicuri e affidabili in materia»: così MUCCIARELLI, *Illecito penale, illecito amministrativo*, cit., par. 6.

Nella sentenza *Chiarion Casoni*¹⁰⁴¹, la Quinta Sezione ha affermato¹⁰⁴² infatti che «il giudice comune deve valutare la proporzionalità del cumulo sanzionatorio rispetto al disvalore del fatto, da apprezzarsi con riferimento agli aspetti propri di entrambi gli illeciti [...], tenendo conto, con riguardo alla pena della multa, del meccanismo “compensativo” di cui all’art. 187-terdecies TUF [...]»¹⁰⁴³. Tale operazione di ingegneria sanzionatoria rientrerebbe peraltro sotto l’egida del *principio di legalità*, in quanto l’apprezzamento al quale è chiamato il giudice interno «[...] è sostanzialmente affine alle valutazioni sottese ai parametri commisurativi di cui all’art. 133 cod. pen., determinando, rispetto a essi, un “allargamento” dell’oggetto di tali valutazioni, che, per un verso, devono essere estese al trattamento sanzionatorio inteso come comprensivo anche della sanzione formalmente amministrativa e, per altro verso, devono investire il fatto commesso nei diversi aspetti propri dei due illeciti»¹⁰⁴⁴.

Come prontamente osservato nella recente pronuncia nel caso *Erbetta*¹⁰⁴⁵, si coglie una evidente affinità argomentativa tra la sentenza *Franconi* e la sentenza *Chiarion Casoni* in ordine alla ricostruzione del giudizio di proporzionalità¹⁰⁴⁶: la complessità del *test* della proporzione, in quanto implicante la considerazione di una pluralità di variabili sanzionatorie, non può essere adeguatamente condotto ricorrendo al limitato meccanismo compensativo dell’art. 187-terdecies t.u.f. (nella sua versione

¹⁰⁴¹ Cass., sez. V, 31 ottobre 2018 (ud. 21 settembre 2018), n. 49869, in *Giur. pen. Web*, 12 novembre 2018, con nota di ROCCATAGLIATA L., *La proporzionalità del trattamento sanzionatorio complessivamente irrogato per gli abusi di mercato: disapplicazione in toto vs. disapplicazione in mitius della norma interna*. V. altresì FUSCO-BAGGIO, *Recenti pronunce*, cit., p. 73-74, nonché MADIA, *Ne bis in idem europeo*, cit., p. 662 ss. La vicenda giudiziaria sottoposta all’attenzione della Corte di legittimità, relativa ad un caso di lamentato “doppio binario” sanzionatorio in tema di *insider trading*, è la medesima da cui avevano tratto origine l’ordinanza di rimessione che hanno condotto alla citata sentenza n. 102/2016 della Corte costituzionale.

¹⁰⁴² Anche in questo pronunciamento, la Corte muove da una ampia ricostruzione dell’evoluzione interpretativa che ha caratterizzato, a livello convenzionale ed eurounitario, l’approccio al tema dei doppi binari sanzionatori e del *ne bis in idem*: cfr. Cass., n. 49869/2018, cit., da par. 6 a par. 8.5.

¹⁰⁴³ Cass., n. 49869/2018, cit., par. 10.1.

¹⁰⁴⁴ Cass., n. 49869/2018, cit., par. 10.2. Muovendo dalla tesi dell’inadeguatezza dell’art. 187-terdecies t.u.f. a governare il giudizio di proporzione, osserva MADIA, *Ne bis in idem europeo*, cit., p. 678-679, che nella sentenza in esame la «[...]suprema Corte [...] più che disapplicare l’art. 187-terdecies T.u.f., che [...] limita gli effetti patogeni del cumulo sanzionatorio alle sole sanzioni pecuniarie, ha fornito un’interpretazione integratrice di favore del sistema in senso conforme alle acquisizioni raggiunte nella *law in action* continentale».

¹⁰⁴⁵ Cass., sez. V, 5 febbraio 2019 (ud. 9 novembre 2018), n. 5679, in *Giur. pen. Web*, 10 febbraio 2019, con nota di ROCCATAGLIATA L., *Doppio binario sanzionatorio: lo sconto di pena per il rito speciale rientra nel computo per la proporzionalità del trattamento punitivo complessivamente applicato*, nonché in *Arch. pen. Online*, 2019, fasc. 3, con nota di MADIA N., *Il ne bis in idem europeo nella sua “nuova” veste sostanziale: la sua possibile efficacia anche nell’ambito di un unico procedimento in materia di cumuli punitivi* (vedasi in particolare il paragrafo 3.6.2. della pronuncia).

¹⁰⁴⁶ Fermo restando l’ulteriore approfondimento che la Corte conduce, nella sentenza *Chiarion Casoni*, circa gli esiti applicativi ai quali il giudice interno deve pervenire, allorché ritenga complessivamente sproporzionato – e quindi contrastante con il *ne bis in idem* – il carico sanzionatorio irrogato: sul punto *infra*, par. 6

ante d.lgs. n. 107/2018), ma richiede un referente normativo capace di consentire una valutazione di più ampio respiro. L'art. 133 c.p., per l'appunto, il quale può annoverare – tra i diversi criteri di cui il giudice deve tenere conto in sede di commisurazione della pena – anche l'art. 187-terdecies t.u.f. e la sua idoneità “compensativa” delle sanzioni pecuniarie punitive.

5.1. Il riformato art. 187-terdecies t.u.f. nel giudizio di proporzione: luci...

Le pronunce di legittimità poc'anzi citate, pervengono dunque – sulla scia delle indicazioni della Corte di Giustizia – a una valutazione di *inadeguatezza* della disposizione dell'art. 187-terdecies t.u.f. a fungere da strumento utile per la ricalibratura del carico sanzionatorio complessivo, al punto che, per condurre il *test* di proporzionalità, la Corte di Cassazione ritiene necessario ricorrere al meccanismo generale dell'art. 133 c.p.

Tale valutazione è peraltro stata espressa – in tutte le richiamate sentenze – in relazione alla disposizione dell'art. 187-terdecies t.u.f. così come configurata *prima* dell'intervento del d.lgs. n. 107/2018: di talché, occorre verificare se le criticità che affliggevano la fattispecie, limitandone fortemente l'ambito applicativo, continuino a caratterizzare l'art. 187-terdecies t.u.f. anche nella versione *attualmente* vigente e, pertanto, se ancora risulti indispensabile evocare il “paracadute” dell'art. 133 c.p.

Una premessa – anzi, una ripetizione – pare obbligata, onde evitare indesiderati equivoci: anche l'art. 187-terdecies “2.0” è del tutto indifferente rispetto alla dimensione *processuale* del *ne bis in idem*¹⁰⁴⁷. In questa sede l'indagine si muove su di un piano del tutto diverso, quello del *ne bis in idem sostanzializzato* di matrice euro-convenzionale: si tratta cioè di comprendere se la disposizione in esame possa o meno costituire un parametro sufficiente per guidare l'interprete all'interno del complesso giudizio di proporzione.

Nonostante i primi commentatori abbiano espresso delle valutazioni tendenzialmente negative sul riformato art. 187-terdecies t.u.f.¹⁰⁴⁸, in quanto il

¹⁰⁴⁷ In tal senso, può condividersi l'affermazione per cui «la riforma si è praticamente disinteressata dei riverberi processuali della garanzia» del *ne bis in idem*, come osservato da MADIA, *Ne bis in idem europeo*, cit., p. 677.

¹⁰⁴⁸ Al punto da assurgere a «norma-simbolo delle questioni irrisolte» in materia di *ne bis in idem* e reati finanziari: così MUCCIARELLI, *Gli abusi di mercato riformati*, cit., p. 187-188 (cfr. anche p. 178); ID., *Illecito penale, illecito amministrativo*, cit., par. 6. Nello stesso senso SILVA, *La deriva del ne bis in idem*, cit., p. 13, la quale peraltro sottolinea come la stessa relazione illustrativa al d.lgs. 107/2018 avrebbe implicitamente riconosciuto l'inidoneità, dell'intervento modificativo che ha riguardato l'art. 187-terdecies, a garantire la risoluzione del problema del *ne bis in idem*, nella parte in cui tale relazione riferisce che «dopo l'entrata in vigore della legge delega, sono intervenute le sentenze della CGUE del 20 marzo 2018 sulla nota questione del *ne bis in idem*. Pertanto, in attesa di ulteriori approfondimenti sulla corretta applicazione dei principi contenuti nelle sentenze della Corte, l'intervento modificativo che si propone nel TUF è quello minimale rispetto alla norma vigente. Qualora, ad esito dei procedimenti in corso, risulti necessario apportare ulteriori modifiche non solo all'articolo 187-terdecies ma anche ad

meccanismo compensativo ivi congegnato continuerebbe a riguardare le sole sanzioni pecuniarie, senza riferimento alcuno alle sanzioni detentive e alle sanzioni accessorie, riteniamo per contro che la novella del 2018 abbia apportato un significativo “potenziamento” – quantomeno sul piano *astratto* – della disposizione nella prospettiva del coordinamento tra sanzioni e, pertanto, del giudizio di proporzione. Tale impressione – confortata da un arresto di legittimità¹⁰⁴⁹ e condivisa da una più recente pronuncia di merito¹⁰⁵⁰ – poggia su due ordini di argomenti.

In primis, occorre esaminare quale sia il *momento di attivazione* della disposizione.

Il contenuto operativo della fattispecie, nella versione *ante* d.lgs. n. 107/2018, si risolveva in un mero *calcolo algebrico* da compiersi in sede di *esecuzione* della sanzione pecuniaria, tale per cui l'esazione di quella irrogata per seconda – penale o amministrativa, in ragione di quale procedimento di fosse concluso per primo, quello amministrativo o quello penale¹⁰⁵¹ – avrebbe dovuto essere limitata alla parte *eccedente* quella già riscossa.

Risulta pertanto evidente che, dall'angolo prospettico del *test* di proporzionalità, tale meccanismo non avrebbe mai potuto esercitare un ruolo autenticamente rilevante.

altri articoli contenuti nel Capo V del TUF, che disciplina i rapporti tra procedimenti (artt. da 187-decies a 187-terdecies), occorrerà valutare se il criterio di delega di cui sopra è sufficiente oppure è necessaria una nuova delega legislativa». V. altresì MADIA, *Ne bis in idem europeo*, cit., p. 677-678.

¹⁰⁴⁹ Cass., sez. trib. civ., 30 ottobre 2018 (ud. 9 luglio 2018), n. 27564, p. 46 in cui la Corte sottolinea quanto *infra* evidenziato, e cioè che il nuovo art. 187-terdecies fa riferimento non solo alle sanzioni di carattere pecuniario, ma anche a quelle di carattere detentivo.

¹⁰⁵⁰ Trib. Milano, 1 febbraio 2019 (ud. 15 novembre 2018), n. 14767, in *Dir. pen. cont.*, 15 marzo 2019, con nota di MUCCIARELLI F., “*Doppio binario*” *sanzionatorio degli abusi di mercato* e ne bis in idem: *prime ricadute pratiche dopo le sentenze della CGUE e la (parziale) riforma domestica*; in *Giur. comm.*, con nota in corso di pubblicazione di MAZZACUVA F., *Il ne bis in idem dimezzato: tra valorizzazione delle istanze di proporzione della sanzione e dissolvimento della dimensione processuale*. Il Tribunale osserva espressamente che «[...] per effetto dell'entrata in vigore dell'art. 4 del d.lgs. 107/2018, il necessario coordinamento sanzionatorio può ritenersi, definitivamente ed espressamente, realizzato nell'ambito del doppio binario sanzionatorio ivi in considerazione», aggiungendo, più esplicitamente che ciò «si evince dal novellato art. 187-terdecies comma 1 TUF [...]» (p. 23).

¹⁰⁵¹ Prima della riforma del 2018, in dottrina era sorto l'interrogativo circa l'operatività *monodirezionale* o *bidirezionale* del computo algebrico imposto dall'art. 187-terdecies t.u.f. Per alcuni infatti, stante il tenore letterale della disposizione (che evocava chiaramente uno scenario in cui la sanzione pecuniaria per prima irrogata fosse stata quella formalmente amministrativa), il calcolo da essa imposto avrebbe riguardato solamente l'ipotesi in cui la sanzione amministrativa pecuniaria fosse stata irrogata: cfr. SEMINARA S., *Disposizioni comuni agli illeciti di abuso di informazioni privilegiate e di manipolazione del mercato*, in *Dir. pen. proc.*, 2006, 1, 19; nonché TRIPODI, in SGUBBI-FONAROLI-TRIPODI (a cura di), *Diritto penale del mercato finanziario*, cit., p. 242. Secondo una diversa impostazione dottrina, invece, il meccanismo dell'art. 187-terdecies avrebbe dovuto operare anche nell'opposto caso – certamente meno frequente – in cui la sanzione penale fosse divenuta definitiva per prima: come osservato da MANDUCHI, *Un primo intervento giurisprudenziale*, cit., p. 3350-3351, a ragionare diversamente emergerebbe un profilo di irrazionalità della disciplina. Quest'ultima impostazione, già avallata dalla Suprema Corte (Cass., sez. V, ord. 10 novembre 2014, n. 1782) è stata recentemente ribadita anche nella sentenza *Chiarion Casoni* (cfr. par. 9.1).

Al di là infatti della limitata estensione applicativa (relegata al profilo pecuniario), l'art. 187-terdecies originario poteva intervenire nella sola fase della *esecuzione* delle sanzioni pecuniarie, ossia in un momento successivo rispetto a quello della *determinazione* del trattamento sanzionatorio, lasciando quindi il giudice penale (o la Consob) del tutto libero di individuare il carico trattamentale da applicare nel caso concreto¹⁰⁵²: senza imporre a quest'ultimo, in buona sostanza, alcuna valutazione dell'entità – proporzionata o meno – delle sanzioni complessivamente inflitte *in idem*. Di qui l'entrata in gioco dell'art. 133 c.p., invocato dalla giurisprudenza interna quale norma “paracadute”, capace di sopperire all'inadeguatezza dell'art. 187-terdecies nella gestione del complesso giudizio di proporzionalità.

Il “nuovo” art. 187-terdecies t.u.f. vanta invece una soglia di attivazione *anticipata*. A seguito delle modifiche apportate dall'art. 4, co. 17, d.lgs. n. 107/2018, la disposizione presenta oggi le fattezze di un Giano bifronte, che guarda *sia* al momento – logicamente prodromico – della *determinazione* del complessivo carico sanzionatorio, *sia* al momento – inevitabilmente successivo – dell'*esecuzione* delle sanzioni (pecuniarie) inflitte.

Mentre infatti la lettera *b*) del riformato art. 187-terdecies t.u.f., in un rapporto di sostanziale continuità rispetto alla versione originaria della disposizione, fornisce un chiaro parametro per l'*esecuzione* delle sanzioni (*lato sensu*) pecuniarie, imponendo all'autorità procedente (giudice penale o Consob) di limitarne «l'esazione [...] alla parte eccedente quella [già] riscossa» (dall'autorità amministrativa o da quella giudiziaria), la lettera *a*) della disposizione in parola contiene l'autentico *novum* della riforma, in quanto *anticipa* l'area d'intervento della disposizione sino a coprire la fase antecedente, ossia quella della *determinazione* delle sanzioni: quando, per il medesimo fatto, sia stata applicata alla persona fisica o all'ente, una *sanzione amministrativa pecuniaria*, una *sanzione penale* o una *sanzione amministrativa dipendente da reato*, allora l'autorità giudiziaria (o la Consob) «tengono conto, *al momento dell'irrogazione* delle sanzioni di propria competenza, delle misure punitive già irrogate» (corsivo nostro).

Proprio quest'ultima previsione segna un primo, fondamentale punto di innovazione rispetto alla precedente disciplina, rendendo l'art. 187-terdecies t.u.f. *astrattamente* funzionale rispetto al giudizio di proporzionalità: il giudice – o la Consob – risultano infatti *normativamente* obbligati a considerare, già in sede di determinazione delle sanzioni di loro competenza, l'entità delle sanzioni irrogate a valle del procedimento conclusosi per primo.

Vi è tuttavia un secondo elemento che rivela il potenziamento operativo impresso dalla novella del 2018 e che si coglie sul piano dell'*oggetto* del meccanismo compensativo. Il legislatore non limita più il *focus* del coordinamento alle sole sanzioni «*pecuniarie*» (penali, amministrative punitive o amministrative dipendenti da reato), ma lo amplia sino a ricomprendere, tra le incognite da considerare in sede di

¹⁰⁵² Sul punto, v. FELISATTI, *Il ne bis in idem domestico*, cit., p. 129.

bilanciamento dell'equazione sanzionatoria, anche – e più in generale – le «sanzioni penali».

In definitiva, la riformata disposizione dell'art. 187-terdecies t.u.f. presenta uno statuto operativo *astrattamente potenziato* rispetto alla sua versione precedente: per un verso, il coordinamento punitivo non è più limitato alla sola fase dell'esazione delle sanzioni pecuniarie, ma risulta anticipato al momento stesso della individuazione delle misure punitive applicabili; per altro verso, il coordinamento riguarda anche sanzioni di carattere eterogeneo, ricomprendendo nell'equazione punitiva sia le sanzioni pecuniarie che, più in generale, le «sanzioni penali».

Con un intuibile risvolto sul piano del diritto intertemporale. Nella misura in cui ricomprende un novero di sanzioni più numeroso da ricondurre “a proporzionalità”, non limitato alle sole sanzioni pecuniarie, la nuova formulazione dell'art. 187-terdecies t.u.f. risulta – dal punto di vista del singolo destinatario delle sanzioni stesse – ben più favorevole rispetto alla sua versione precedente: di qui, la potenziale *retroattività* della disposizione, in ossequio al disposto dell'art. 2, co. 2, c.p.¹⁰⁵³.

5.2. ...e ombre.

Se tuttavia si muove l'analisi dal piano – sin qui esplorato – della funzionalità *astratta* della fattispecie, a quello della sua utilità *concreta*, non si può che evidenziare la *probabile inadeguatezza* dell'art. 187-terdecies t.u.f., pur riformato, a offrire di per sé una guida sicura al giudice (o alla Consob) nell'opera di individuazione di un trattamento sanzionatorio conforme al canone di proporzione.

Innanzitutto, presenta degli evidenti profili di ambiguità il riferimento alle «sanzioni penali». Tale locuzione vale certamente ad estendere il perimetro applicativo della disposizione, in precedenza limitato – quanto alla tipologia di sanzioni *stricto sensu* penali – alla sola «pena pecuniaria»¹⁰⁵⁴. Ma non è affatto chiaro *quanto* il perimetro applicativo sia *stato esteso*: di qui il carattere *ambiguo* della disposizione.

¹⁰⁵³ In tale senso, v. Cass, n. 27564/18, cit., p. 36, ove la Corte, esaminando più specificamente le ricadute applicative della nuova disposizione in relazione alle sanzioni applicabili all'ente, evidenzia, dapprima, che il novellato art. 187-terdecies t.u.f., «facendo riferimento a sanzioni penali o sanzioni amministrative dipendenti da reato, ove sia riconosciuta alle stesse natura penale, trova il limite della retroattività della sanzione più favorevole ai fatti verificatisi prima dell'entrata in vigore della nuova normativa» e, quindi, che lo stesso risulta essere, nella sua veste riformata, più favorevole, proprio in quanto statuisce che «l'autorità giudiziaria o la Consob tengono conto, al momento dell'irrogazione delle sanzioni di propria competenza, delle misure punitive già irrogate» e non solo delle sanzioni a carattere pecuniario.

¹⁰⁵⁴ Tale lettura sembra condivisa anche da BASILE, *Riforma del market abuse*, cit., par. 4, il quale, pur esprimendo un giudizio critico in relazione alla capacità della legge 25 ottobre 2017, n. 163 (recante Delega al Governo per il recepimento delle direttive europee e l'attuazione di altri atti dell'Unione europea - Legge di delegazione europea 2016-2017) a risolvere i nodi della disciplina interna del *market abuse*, ritiene che proprio il progetto di modifica dell'art. 187-terdecies risulti (parzialmente) condivisibile, nella misura in cui l'art. 8, co. 3, lett. f), l. 163/2017, superando «l'ingiustificato limite di 'coordinamento' per le sole sanzioni pecuniarie ai sensi del vigente art. 187-terdecies TUF, [prevede] l'estensione del medesimo meccanismo a tutte le tipologie di misure afflittive» (enfasi aggiunte).

L'espressione "sanzioni penali" è infatti sufficientemente indeterminata da legittimare, a un tempo, tanto delle interpretazioni estensive quanto delle interpretazioni restrittive: in particolare, una lettura "ampia" della stessa potrebbe condurre a ritenervi comprese non solo le sanzioni penali di tipo *detentivo* (artt. 184 e 185 t.u.f.), ma anche quelle di carattere *interdittivo* (art. 186 t.u.f.)¹⁰⁵⁵ che, pure, possono presentare uno statuto fortemente afflittivo¹⁰⁵⁶. Volendo bonariamente scartare l'ipotesi che l'utilizzo di una terminologia vaga sia l'esito di una altrimenti preoccupante, sebbene tutt'altro che improbabile, imperizia legislativa, sorge l'impressione che la scelta di ricorrere ad una espressione generica come «sanzioni penali» – alla quale fa da *pendant* la altrettanto generica (se non addirittura di più) locuzione «*mesure punitives*», di cui alla lettera *a*) dell'art. 187-*terdecies* – rappresenti un indizio normativo di una certa difficoltà, da parte del legislatore nazionale, ad individuare *quali* conseguenze latamente sanzionatorie possano farsi rientrare nell'area "riservata" al diritto criminale, tenuto conto – soprattutto – della consistenza *liquida* che caratterizza la nozione di «materia penale» nell'attuale momento storico.

In altri termini, l'incertezza che aleggia sulla definizione dei confini dello *ius terribile*, retaggio dei venti strasburghesi che – come chiarito *supra* – hanno spazzato con forza i paletti nominalistici a cui l'ordinamento tradizionalmente affidava il compito di separare "ciò che è penale" da "ciò che non lo è", si è riverberata in sede di riforma dell'art. 187-*terdecies* t.u.f., consegnando una norma che compendia perfettamente gli esiti dell'ermeneutica di matrice euro-convenzionale. La disposizione per un verso amplia il proprio *range* applicativo, imponendo all'autorità procedente (giudice penale o Consob) di "tenere conto", in sede di determinazione del trattamento sanzionatorio, di non meglio precisate «sanzioni penali» e «*mesures punitives*», rendendosi così strumento funzionale all'attuazione (quantomeno parziale) della garanzia del *ne bis in idem* (sostanziale); ma per altro verso riproduce, "in piccolo", quei dubbi che, più in generale, accompagnano l'identificazione in chiave sostanzialistica di che cosa rientri nella «*materia penale*».

Ad ogni modo, resta il dubbio in ordine a che cosa *concretamente* rientri nella

¹⁰⁵⁵ Senza dimenticare ovviamente le sanzioni a carattere *ablatorio*, in particolare la confisca per equivalente, disciplinata, sul versante penalistico del *market abuse*, dall'art. 187, co. 2, t.u.f. e, quanto al versante amministrativistico, dall'art. 187-*sexies*, co. 2, t.u.f. Che anche la variante nominalmente amministrativa della confisca di valore abbia caratura sostanzialmente penale, del resto, è stato recentemente riconosciuto anche dalla Corte costituzionale: cfr. Corte cost., sent. 25 ottobre 2018, n. 223, in *Dir. pen. cont.*, 13 dicembre 2018, con nota di GATTA G.L., *Non sempre 'depenalizzazione' equivale a 'mitigazione'. La Corte costituzionale sull'irretroattività delle sanzioni amministrative 'punitive' più sfavorevoli di quelle penali (a proposito della confisca per equivalente per l'insider trading secondario)*, nonché in *Giur. cost.*, 2018, fasc. 6, p. 2591 ss., con nota di MAZZACUVA F., *Successione di leggi punitive e principi costituzionali*; e Corte cost., sent. 6 marzo 2019, n. 112, in *Dir. pen. cont.*, 13 maggio 2019.

¹⁰⁵⁶ Sul punto, v. in particolare MUCCIARELLI F., *Sanzioni e attività d'impresa: qualche nota*, in PALIERO C.E.-VIGANÒ F.-BASILE E.-GATTA G.L. (a cura di), *La pena, ancora, tra attualità e tradizione. Studi in onore di Emilio Dolcini*, Milano, 2018, p. 1170 ss.

locuzione «*sanzioni penali*» e, pertanto, su quali siano i fattori di cui l’Autorità procedente per seconda deve “tenere conto”, in sede di applicazione delle sanzioni di propria competenza, per rispettare il canone della proporzionalità. Pacifico che l’obbligo “ponderativo” riguardi le sanzioni detentive, il vero *punctum dolens* concerne la sorte delle sanzioni *interdittive*.

Posto che il doppio binario in materia di *market abuse* riguarda anche i profili “accessori” del trattamento sanzionatorio, prevedendosi una sostanziale coincidenza tra le pene accessorie, applicabili in caso di condanna per l’illecito penale (art. 186 t.u.f.), e le sanzioni amministrative accessorie, con le quali viene corredata la sanzione per l’illecito amministrativo punitivo (art. 187-*quater* t.u.f.); e altresì considerato che, in ossequio alle indicazioni convenzionali, le pene accessorie possono integrare una “sanzione penale” o una “misura punitiva”¹⁰⁵⁷, potrebbe argomentarsi nel senso che la locuzione «*sanzioni penali*» di cui all’art. 187-*terdecies* t.u.f. ricomprenda anche le sanzioni interdittive.

Tale chiave interpretativa non trova tuttavia riscontri in giurisprudenza¹⁰⁵⁸, né nella dottrina maggioritaria¹⁰⁵⁹: allo stato attuale, dunque, sembrerebbe che le sanzioni interdittive *non* rientrino tra i fattori di cui l’autorità procedente per seconda deve “tenere conto”, allorché proceda alla individuazione delle sanzioni di propria competenza.

La *concreta* utilità pratica del rinnovato art. 187-*terdecies* t.u.f. solleva perplessità anche in una differente prospettiva.

L’operatività di un meccanismo compensativo così delicato – al cui interno dovrebbero confluire, equilibrandosi, sanzioni di natura assai eterogenea – risulta infatti imperniata su una locuzione del tutto generica, priva di qualsivoglia capacità orientativa o prescrittiva: giudice penale o Consob devono infatti “*tenere conto*” «*delle misure punitive già irrogate*».

¹⁰⁵⁷ Quanto alle sanzioni amministrative accessorie, in ordine alla loro riconducibilità all’interno della «materia penale», v. Corte Edu, sez. V, sent. 11 giugno 2009, *Dubus S.A. c. Francia*, § 37, ove il Giudice di Strasburgo si è pronunciato in relazione all’applicabilità alle stesse dell’art. 6 Cedu.

¹⁰⁵⁸ Lo stesso Tribunale di Milano, n. 14767/18, cit., che pure ha riconosciuto l’ampliamento dell’ambito applicativo dell’art. 187-*terdecies* t.u.f., determinato dal d.lgs. 107/2018, non si è spinto fino ad estendere il meccanismo compensativo anche alle sanzioni interdittive (nel caso di specie, infatti, la Consob aveva applicato agli imputati le sanzioni di cui all’art. 187-*quater*, e il Tribunale, pur avendo provveduto *al test* di proporzionalità con riferimento alla pena detentiva, alla multa e alla sanzione amministrativa pecuniaria, ha applicato le pene accessorie dell’art. 186 senza “ponderarle” con le sanzioni già inflitte da Consob).

¹⁰⁵⁹ Cfr. in particolare MUCCIARELLI, *Gli abusi di mercato riformati*, cit., p. 188; ID., *Illecito penale, illecito amministrativo*, cit., par. 6; nonché da ultimo ID., “*Doppio binario*” sanzionatorio degli abusi di mercato, cit., par. 7. Nello stesso senso FELISATTI, *Il ne bis in idem domestico*, cit., p. 130, nonché SILVA, *La deriva del ne bis in idem*, cit., p. 14. *Contra* SCOLETTA M., *Abusi di mercato e ne bis in idem: il doppio binario (e la legalità della pena) alla mercé degli interpreti*, in *Soc.*, 2019, fasc. 5, p. 533 ss., il quale opportunamente evidenzia che «l’ampia formula lessicale utilizzata dal legislatore si presta senz’altro ad essere applicata anche in relazione alla duplicazione applicativa dei provvedimenti di confisca».

Se pure l'espressione "tenere conto" è facilmente declinabile sul versante pecuniario, imponendo all'autorità di procedere essenzialmente a un calcolo algebrico di scomputo¹⁰⁶⁰, risulta ben più impervio chiarire in che modo il giudice penale o la Consob debbano provvedere ad amalgamare sanzioni ontologicamente diverse, come quelle pecuniarie e quelle detentive¹⁰⁶¹.

L'art. 187-terdecies t.u.f. – attualmente vigente – non offre alcuna indicazione in tal senso. Ancora una volta, la giurisprudenza si è fatta carico di colmare le lacune lasciate dal legislatore, ricercando nell'ordito normativo esistente dei sostegni sufficientemente stabili, con i quali puntellare un giudizio di proporzione che l'art. 187-terdecies t.u.f. – pur a fronte del potenziamento *astratto*, apportato dal d.lgs. n. 107/2018 – non pare *concretamente* in grado di sorreggere.

Il Tribunale di Milano¹⁰⁶² ha individuato nell'art. 135 c.p. il grimaldello interpretativo utile per superare l'*impasse* del coordinamento tra sanzioni pecuniarie e sanzioni detentive: la quota, della sanzione amministrativa (punitiva) pecuniaria già applicata, che fosse risultata *eccedente* rispetto alla pena pecuniaria che il giudice penale avrebbe ritenuto invece *congruo* irrogare nel caso concreto, viene *convertita* in pena detentiva in ossequio allo schema normativo dell'art. 135 c.p. Non solo. Anticipando quanto esaminato *infra*¹⁰⁶³, la porzione di pena detentiva – così come risultante dal procedimento di conversione – potrà/dovrà essere *scomputata* dal *quantum* di pena (originariamente) detentiva che il giudice penale abbia ritenuto congruo – ossia, *proporzionato* – applicare nel caso di specie: giungendosi, eventualmente, anche a *disapplicare in mitius* il minimo edittale.

D'altra parte, anche il riferimento a «*misure punitive già irrogate*» solleva degli interrogativi in ordine alla concreta portata operativa del meccanismo compensatorio, dal momento che ben potrebbe prestarsi ad una lettura interpretativa *soggettivamente* ampia: si pensi al caso in cui la condotta di *market abuse* conduca all'applicazione delle sanzioni tanto nei confronti dell'imputato persona fisica, quanto nei confronti dell'ente, *ex art. 25-sexies*, d.lgs. 231/2001¹⁰⁶⁴. Una simile ermeneusi della locuzione legittimerebbe una operatività "onnicomprensiva" dell'art. 187-terdecies t.u.f., ampliando le maglie del *test* di proporzionalità sino a ricomprendere *tutte* le sanzioni

¹⁰⁶⁰ D'altra parte, lo stesso art. 187-terdecies, co. 1, lett. b), t.u.f. suggerisce questa tipologia di operazione matematica, nella parte in cui stabilisce che «l'esazione della pena pecuniaria, della sanzione pecuniaria dipendente da reato ovvero della sanzione pecuniaria amministrativa è limitata alla *parte eccedente* quella riscossa». Sul punto v. FELISATTI, *Il ne bis in idem domestico*, cit., 130, nt. 72.

¹⁰⁶¹ Quelle interdittive, come ricordato *supra*, vengono comunemente escluse dall'opera di coordinamento sanzionatorio affidata all'art. 187-terdecies t.u.f. In ordine alla genericità della locuzione "tenere conto", è stato osservato che – ad esempio – nulla potrebbe impedire ad un giudice di declinare la formula come un semplice «criterio di apprezzamento per la concessione delle attenuanti generiche», per quanto si tratti di uno scenario alquanto improbabile: sul punto, v. MUCCIARELLI, "Doppio binario" *sanzionatorio*, cit., par. 7.

¹⁰⁶² Trib. Milano, n. 14767/18, cit.

¹⁰⁶³ Cfr. *infra*, par. 6.

¹⁰⁶⁴ Evidenzia il medesimo rischio BASILE, *Mini-riforma*, cit., p. 329 ss.

convergenti sull'*idem factum*, anche se singolarmente riferibili a *soggetti distinti* (persona fisica e persona giuridica): con il rischio evidente di consentire la formazione di autentiche sacche di impunità¹⁰⁶⁵. Rischio che, tuttavia, pare scongiurato laddove si aderisca ad un'interpretazione coerente con le indicazioni della Corte di Giustizia e della Corte di Strasburgo. In ossequio a un consolidato insegnamento, "l'attivazione" del principio del *ne bis in idem* è limitata alle sole ipotesi in cui il cumulo procedimentale (e sanzionatorio) poggi sul doppio presupposto del *medesimo fatto* e del *medesimo soggetto*: condizione, quest'ultima, evidentemente assente nel caso prospettato¹⁰⁶⁶.

In definitiva, i profili di maggiore innovatività *astratta* del "nuovo" art. 187-terdecies t.u.f. risultano racchiusi proprio all'interno di quelle locuzioni legislative che rivelano il tasso di maggiore equivocità *concreta*, al punto che il rinnovato art. 187-terdecies t.u.f. pare attraversato da un profondo sfasamento tra efficacia *potenziale* ed efficacia *effettiva*: per un verso, l'anticipazione della soglia di attivazione del meccanismo di coordinamento, tra i due versanti sanzionatori *in idem*, è normativamente declinato in un laconico dovere di «tenere conto»; per altro verso, all'estensione del meccanismo compensativo originario, sino a comprendere le «sanzioni penali»/«misure punitive», fa da contraltare la mancanza di indicazioni chiare in ordine a *quali* conseguenze latamente sanzionatorie rientrino nello spettro ponderativo dell'autorità procedente.

6. Le incognite dell'equazione sanzionatoria: la riduzione per il rito incide sulla proporzionalità complessiva?

Una volta individuato nel complesso normativo costituito dagli artt. 187-terdecies t.u.f., 133 c.p. e 135 c.p., il puntello su cui impostare il *test* di proporzionalità

¹⁰⁶⁵ Come puntualmente rilevato nella giurisprudenza di legittimità. In Cass., sent. n. 27564/2018, cit., par. 18, si evidenziano le perplessità destinate dalla modifica dell'art. 187-terdecies, impressa dal d.lgs. 107/2018, nella parte in cui «[...] prevede che sia configurabile una possibile violazione del divieto di doppia sanzione anche nel caso in cui il soggetto giuridico nei cui confronti sia diretta la pena sia - non una persona fisica, ma una persona giuridica cui sia applicata una sanzione per l'illecito amministrativo ed una sanzione, ai sensi del D.Lgs. n. 231 del 2001, per il reato commesso da una persona fisica che abbia agito nell'interesse o a vantaggio dell'ente collettivo medesimo».

¹⁰⁶⁶ Sul tema v. CGUE., sez. IV, sent. 5 aprile 2017, *Orsi* (C-217/15) e *Baldetti* (C-350/15), in *Dir. pen. cont.*, con nota di SCOLETTA, *Ne bis in idem e doppio binario in materia tributaria*, cit., ove la Corte - pronunciandosi in relazione al meccanismo del doppio binario in materia tributaria - ha stabilito che «l'art. 50 della Carta dei diritti fondamentali dell'Unione Europea deve essere interpretato nel senso che non osta ad una normativa nazionale, come quella di cui ai procedimenti principali, che consente di avviare procedimenti penali per omesso versamento dell'imposta sul valore aggiunto dopo l'irrogazione di una sanzione tributaria definitiva per i medesimi fatti, qualora tale sanzione sia stata inflitta ad una società dotata di personalità giuridica, mentre detti procedimenti penali sono stati avviati nei confronti di una persona fisica». Il principio espresso dalla Corte di Giustizia ha trovato pronta applicazione nella giurisprudenza interna: cfr. Cass., sez. III, 6 giugno 2017, n. 55480.

sanzionatoria euro-convenzionale in materia di *market abuse*, all'attenzione dell'interprete si manifesta tuttavia una nuova incognita.

Il riferimento concerne la possibilità o meno che le eventuali riduzioni sul *quantum* sanzionatorio penale, connesse all'adesione ad un determinato rito speciale (si pensi al giudizio abbreviato, o all'applicazione della pena su richiesta delle parti) oppure all'operatività di eventuali cause estintive del reato o della pena (ad es., l'indulto), vengano o meno computate dal giudice nazionale, al fine di individuare la *pena* da considerare all'interno del più ampio *test* sulla proporzionalità del trattamento punitivo complessivamente irrogato all'interessato.

Il problema è strettamente connesso alla dimensione della pena irrogata che s'intende assumere quale parametro di riferimento per il giudizio di proporzionalità, nell'alternativa tra la pena *virtuale* o la pena *concreta*: ossia tra la pena applicata dal giudice penale sulla scorta del solo parametro edittale, *senza* considerare l'incidenza di eventuali istituti processuali (ad es., gli scomputi connessi al rito prescelto) o sostanziali (si pensi alla sospensione condizionale della pena); oppure la pena poi effettivamente, concretamente, *patita* dal condannato, tenendo pertanto conto di eventuali effetti favorevoli derivanti dall'operatività di altri istituti, processuali o sostanziali. In termini aziendalistici: tra la pena "al lordo" o la pena "al netto".

In realtà, dalle prime indicazioni di carattere giurisprudenziale, non sembra potersi ricavare una indicazione univoca.

Da un lato, e con specifico riferimento ad una causa di estinzione della pena come l'indulto, la Grande Camera di Lussemburgo sembra aver accolto la tesi della "pena *virtuale*". Come espressamente indicato nella sentenza *Garlsson* «dall'articolo 50 della Carta emerge che la protezione conferita dal principio del *ne bis in idem* deve applicarsi alle persone che sono state assolte o condannate con sentenza penale definitiva, comprese, quindi, quelle alle quali è stata inflitta, con una sentenza siffatta, una sanzione penale successivamente estintasi per indulto»¹⁰⁶⁷. Ovviamente, l'intervenuto indulto è irrilevante solo ai fini della valutazione del «carattere strettamente necessario» del doppio binario sanzionatorio: ciò non toglie che la garanzia dell'art. 50 CDFU potrà dirsi violata solo laddove il computo complessivo delle sanzioni – penali e amministrative punitive – sia *sproporzionato*¹⁰⁶⁸.

¹⁰⁶⁷ Cfr. CGUE, *Garlsson*, cit., § 62. Critico circa la decisione della Corte, MUCCIARELLI, *Tutela dei mercati finanziari*, cit., p. 287: «[...] riesce difficile comprendere il motivo per il quale la più volta citata [sentenza *Garlsson*] abbia espressamente ritenuto irrilevante la circostanza che la sanzione penale irrogata non fosse stata applicata (per intervenuto indulto) nel quadro di una valutazione destinata ad apprezzare se il reo avesse subito conseguenze sanzionatorie proporzionate e adeguate al fatto commesso [...]».

¹⁰⁶⁸ Ciò è chiarito dalla stessa Corte che, nel successivo § 63, precisa che «l'articolo 50 della Carta dev'essere interpretato nel senso che esso osta a una normativa nazionale, che consente di celebrare un procedimento riguardante una sanzione amministrativa pecuniaria di natura penale nei confronti di una persona per condotte illecite che integrano una manipolazione del mercato, per le quali è già stata pronunciata una condanna penale definitiva a suo carico, nei limiti in cui tale condanna, tenuto conto del danno causato alla società dal reato commesso, sia idonea a reprimere tale reato in maniera efficace,

Dall'altro lato, i primi arresti giurisprudenziali nazionali, chiamati a esaminare delle ipotesi di doppio procedimento in cui il versante penalistico era stato caratterizzato dall'accesso a riti premiali, hanno invece patrocinato una lettura più restrittiva, aderendo alla tesi della "pena *concreta*". Ai fini della valutazione circa l'afflittività, proporzionalità e dissuasività del trattamento sanzionatorio complessivamente applicato all'interessato, il Giudice di legittimità ritiene che debba guardarsi alla «pena finale irrogata», «non avendo rilievo [...] opzioni, relative al giudizio penale, di natura soggettiva legate alla scelta del rito (es: abbreviato), alle circostanze del reato, alla richiesta di patteggiamento [...], al comportamento processuale (es.: confessione) per usufruire delle attenuanti generiche»¹⁰⁶⁹. In termini ancor più eloquenti: dovendosi «vagliare il carico sanzionatorio effettivo», il Giudice deve limitarsi a considerare «la pena finale concretamente inflitta, al netto delle diminuzioni progressive del calcolo»¹⁰⁷⁰.

7. *L'equazione sbilanciata e il correttivo dell'art. 50 CDFUE.*

In ossequio alle indicazioni espresse dalla Corte di Giustizia, qualora la sanzione irrogata nell'ambito del primo procedimento appaia già proporzionata, oppure laddove il *test* di proporzionalità – condotto sul cumulo di sanzioni convergenti *in idem* – dia esito negativo, il giudice comune è chiamato a dare diretta applicazione all'art. 50 della Carta di Nizza, *disapplicando* – ovviamente *in mitius*¹⁰⁷¹ – le disposizioni interne che

proporzionata e dissuasiva». Trattasi di una precisazione importante, nella misura in cui consente di superare talune perplessità connesse all'apparente carattere «asimmetrico» del *ne bis in idem* eurounitario. Se infatti l'intervento tempestivo di una sanzione penale, a prescindere da quale che sia il *concreto* trattamento subito dall'interessato, determinasse la creazione di un "blocco", capace di porre l'interessato stesso al riparo da qualsivoglia conseguenza sanzionatoria amministrativa (mentre altrettanto non potrebbe accadere nell'ipotesi inversa, in cui a intervenire per prima sia la sanzione amministrativa), ciò condurrebbe a esiti irragionevoli: basti pensare che tale "asimmetria" indurre l'interessato a intraprendere soluzioni processuali che gli consentano di definire il più rapidamente possibile il giudizio penale, di modo da sottrarsi all'intervento dell'Autorità amministrativa (ad es. accedendo al rito del patteggiamento). Insomma, il rischio concreto è che «l'intervento o meno di un cumulo sanzionatorio dipenderebbe da circostanza del tutto estranee alla condotta, come lungaggini dei tempi processuali», esponendo il fianco a evidenti perplessità sul piano della tenuta rispetto al principio di eguaglianza: cfr. FATTORI G., *Market abuse: nessuna risposta legislativa al problema del bis in idem*, in www.la legislazione penale.eu, 20 maggio 2019, p. 17; nello stesso senso BASILE E., *Il "doppio binario" sanzionatorio degli abusi di mercato in Italia e la trasfigurazione del ne bis in idem europeo*, in *Giur. comm.*, 2019, fasc. 1, p. 140.

¹⁰⁶⁹ Cass., sent. n. 27564/18, cit., par. 22.

¹⁰⁷⁰ Cass., sent. n. 5679/18, cit., par. 4.1.3., ove si precisa che, per contro, non deve considerarsi la quota di pena riferibile alla continuazione: opzione corretta, posto che il giudizio di proporzionalità ha ad oggetto il rapporto tra sanzione irrogata e gravità *del fatto*, naturalisticamente e storicamente definito.

¹⁰⁷¹ Sul divieto di interpretazione "eurounitariamente" conformi *in malam partem*, v. la perentoria presa di posizione di Cass., sez. un., 25 giugno 2009, n. 38691, in *Cass. pen.*, con nota di MANES V., *Nessuna interpretazione conforme al diritto comunitario con effetti in malam partem*, 2010, 101 ss.; nonché in

determinano un eccesso sanzionatorio, come tale incompatibile con il principio del *ne bis in idem*¹⁰⁷².

Ferma restando l'ipotesi in cui il giudizio penale, svoltosi per primo, si concluda con una pronuncia ampiamente assolutoria, di talché l'eventuale apertura o prosecuzione del procedimento "amministrativo" *in idem* esorbiterebbe da quanto strettamente necessario per la tutela dell'interesse eurounitario all'integrità dei mercati finanziari, determinando quindi una palese violazione dell'art. 50 CDFUE¹⁰⁷³, la Corte di Cassazione ha tracciato una prima mappatura dei diversi, possibili scenari a cui può condurre la puntuale esecuzione interna del *dictum* della Grande Sezione.

Nella sentenza *Chiarion Casoni* il Giudice di legittimità individua due ipotesi¹⁰⁷⁴, a cui corrisponde una diversa portata della disapplicazione normativa.

Il primo scenario esaminato è quello che conduce ad una *disapplicazione in toto*. Qualora la sanzione irrogata per prima appaia *di per sé* proporzionata al disvalore del fatto, «avuto riguardo anche agli aspetti propri della "seconda" sanzione e agli interessi generali sottesi alla disciplina degli abusi di mercato», il giudice interno è tenuto a *disapplicare in toto* la norma che prevede la convergenza *in idem* di una sanzione ulteriore, ancora non divenuta definitiva. Lo scenario tratteggiato – come espressamente evidenziato dalla Corte – potrà configurarsi per lo più nell'ipotesi in cui la sanzione irrogata per prima sia quella penale: solo quest'ultima sembra connotata da un tasso di severità tale da poter "assorbire" l'intero disvalore del fatto, compresa la "quota" riservata alla sanzione amministrativa che, per contro, risulta *estranea* «al nucleo più incisivo del diritto sanzionatorio». Resta relegata a casi «del tutto eccezionali» l'ipotesi inversa, ossia quella in cui l'entità della sanzione amministrativa concretamente già irrogata sia tale da "coprire" l'intero disvalore del fatto: solamente in un'ipotesi del genere la disposizione che applica la sanzione penale potrebbe andare incontro ad una disapplicazione *totale*.

La seconda possibilità contemplata dal Giudice di legittimità è quella della *disapplicazione parziale*. Due sono le condizioni richieste perché si concretizzi lo scenario in questione. Innanzitutto, la sanzione divenuta definitiva per prima *non* è tale

Riv. it. dir. proc. pen., con nota di MAUGERI A.M., *La confisca per equivalente – ex art. 322-ter – tra obblighi di interpretazione conforme ed esigenze di razionalizzazione*, 2011, 791 ss. Più in generale, di recente, sul tema v. SALCUNI G., *L'interpretazione conforme al diritto europeo e la legittimazione democratica del giudice*, in www.lalegislazionepenale.eu, 13 giugno 2016.

¹⁰⁷² Cfr. CGUE, *Garlsson*, § 67: «occorre ricordare che la Corte ha già riconosciuto l'efficacia diretta dell'articolo 50 della Carta affermando, al punto 45 della sentenza del 26 febbraio 2013, *Åkerberg Fransson* [...], che, nell'esaminare la compatibilità di norme di diritto interno con i diritti garantiti dalla Carta, il giudice nazionale incaricato di applicare, nell'ambito di propria competenza, le norme del diritto dell'Unione ha l'obbligo di garantire la piena efficacia di tali norme, disapplicando all'occorrenza, di propria iniziativa, qualsiasi disposizione contrastante della legislazione nazionale, anche posteriore, senza doverne chiedere o attendere la previa rimozione in via legislativa o mediante qualsiasi altro procedimento costituzionale».

¹⁰⁷³ Cfr. *supra*, par. 3.

¹⁰⁷⁴ Cass., sent. n. 49869/18, cit., par. 11.

da poter assorbire, *di per sé*, l'intero disvalore del fatto. Secondariamente, all'esito del giudizio di proporzionalità – concernente il *complesso* delle sanzioni irrogate e condotto alla stregua dei criteri normativi *supra* indicati – la sommatoria delle sanzioni (quella amministrativa e quella penale) deve risultare *sproporzionata in eccesso* rispetto alla gravità del fatto. Sussistendo entrambe le condizioni, il giudice deve procedere a una *disapplicazione parziale* della norma che, qualora applicata *sic et simpliciter*, condurrebbe alla violazione del *ne bis in idem*.

La Corte di Cassazione, evidentemente consapevole dell'elevato rischio di frizioni con il principio di legalità delle pene a cui condurrebbe il meccanismo della disapplicazione parziale in riferimento alle norme penali (rischio che si manifesta nello scenario – peraltro statisticamente più frequente – in cui a divenire definitiva sia la sanzione amministrativa “punitiva”), si premura di tracciare un limite invalicabile: la disapplicazione *in mitius* della norma penale può investire il limite edittale minimo, consentendo l'irrogazione di pene (detentive) inferiori alla cornice sanzionatoria legale, fermo tuttavia il limite minimo assoluto tracciato dall'art. 23 c.p. (quindici giorni di reclusione)¹⁰⁷⁵.

Nel solco di tali premesse teoriche, sia nella sentenza *Chiaron Casoni* che nel successivo arresto nel caso *Erbetta*, la Suprema Corte ha escluso che ricorressero gli estremi per una disapplicazione *in toto* della seconda sanzione (nelle fattispecie esaminate, la sanzione penale) e, ritenuto che gli apprezzamenti di merito sottese alla valutazione del *quantum* sanzionatorio complessivo esorbitassero dal perimetro del giudizio di legittimità¹⁰⁷⁶, ha provveduto ad annullare le sentenze impugnate rinviano

¹⁰⁷⁵ Cass., sent. n. 49869/18, cit., par. 11.2: «[...] l'eventuale disapplicazione delle norme relative al trattamento sanzionatorio (con esclusione della multa, in virtù del meccanismo "compensativo" di cui all'art. 187-terdecies TUF) si traduce, come si è detto, nella possibilità di derogare in *mitius* al minimo edittale, deroga comunque circoscritta, per quanto riguarda la reclusione, nel limite minimo insuperabile dettato dall'art. 23 c.p.: il carattere "di sistema" rivestito dal limite minimo di quindici giorni della durata della reclusione, funzionale ad integrare le comminatorie di pena indeterminate nel minimo, è confermato dal rilievo che esso trova applicazione non solo con riferimento alle diminuenti processuali collegate all'opzione per un rito speciale [...], ma anche rispetto ad istituti sostanziali [...] e a comminatorie edittali incise, nel minimo, da declaratorie di illegittimità costituzionale [...]. Pertanto, il necessario riferimento al limite assoluto di quindici giorni di reclusione ex art. 23 c.p. colloca comunque l'eventuale deroga *in mitius* delle norme sul trattamento sanzionatorio in esame in una cornice edittale delineata dalla legge».

¹⁰⁷⁶ La medesima valutazione è stata espressa anche da Cass., sent. n. 27564/18, cit., par. 22, che, nell'annullare la sentenza impugnata con rinvio alla Corte d'Appello di Roma, sottolinea che «trattandosi di una valutazione di merito tale accertamento [relativo all'afflittività, proporzionalità e dissuasività del trattamento sanzionatorio complessivamente irrogato] non può essere compiuto dalla Corte di Cassazione, dovendosi ritenere il "giudice del rinvio" cui è stata rimessa tale valutazione dalla Corte di Giustizia, non solo il giudice remittente, ma, eventualmente, anche il giudice competente a decidere in base alla normativa nazionale». Pur giungendo al medesimo esito valutativo, diverso è il percorso argomentativo seguito da Cass., sent. n. 5679/18, cit., a sua volta strettamente correlato alla peculiarità del caso esaminato. Il procedimento penale era stato infatti definito con sentenza di applicazione della pena su richiesta delle parti sicché, osserva la Corte, fuori dai casi “eccezionali” di disapplicazione *totale*, la censura di sproporzione complessiva del trattamento sanzionatorio irrogato potrebbe essere sindacata

ai competenti giudici di merito affinché effettuassero il *test* di proporzionalità: eventualmente, disapplicando *in mitius* il minimo edittale.

L'incrocio tra il vincolo euro-convenzionale della proporzionalità complessiva del trattamento sanzionatorio, l'elasticità del giudizio di proporzione e l'obbligo di garantire l'applicazione diretta dell'art. 50 CDFUE, produce dunque un'alchimia ermeneutica che può condurre il giudice interno a travolgere i limiti edittali della fattispecie penale, *disapplicandoli in mitius*: ciò che è accaduto nel giudizio avanti al Tribunale di Milano¹⁰⁷⁷. Pare allora opportuno effettuare una rapida incursione nel merito della pronuncia, nella convinzione che tale digressione possa non solo conferire maggiore concretezza al meccanismo astratto poc'anzi descritto, ma altresì offrire alcune interessanti indicazioni d'ordine metodologico.

La vicenda sottoposta all'attenzione del giudice milanese si sviluppava secondo le cadenze tipiche del "doppio binario" in materia di *market abuse*: gli imputati, chiamati a rispondere per il delitto di cui all'art. 185 t.u.f., erano già stati colpiti, per il medesimo fatto, dalla sanzione "amministrativa" (divenuta definitiva) stabilita dal parallelo illecito dell'art. 187-ter t.u.f. Su tale sostrato s'innesta il ragionamento del giudicante, le cui tappe argomentative fondamentali possono sintetizzarsi come di seguito.

Il Tribunale – dopo essersi profuso nell'oramai "tradizionale" analisi dell'evoluzione interpretativa che ha caratterizzato l'approccio euro-convenzionale al tema – sottolinea la centralità del criterio della proporzionalità complessiva della pena, che assurge a «criterio cardine per verificare la conformità del doppio binario sanzionatorio, rispetto al principio del *ne bis in idem*»¹⁰⁷⁸. Ciò premesso in via generale, il giudicante individua prontamente nel binomio costituito dalle due disposizioni dell'art. 133 c.p. e dell'art. 187-terdecies t.u.f., così come riformato nel 2018¹⁰⁷⁹, lo strumento per affrontare il *test* di proporzionalità¹⁰⁸⁰.

Una volta tracciate le coordinate normative essenziali per procedere al coordinamento del cumulo sanzionatorio, il Tribunale provvede quindi a individuare

in sede di legittimità solamente entro i limiti stabiliti per la sindacabilità delle sentenze di patteggiamento avanti alla Suprema Corte: ossia, nel caso di *illegalità della pena* patteggiata, per erronea applicazione delle disposizioni normative che la contemplano. Caso dal quale esula il giudizio sulla proporzionalità sanzionatoria. A soluzione diversa dalle precedenti giunge invece Cass., sent. n. 45829/18, cit., par. 6.1-6.2, ritenendo che il *test* di proporzionalità ben possa essere affrontato in sede di legittimità, a condizione che sussistano le condizioni stabilite dall'art. 620, c.p.p., lett. *l*), alla luce dei chiarimenti interpretativi formulati da Cass., sez. un., 30 novembre 2017, n. 3464: «la Corte di cassazione pronuncia sentenza di annullamento senza rinvio se ritiene superfluo il rinvio e se, anche all'esito di valutazioni discrezionali, può decidere la causa alla stregua degli elementi di fatto già accertati o sulla base delle statuizioni adottate dal giudice di merito, non risultando necessari ulteriori accertamenti».

¹⁰⁷⁷ Trib. Milano, n. 14767/18, cit., p. 26

¹⁰⁷⁸ *Ibid.*, p. 23.

¹⁰⁷⁹ Disposizione, quest'ultima, entrata in vigore successivamente ai fatti, ma ad essi applicabile in quanto il Tribunale la ritiene – correttamente – produttiva di effetti *in bonam partem*.

¹⁰⁸⁰ Trib. Milano, n. 14767/18, cit., p. 25-26.

quale trattamento penale irrogare nel caso di specie, ritenendo congruo attestare la pena sul minimo edittale preveduto dall'art. 185 t.u.f.: due anni di reclusione e a 40.000 euro di multa. Volgendo però lo sguardo al versante “amministrativo” dell'*idem factum*, il giudice osserva che la Consob (ovviamente costituitasi parte civile nel procedimento penale) aveva già applicato agli imputati una sanzione pecuniaria pari a 100.000 euro.

Ecco quindi che il *test* di proporzionalità entra nel vivo. Applicando l'art. 187-*terdecies*, co. 1, lett. *b*), il Tribunale ritiene di non dover irrogare alcuna sanzione pecuniaria: quella inflitta da Consob (100.000 euro) risultava assai più severa di quella che il giudice penale riteneva congrua (40.000 euro). Proprio l'esigenza di rispettare la *congruità* della pena – variante lessicale della *proporzionalità* –, impone al Tribunale non solo di convertire la quota di sanzione pecuniaria in *eccesso* (60.000 euro) in sanzione detentiva, mediante il meccanismo dell'art. 135 c.p., ma altresì di *scomputare* quella porzione di pena convertita (otto mesi di reclusione) dall'ammontare della pena detentiva che il giudice penale stesso riteneva *congruo* (*rectius*: proporzionato) applicare. All'esito del tortuoso percorso algebrico-argomentativo, costantemente lumeggiato dal faro della proporzionalità di matrice euro-convenzionale, il Tribunale giunge dunque ad irrogare agli imputati la pena finale di un anno e quattro mesi di reclusione¹⁰⁸¹.

¹⁰⁸¹ Oltre alle sanzioni interdittive, previste dall'art. 186 t.u.f., mentre la confisca *ex art.* 187 t.u.f. non è stata disposta in quanto Consob già aveva provveduto ad applicare la confisca “amministrativa”.

OSSERVAZIONI CONCLUSIVE

A chiusura del lungo *excursus* condotto all'interno del microcosmo degli abusi di mercato, pare possibile tracciare – quantomeno in via provvisoria – alcune considerazioni conclusive.

Se, come è agevole intuire, l'attenzione critica tende a essere attratta dal problema del doppio binario sanzionatorio e dalla correlata, tormentata, vicenda del *ne bis in idem*, deve tuttavia evidenziarsi come questa non sia altro che la più *macroscopica* tra le numerose criticità – più o meno 'invasive' – che connotano la disciplina del *market abuse*.

Ripercorrendo a grandi falcate quanto esposto nei precedenti Capitoli, pare evidente come la riforma del 2018 non sia stata in grado di limare le asperità che l'assetto normativo previgente presentava e che l'attenzione della dottrina – prima ancora che le incertezze sorte nella prassi – aveva puntualmente evidenziato: dai confini mobili della nozione di "informazione privilegiata" – a loro volta tracciati sulla scorta dell'incerto parametro del c.d. "investitore ragionevole" – sino al dilemma della rilevanza penale o meno del c.d. *insider* "di sé stesso", il delitto di *insider trading* continua infatti a presentare una fisionomia normativa difficilmente compatibile con i canoni di determinatezza e tassatività che dovrebbero connotare la definizione degli illeciti penali.

Nella medesima prospettiva, la manipolazione del mercato presenta una tipicità altrettanto umbratile. Anche a voler ritenere che la caratura lessicalmente ambigua della clausola di chiusura degli «altri artifici» possa essere superata per il tramite di interpretazioni restrittive della locuzione, tese a limitarne l'operatività ai soli casi di condotte connotate da una intrinseca nota decettiva, uno sforzo ermeneutico assai più intenso è richiesto allorché s'intenda dipanare gli equivoci interpretativi dischiusi dal requisito della "idoneità a provocare una sensibile alterazione dei prezzi". Senza dimenticare il problema, tutt'altro che secondario, dell'individuazione del *locus commissi delicti*.

Proprio sul versante della *market manipulation*, del resto, si manifestano con maggior nitore le criticità *nuove* che il d.lgs. n. 107/2018 ha recato con sé.

All'evidente *gap* metodologico che separa l'impostazione *analitico-casistica* eurounitaria e il ricorso alle *Generalklauseln* di tradizione domestica nell'individuazione delle condotte tipiche, si accompagnano le *irrazionalità* insite nell'aver relegato le condotte manipolatorie – così come quelle di *trading*, *tipping* e *tuyantage* disciplinate dall'art. 184 t.u.f. – insistenti su mercati diversi da quelli regolamentati nell'alveo dell'illecito contravvenzionale: scelta non solo contrastante con le indicazioni comunitarie, dall'analisi delle quali non emerge nessuna *voluntas* normativa tesa a differenziare le sanzioni in ragione del *mercato* all'interno del quale gli strumenti finanziari sono negoziati, ma altresì incomprensibile alla luce del dato empirico, atteso che l'offensività delle condotte abusive o manipolatorie non muta al

variare della *trading venue* considerata.

Peraltro, l'impressione è che l'irragionevolezza insita in tale opzione legislativa sia destinata in futuro a manifestarsi con una dirompenza ben maggiore rispetto a quella che sinora ha espresso.

Lo scenario al quale si allude deriva dalla possibile (ancorché ad oggi assai lontana) intersezione tra mercati finanziari e fenomeno delle criptovalute¹⁰⁸².

Nonostante si tratti di un mondo che ha perduto l'*appeal* mediatico che vantava nel passato recente, quello delle criptovalute resta un fenomeno in forte espansione. Le caratteristiche uniche che caratterizzano i *crypto-assets* – pseudonimia, tracciabilità delle operazioni, bassi costi, convertibilità in moneta reale etc. – hanno condotto a una forte proliferazione di valute virtuali e a un ampliamento geometrico del valore del mercato complessivo¹⁰⁸³.

Esula dagli intendimenti del presente lavoro soffermare l'attenzione sulle difficoltà di inquadramento che accompagnano la riflessione in ordine allo statuto giuridico-privatistico delle *cryptocurrencies*¹⁰⁸⁴, così come condurrebbe a un ben poco funzionale appesantimento dell'esposizione l'eventuale digressione sulle diverse ricadute *penalistiche* che l'uso di *bitcoin* etc. può presentare¹⁰⁸⁵. Ciò che invece può essere interessante evidenziare è che il muro che originariamente sembrava dividere il

¹⁰⁸² Altresì note come “valute virtuali” o “criptomonete”: cfr. AMATO M.-FANTACCI L., *Per un pugno di bitcoin*, Milano, 2016.

¹⁰⁸³ A tal punto in buona salute appare il mondo delle criptovalute che l'A.D. di Nasdaq, Adena Friedman, ha dichiarato trattarsi del «*most profitable market off all times*», destinato a diventare «*the world currency of the future*».

¹⁰⁸⁴ Nella letteratura sul tema, si rimanda, in via esemplificativa, a RINALDI G., *Approcci normativi e qualificazione giuridica delle criptovalute*, in *Contratto e Impresa*, 2019, fasc. 1, p. 257 ss.; BOCCHINI R., *Lo sviluppo della moneta virtuale: primi tentativi di inquadramento e disciplina tra prospettive economiche e giuridiche*, in *Diritto dell'informazione e dell'informatica*, 2017, fasc. 1, p. 27 ss.; GASPARRI G., *Timidi tentativi giuridici di messa a fuoco del bitcoin: miraggio monetario crittoanarchico o soluzione tecnologica in cerca di un problema?*, in *Diritto dell'informazione e dell'informatica*, 2015, fasc. 3, p. 415 e ss.; VARDI N., “*Criptovalute*” e dintorni: alcune considerazioni sulla natura giuridica dei bitcoin, *ivi*, p. 443 ss.

¹⁰⁸⁵ I vari documenti e studi che sono stati elaborati a livello istituzionale (da ESMA, da EBA, dall'Agenzia delle Entrate, da Banca d'Italia etc.) hanno prontamente evidenziato come proprio i principali caratteri innovativi delle criptomonete – assenza di frontiere territoriali, bassi costi, pseudonimia delle transazioni – rappresentano anche dei tratti che rendono il meccanismo particolarmente adatto a realizzare attività illecite e a garantire ampie *chance* di impunità. Possono in particolare identificarsi diverse aree di “potenzialità criminosa”, essenzialmente riconducibili al macro-settore dei delitti contro il patrimonio (furto, riciclaggio e autoriciclaggio, ricettazione) e al comparto degli illeciti fiscali (in quanto strettamente correlati alla problematica individuazione di quale sia il trattamento fiscale, a fini IRES e Iva, delle operazioni su criptovalute poste in essere dagli *exchanger*). Per una tassonomia dei principali rischi-reato sollevati dalle criptovalute, cfr. DI VIZIO F., *Le cinte daziarie del diritto penale alla prova delle valute virtuali degli internauti*, in *Dir. pen. cont.*, 2018, fasc. 10, p. 21 ss.; RAPUANO S.-CARDILLO M., *Le criptovalute: tra evasione fiscale e reati internazionali*, in *Dir. prat. trib.*, 2019, fasc. 1, p. 42 ss.; NADDEO M., *Nuove frontiere del risparmio, bitcoin exchange e rischio penale*, in *Dir. pen. proc.*, 2019, fasc. 1, p. 99 ss. Vedasi altresì STURZO L., *Bitcoin e riciclaggio 2.0*, in *Dir. pen. cont.*, 2018, fasc. 5, p. 19 ss.

mercato delle criptovalute e il mercato finanziario “tradizionale” si stia lentamente sgretolando: rendendo così assai pressante la necessità di individuare e di neutralizzare i rischi che tale incontro-scontro tra mondi e paradigmi economici-filosofici genera, verso gli investitori, verso la stabilità finanziaria e verso l’integrità dei mercati.

Il problema nasce *dall’anonimato* delle operazioni riguardanti le criptovalute e dalla *assoluta mancanza di trasparenza* per gli investitori circa le modalità di formazione dei prezzi di esecuzione degli ordini su criptovalute. Oltre, ovviamente, dall’assenza di una autorità centrale che monitori le condotte abusive sul mercato e possa limitare l’estrema *volatilità dei prezzi*.

Negli ultimi tempi si è quindi riflettuto sulla possibilità che le criptovalute possano essere oggetto di condotte *manipolative*, idonee a influire pesantemente sul prezzo di scambio delle singole valute virtuali.

Alcuni studi – per lo più di matrice statunitense – hanno esaminato il *trend* che negli ultimi anni ha segnato l’andamento estremamente ondivago dei prezzi delle criptovalute, giungendo a ritenere che in molti casi l’altissima volatilità del prezzo, caratterizzato dall’alternanza, in un arco temporale brevissimo – di poche ore, se non di minuti –, tra picchi e depressioni di valore, fosse l’esito di condotte (a-tecnicamente) manipolatorie, realizzate secondo lo schema del c.d. *pump and dump*¹⁰⁸⁶.

Che si tratti di meccanismi manipolatori inquadrabili all’interno dei confini normativi della vigente disciplina sul *market abuse*, pare – *de iure condito* – da escludersi. Tuttavia, tenendo conto della crescente diffusione del fenomeno bitcoin, i cui gangli operativi colonizzano settori sempre più vasti delle transazioni economiche virtuali, e altresì considerando il forte interessamento che il tema suscita a livello istituzionale¹⁰⁸⁷, sembrerebbe opportuno, in una prospettiva *de iure condendo*, avviare una riflessione approfondita su possibilità e limiti insite nel ricorrere alla sanzione penale per presidiare la regolarità dei traffici giuridici *anche* in un territorio – quello solcato dalle *cryptocurrencies* – apparentemente remoto rispetto agli orizzonti su cui tradizionalmente vigila il diritto punitivo.

D’altra parte, il comparto degli abusi di mercato – e il sistema a doppio binario sanzionatorio sul quale esso poggia, solo minimamente “stemperato” dalla riforma del 2018 – ha avuto il “merito” di innescare quella turbolenta vicenda inter-ordinamentale i cui effetti, lungi dall’esaurirsi nel ristretto giardino normativo del *market abuse*,

¹⁰⁸⁶ KLAMPS J.-KLEINBERG B., *To the moon: defining and detecting cryptocurrency pump-and-dumps*, in *Crime science*, 2018, 7, 18; GRIFFIN J.M.-SHAMS A., *Is Bitcoin Really Un-Tethered?*, 25 giugno 2018, disponibile in <https://papers.ssrn.com>; GANDAL N., HAMRICK J.T., MOORE T., OBERMAN T., *Price Manipulation in the Bitcoin Ecosystem*, in *Journal of Monetary Economics*, 2018, vol. 95, issue C, p. 86 ss.

¹⁰⁸⁷ A titolo meramente esemplificativo, cfr. i documenti pubblicati da Banca Centrale Europea, *Virtual currency schemes*, ottobre 2012; Autorità Bancaria Europea, *Avvertenze per i consumatori sulle monete virtuali*, ABE/WRG/2013/01, 12 dicembre 2013, e la successiva *Opinion on virtual currencies*, 4 luglio 2014; GAFI, *Report. Virtual Currencies. Key Definitions and Potential AML/CFT Risks*, giugno 2014; ESMA, *Own Initiative Report on Initial Coin Offerings and Crypto-Assets*, 19 ottobre 2018 e il successivo *Initial Coin Offerings and Crypto-Assets*, 9 gennaio 2019.

sembrano destinati a riverberarsi sull'intero sistema penale: il riferimento concerne ovviamente la *vexata quaestio* sulla portata e limiti del divieto di *bis in idem*.

La trama complessa attraverso cui si snoda l'intensa vicenda del *ne bis in idem* euro-convenzionale, caratterizzata da accelerazioni, rallentamenti e colpi di scena, sembra aver infine superato i momenti di *pathos* più intensi. Le fatiche del "viaggio" hanno certamente inciso sulla stessa identità del *ne bis in idem*, che si presenta oggi al lettore-interprete con una fisionomia ben differente rispetto a quella tratteggiata agli esordi della narrazione, ma hanno altresì forgiato un principio che, quantomeno sul piano strettamente *teorico*, sembra sufficientemente definito e stabile da poter assurgere a parametro euro-convenzionale condiviso: la metamorfosi sostanzialistica segna infatti un punto di fondamentale convergenza tra Strasburgo e Lussemburgo, scongiurando il rischio di due diverse accezioni "europee" della medesima garanzia.

Se pure lo statuto *concettuale* del *ne bis in idem* 2.0., o di "seconda generazione", presenta dei lineamenti agevolmente identificabili, è sul versante del suo statuto *applicativo* che sembrano emergere nuovi, stringenti interrogativi. Esaurita (forse) la narrazione al "livello alto" delle giurisdizioni europee, è sul piano "basso" della concreta applicazione ordinaria che si apre un nuovo capitolo del *ne bis in idem*: al punto che, in effetti, sembra ancora attuale la sensazione di trovarsi dinanzi a una *never ending story*¹⁰⁸⁸.

Tralasciando volutamente la *vexata quaestio* delle sorti della dimensione *procedimentale* del *ne bis in idem* – che, da figura autonoma e distinta rispetto alla variante *sostanziale*, è stata declassata al rango di un semplice "criterio" di valutazione, *sub specie* di "coordinamento procedimentale"¹⁰⁸⁹ – preme evidenziare innanzitutto che l'analitica disamina del meccanismo operativo, su cui s'innesta la verifica di compatibilità euro-convenzionale della convergenza di più apparati sanzionatori *in idem*, rivela l'esistenza di due componenti essenziali che, interagendo tra loro, sollevano serie perplessità dall'angolo visuale del principio di legalità: il ruolo centrale affidato al giudice comune nel condurre il *test* di proporzionalità; il rilievo dirimente accordato al principio di proporzione.

Se con riferimento al canone della proporzione pare evidente il tasso di (inevitabile) elasticità e "imprevedibilità" che lo connota, per quanto concerne invece il giudice nazionale due sembrano essere i fattori da cui dipende, al contempo, la centralità indiscussa del suo ruolo e la frizione che ciò determina con la riserva di legge: uno è strettamente collegato alla stessa configurazione che il principio del *ne bis in idem* ha assunto in ambito europeo, mentre l'altro è riferibile alle (mancate) opzioni normative intraprese dal legislatore nazionale.

In primis, deve riconoscersi che, nella misura in cui la svolta sostanziale impressa dalle Corti europee comporta una complessiva ricalibratura del giudizio di

¹⁰⁸⁸ VIGANÒ, A never ending story?, cit.

¹⁰⁸⁹ Circa la progressiva perdita di centralità della prospettiva *processuale*, v. MUCCIARELLI, *Tutela dei mercati finanziari*, cit., p. 287-289., nonché MAZZACUVA, *Le pene nascoste*, cit., p. 317 ss.

compatibilità euro-convenzionale dei “doppi binari sanzionatori” – richiedendo la valutazione di una pluralità di variabili *concrete* (il coordinamento procedimentale, la proporzionalità complessiva del trattamento punitivo etc.) – il “nuovo” *ne bis in idem* finisce per spalancare una finestra sul «mare dei fatti»¹⁰⁹⁰: un mare che solo il giudice nazionale, e più precisamente il giudice di merito, è in grado di solcare.

Questione ben diversa è però quella di indicare verso *quale direzione* il giudice deve orientare le proprie valutazioni. La determinazione della rotta dovrebbe spettare al legislatore nazionale in quanto, attraverso lo strumento normativo, è l’unico in grado di fornire delle coordinate generali e astratte, capaci di indirizzare *qualsiasi giudice* nella verifica di adeguatezza e proporzionalità del cumulo sanzionatorio¹⁰⁹¹: esigenza, questa, che diviene ancor più pressante allorché il giudice sia chiamato a governare delle situazioni giuridiche soggettive intrise di apprezzamenti valoriali, quali sono i diritti fondamentali¹⁰⁹².

Pur consapevole delle difficoltà insite nella gestione del cumulo sanzionatorio in materia di *market abuse*, e nonostante le sollecitazioni mosse da più parti affinché il problema venisse risolto “in radice”¹⁰⁹³ con un intervento normativo deciso, il legislatore nazionale si è limitato a riformulare – peraltro maldestramente, come evidenziato *supra*¹⁰⁹⁴ - il meccanismo “ponderativo” dell’art. 187-*terdecies* t.u.f.: l’equivalente di una bandiera bianca, con cui viene “certificata” la rinuncia a risolvere *a monte e in via generale* la questione, abbandonando la gestione del “doppio binario” al momento della commisurazione della pena, alla discrezionalità giudiziaria e alla logica del caso per caso¹⁰⁹⁵.

¹⁰⁹⁰ Parafrasando FORTI, *L'immane concretezza*, cit., p. 9.

¹⁰⁹¹ Così anche SCOLETTA, *Abusi di mercato e ne bis in idem*, cit., 533 ss.

¹⁰⁹² In questo senso, MADIA, *Ne bis in idem europeo*, cit., p. 681.

¹⁰⁹³ Tra le moltissime voci che si sono levate in coro da parte della dottrina, vedasi MUCCIARELLI, *Gli abusi di mercato riformati*, cit., p. 179, il quale sottolinea come – nonostante le modifiche apportate in materia dal d.lgs. n. 107/2018 – «[...] tutto rimane come prima, affidato alla fatica dell’interprete, che assiste al dibattito fra le Corti (talvolta interno alla stessa Corte), sperando di ricavarne un criterio ermeneutico almeno univoco. Ma in una materia come quella presente, vien da chiedersi – e la domanda è retorica – se davvero sia opportuno che l’ambito della pur insopprimibile libertà di interpretazione assuma dimensioni tanto ampie e flessibili»; v. anche ID., *Riforma penalistica del market abuse: l’attesa continua*, in *Dir. pen. proc.*, 2018, p. 5 ss. Nello stesso senso CONSULICH, *Il prisma del ne bis in idem*, cit., p. 959. All’esortazione dell’Accademia aveva peraltro fatto eco il sollecito della Consulta: «spetta anzitutto al legislatore stabilire quali soluzioni debbano adottarsi per porre rimedio alle frizioni che tale sistema genera tra l’ordinamento nazionale e la CEDU» (Corte cost., sent. 8 marzo 2016, n. 102, par. 6.1). La stessa Consob, in sede di audizione nel corso dell’*iter* parlamentare sfociato nell’approvazione del d.lgs. 107/2018, aveva evidenziato l’opportunità di regolare in via legislativa il problema del cumulo sanzionatorio e procedimentale: cfr. intervento del Commissario Consob Berruti G.M., 17 luglio 2018. Sul tortuoso *iter* legislativo che ha preceduto la “mini-riforma” del *market abuse*, cfr. BASILE, *Una nuova occasione (mancata)*, cit., p. 271 ss.; nonché ID., *Riforma del market abuse*, cit., p. 228 ss.

¹⁰⁹⁴ Cfr. *supra*, par. 5.2.

¹⁰⁹⁵ Sottolinea la criticità, insita nell’opzione «dell’affidamento della valutazione circa la sussistenza di un *ne bis in idem* alla discrezionalità del singolo giudice», anche ANGIOLINI, *Una questione ancora*, cit., p. 2135. Nella medesima direzione, FELISATTI, *Ne bis in idem domestico*, cit., p. 141, la quale osserva

Nel microcosmo del *market abuse*, il principio del *ne bis in idem* è dunque oggetto di un sindacato diffuso i cui unici parametri normativi di riferimento – l’art. 187-terdecies t.u.f. e l’art. 133 c.p. – poggiano a loro volta su criteri vaghi, privi di una geometria fissa e adattabili (fisiologicamente, per quanto concerne l’art. 133 c.p.) nel contesto della concreta vicenda sottoposta all’attenzione del giudice: con buona pace del principio generalissimo della certezza del diritto, oltre che della sua declinazione sul versante penalistico in termini di *prevedibilità* delle conseguenze sanzionatorie¹⁰⁹⁶, pare oggi davvero arduo riuscire a predire se, in un determinato contesto bi-procedimentale *in idem*, il “doppio binario” opererà, oppure sarà valutato come non compatibile con le indicazioni euro-convenzionali.

Non solo, ma lo sforzo “divinatorio” risulta ancor più intenso laddove si consideri che – in virtù della possibilità accordata al giudice di pervenire alla disapplicazione *in toto* o *in mitius* della sanzione penale, allorché ritenga che la risposta sanzionatoria complessivamente irrogata sia *sproporzionata in eccesso*¹⁰⁹⁷ – la stessa cornice editale di riferimento tende a smarrire qualsivoglia capacità delimitativa e orientativa, consegnando al giudice un *range* sanzionatorio amplissimo entro cui collocare l’opzione trattamentale¹⁰⁹⁸.

Del resto, proprio quella componente essenziale del giudizio di proporzionalità sanzionatoria rappresentato dal meccanismo della disapplicazione, solleva non poche perplessità, specialmente laddove venga in rilievo la possibile, ancorché «eccezionale» variante della disapplicazione *in toto* della sanzione penale¹⁰⁹⁹. L’eccezionalità dello scenario è evidentemente desunta dalla premessa per cui, qualora intervenuta per prima, la misura amministrativa punitiva – a differenza della pena – difficilmente è in

che, atteso l’affidamento esclusivo al giudice della “gestione” del *ne bis in idem*, «sulle concrete *chances* applicative della garanzia in questione nella sua nuova veste si addensano fitti aloni di incertezza».

¹⁰⁹⁶ Nell’ampia letteratura in tema di “prevedibilità” come canone coesistente del principio di legalità – in particolare – convenzionale, cfr. in particolare MANES V., *Art. 7*, in BARTOLE S.-DE SENA P.-ZAGREBELSKY V. (a cura di), *Commentario breve alla Convenzione europea dei diritti dell’uomo*, Padova, 2012, p. 279 ss.; ZAGRABELSKY V., *La Convenzione europea dei diritti dell’uomo ed il principio di legalità nella materia penale*, in MANES V.-ZAGRABELSKY V. (a cura di), *La Convenzione europea*, cit., p. 69 ss.; VIGANÒ F., *Il principio di prevedibilità della decisione giudiziale in materia penale*, in *Dir. pen. cont.*, 19 dicembre 2016. Sul tema, cfr. anche FIANDACA G., *Prima lezione di diritto penale*, Bari-Roma, 2017, in particolare 144 ss. Con specifico riguardo al profilo della ragionevole prevedibilità delle decisioni giudiziarie, cfr. DONINI M., *Il diritto giurisprudenziale penale. Collisioni vere e apparenti con la legalità e sanzioni dell’illecito interpretativo*, in *Riv. trim. dir. pen. cont.*, 2016, 3, p. 13 ss., nonché SOTIS C., “Ragionevoli prevedibilità” e giurisprudenza della Corte Edu, in *Quest. giust.*, 2018, p. 4.

¹⁰⁹⁷ Cfr. *supra*, par. 7.

¹⁰⁹⁸ Icastica rappresentazione concreta di tale problema è offerta dalla citata pronuncia del Tribunale di Milano ove il giudice, combinando le disposizioni dell’art. 187-terdecies t.u.f., 133 c.p. e 135 c.p. ha “utilizzato” la sanzione amministrativa pecuniaria, già applicata da Consob, per “abbattere” il minimo editale previsto per la pena della reclusione, ex art. 185 t.u.f., giungendo così ad irrogare all’interessato la pena di anni 1 e mesi 4 di reclusione. Da condividersi peraltro l’osservazione di SCOLETTA, *op. ult. cit.*, nt. 55: la circostanza che l’imprevedibilità sia *in bonam partem* non può giustificare «l’attribuzione alla discrezionalità giudiziaria di un potere così ampio di graduazione della pena».

¹⁰⁹⁹ Cfr. *supra*, par. 7.

grado di coprire l'intero disvalore del fatto, compresa la "quota" riservata alla sanzione criminale. Osservazione teoricamente corretta, nella misura in cui solamente l'arsenale del diritto penale *stricto sensu* inteso contempla la sanzione detentiva e l'effetto stigmatizzante a questo correlato, ma è forse opportuna qualche precisazione, anche in considerazione del più generale movimento interpretativo – sostenuto dalla stessa Corte costituzionale – di risistemazione dei rapporti tra sanzioni criminali e sanzioni amministrative "punitive".

Sul piano *astratto*, la gravità dei fatti che rientrano nell'alveo applicativo della fattispecie penale dovrebbe presentare un *quid pluris* rispetto a quelli che, per converso, sono presidiati dalla sola sanzione amministrativa: è questo "tasso di gravità" maggiore che giustifica il ricorso allo *ius terribile*, come del resto suggerito anche dal legislatore eurounitario che, in sede di "riforma" della strategia repressiva del *market abuse*, ha invitato gli Stati membri a introdurre sanzioni penali per i fatti gravi e commessi con dolo, riservando la reazione amministrativa alle altre ipotesi, caratterizzate da un livello inferiore di gravità¹¹⁰⁰. Gravità differente del fatto, fattispecie diversificata, sanzione diversa: lungo tale catena può svilupparsi un giudizio comparativo che consenta di risolvere l'eventuale convergenza di illeciti amministrativi e illeciti penali nel senso dell'assorbimento, o meno, dell'uno da parte dell'altro. Ma se la catena si spezza, pare allora davvero arduo procedere a simili valutazioni.

Come osservato in dottrina¹¹⁰¹, la sovrapposibilità strutturale che caratterizza la doppia dimensione – penale e amministrativa – degli illeciti in materia di *market abuse* rende difficile, se non impossibile, individuare una «relazione di assorbimento» che, per contro, «presuppone due figure legali differenti dove l'illecito *maior* annulla anche

¹¹⁰⁰ Come noto, il legislatore eurounitario ha individuato nel criterio della gravità il parametro discrezionale che avrebbe dovuto orientare i legislatori nazionali nella creazione di fattispecie penali e amministrative tra loro distinte (cfr. *consideranda* nn. 10-12 e 23, Dir. n. 2014/57/UE: sul punto, v. MUCCIARELLI, *La nuova disciplina eurounitaria*, cit., p. 295 ss.).

¹¹⁰¹ Nonostante le indicazioni contenute nel MAR e nella MAD II, lo scenario normativo italiano *post* d.lgs. n. 107/2018 continua ad evidenziare quella tendenziale sovrapposizione delle fattispecie, penale e amministrativa, sia (e soprattutto) in relazione all'abuso di informazioni privilegiate, sia con riferimento all'ipotesi della *market manipulation*, che connotava la disciplina già *prima* dell'entrata in vigore della novella. Per uno sguardo al panorama normativo *ante* d.lgs. 107/2018, quanto alle fattispecie di *insider trading* v. D'ANDREA, *Abuso di informazioni privilegiate*, cit., p. 477; TRIPODI, *L'illecito amministrativo di abuso di informazioni privilegiate*, in SGUBBI-FONDAROLI-TRIPODI (a cura di), *Diritto penale del mercato finanziario*, cit., p. 114; quanto alle fattispecie di *market manipulation*, v. MAGRO, *Manipolazione dei mercati finanziari e diritto penale*, cit., p. 165, nonché ID., *L'illecito amministrativo di manipolazione del mercato (art. 187ter t.u.f.)*, in CADOPPI-CANESTRARI-MANNA-PAPA (diretto da), *Diritto penale dell'economia*, cit., p. 527. Con riferimento all'assetto normativo *post* d.lgs. n. 107/2018, v. SEMINARA, *Diritto penale commerciale*, cit., p. 86 e p. 106, il quale evidenzia, per un verso, che in tema di *insider trading* vi è una sostanziale sovrapposizione di illeciti, penale (art. 184 t.u.f.) e amministrativo (art. 187-bis t.u.f.), mentre, per altro verso, che «le formulazioni del delitto e dell'illecito amministrativo di manipolazione del mercato presentano una reciproca autonomia»; v. inoltre GAMBARDELLA, *Condotte economiche*, cit., p. 354, nonché – con specifico riguardo alla manipolazione del mercato – CONSULICH, *Market manipulation*, cit., p. 559 ss.

il disvalore del *diverso illecito minor*¹¹⁰²: nell'alternativa tra misura criminale e misura amministrativa "punitiva", il tentativo di individuare nella materia degli abusi di mercato quale sia il trattamento sanzionatorio in astratto più severo, come tale idoneo a colmare l'intero disvalore del fatto, si traduce allora in un'impresa alquanto complessa.

Sul piano *concreto*, inoltre, l'affermazione per cui la sanzione amministrativa "punitiva" sarebbe meno afflittiva della sanzione penale in senso stretto sembra, oggi, meno persuasiva che in passato. In effetti, come evidenziato anche dalla Corte costituzionale, il rapporto di afflittività tra i due versanti sanzionatori non può essere risolto nel senso di riconoscere, sempre e comunque, una maggiore incidenza repressiva nello strumentario penalistico rispetto a quello amministrativo¹¹⁰³: a tacer d'altro, basti considerare che per la sanzione amministrativa non è contemplato alcun istituto capace di "sospenderne" l'esecuzione, sulla falsariga della sospensione condizionale della pena¹¹⁰⁴.

Preme peraltro evidenziare che, nel "gioco" delle compensazioni imposto dall'obiettivo della proporzionalità sanzionatoria, la misura amministrativa può incidere pesantemente sulla controparte penale, spingendosi sino al punto da *eliderla* del tutto. Tenendo a mente il percorso metodologico seguito dal Tribunale di Milano, se la sanzione (pecuniaria) irrogata da Consob fosse stata ancor più consistente, l'esito del combinato disposto degli artt. 187-*terdecies* t.u.f., 133 c.p. e 135 c.p. avrebbe potuto condurre alla *totale* disapplicazione della sanzione criminale: «con la conseguenza che il giudizio penale rischierebbe di ridursi a una sorta di rito che si compie al solo scopo

¹¹⁰² Così MADIA, *op. ult. cit.*, p. 680. *Contra* però SCOLETTA, *op. ult. cit.*, p. 533 ss., secondo il quale, laddove intervenga per prima la sanzione penale, questa «[...] abbraccia *par essence* tutto il disvalore del fatto, ricomprendendo strutturalmente anche il disvalore espresso dall'illecito amministrativo (che tipizza un'offesa 'minore' al medesimo interesse giuridico)».

¹¹⁰³ Laddove infatti un intervento di depenalizzazione abbia condotto alla predisposizione di una *complessiva* reazione amministrativa *concretamente* più afflittiva di quella penale – originariamente preveduta –, tale risposta non può trovare applicazione retroattiva: così Corte cost., sent. 5 dicembre 2018, n. 223, cit., in tema di confisca amministrativa per equivalente, ex art. 187-*sexies* t.u.f., con cui la Consulta ha dichiarato l'illegittimità costituzionale dell'art. 9, co. 6, legge n. 62/2005 nella parte in cui, «*disponendo l'inderogabile applicazione retroattiva della nuova disciplina sanzionatoria ai fatti pregressi – si pone in contrasto con gli artt. 25, secondo comma, e 117, primo comma, Cost., quest'ultimo in relazione all'art. 7 CEDU, nella parte in cui impone di applicare la nuova disciplina anche qualora essa risulti in concreto più sfavorevole di quella precedentemente in vigore*». La Corte costituzionale, in una successiva pronuncia in tema di sanzione amministrativa pecuniaria prevista per l'illecito amministrativo dell'art. 187-*bis* t.u.f., ha esteso il principio della retroattività *in mitius* anche all'apparato sanzionatorio amministrativo ("punitivo"), traendo argomento proprio «dall'elevatissima carica afflittiva» della misura pecuniaria prevista per la fattispecie amministrativa di *insider trading*: cfr. Corte cost., sent. 21 marzo 2019, n. 63, in *Dir. pen. cont.*, con nota di SCOLETTA M., *Retroattività favorevole e sanzioni amministrative punitive: la svolta, finalmente, della Corte costituzionale*, 2 aprile 2019.

¹¹⁰⁴ Come evidenziato da FATTORI, *Market abuse*, cit., p. 25.

della sua stessa celebrazione»¹¹⁰⁵.

Più in generale, la fiducia riposta nella capacità “taumaturgica” del *test* di proporzionalità – vero e proprio perno attorno al quale ruota il destino applicativo del *ne bis in idem* 2.0 – sembra scontare un approccio “semplicistico” al tema dell’effettiva comparabilità *in concreto* tra sanzioni penali e sanzioni amministrative. Occorre infatti considerare che, per quanto fortemente ravvicinati sotto l’egida comune della «materia penale», i due apparati sanzionatori – penale e amministrativo “punitivo” – presentano uno statuto applicativo tutt’altro che omogeneo, rispondendo a logiche differenti e a principi regolativi diversi.

Basti considerare che nella complessa operazione di individuazione della pena in concreto, il giudice penale è chiamato a ponderare una molteplicità di indicatori oggettivi e soggettivi (art. 133 c.p.), nonché procedurali (si pensi agli scomputi sanzionatori connessi a determinati riti speciali), che fuoriescono dallo spettro valutativo dell’Autorità amministrativa, tarato per contro sul solo parametro della gravità oggettiva del fatto. Non è però solamente la configurazione strutturale dell’operazione commisurativa ad essere diversa, ma altresì la rispettiva proiezione finalistica: solo la sanzione penale – a tacer d’altro – è teleologicamente orientata all’obiettivo della (tendenziale) rieducazione del condannato¹¹⁰⁶.

Finalità, quest’ultima, che nella terra di frontiera dominata dal *test* di proporzionalità euro-convenzionale rischia di perdersi completamente. Nel caso (statisticamente meno frequente) in cui l’Autorità amministrativa, intervenendo *in idem* a valle del procedimento penale, ritenga che la misura sanzionatoria applicata dal giudice sia sproorzionata *per difetto*, sarebbe legittimata a procedere ad una rimodulazione “verso l’alto” della sanzione complessiva, sulla scorta di un giudizio comparativo “asetticamente” basato sul raffronto tra gravità oggettiva del fatto e *quantum* di sanzione. Tale operazione non solo sarebbe condotta, ovviamente, in assenza di qualsivoglia considerazione *in positivo* circa “il bisogno di rieducazione” dell’interessato, ma altresì finirebbe per superare e vanificare l’eventuale valutazione pregressa effettuata dal giudice penale che – per contro –, ponderando *più elementi* di quelli contemplati dalla Consob (*ex art. 133 c.p.*, tra i quali compare anche la “gravità del fatto”), e tenuto conto proprio della finalità impressa alla pena dall’art. 27, co. 3,

¹¹⁰⁵ Così MUCCIARELLI, “Doppio binario” sanzionatorio degli abusi di mercato e *ne bis in idem*, cit., par. 7. Per contro, la circostanza che la sanzione amministrativa – irrogata “per prima” – debba essere sempre scomputata ‘aritmeticamente’ dal giudice penale – intervenuto *in idem* “per secondo”, solleva seri dubbi sulla stessa *razionalità* dell’apertura di due procedimenti distinti. Come osservato in dottrina, laddove infatti la sanzione amministrativa non dovesse esaurire l’intero disvalore del fatto, questa «avrebbe solo l’effetto di ‘anticipare’ una parte della pena, in quanto destinata ad essere completamente scomputata da quella che definisce il procedimento penale [...]»: cfr. SCOLETTA, *Abusi di mercato e ne bis in idem*, cit., p. 533 ss.

¹¹⁰⁶ Da ultimo, in termini inequivoci, v. Corte cost., sent. 112/2019, cit., par. 8.2.1., ove si evidenzia che la progressiva estensione di talune garanzie prettamente “penalistiche” alle sanzioni amministrative di carattere sostanzialmente “punitivo” non ha riguardato i «principi in materia di responsabilità penale stabiliti dall’art. 27 Cost. [...] a cominciare dalla necessaria funzione rieducativa della pena [...]».

Cost., aveva ritenuto *quella* pena come “congrua” e *proporzionata*.

In altri termini, se la diversità e la complementarietà degli scopi che ispirano le opzioni sanzionatorie, rispettivamente, dell’Autorità amministrativa e del giudice penale, per espressa indicazione sia della Corte Edu che della Corte di Giustizia rappresentano dei parametri essenziali per valutare l’astratta compatibilità del cumulo sanzionatorio in materia di *market abuse*, è proprio tale diversità a rendere *fisiologicamente* irriducibili le misure penali nelle misure “para-penali” e viceversa: per quanto l’afflittività rappresenti un tratto comune di indubbio rilievo, al punto da attrarre talune garanzie tradizionalmente riservate allo *ius criminale* sul terreno tipico delle sanzioni amministrative (“punitive”), non pare tuttavia in grado di assorbire ed eliminare gli elementi specifici che continuano a differenziare i due comparti sanzionatori.

BIBLIOGRAFIA

- AA.VV., *Il dibattito sull'ordine giuridico del mercato*, Roma-Bari, 1999.
- ABBADESSA P., *Doveri di riservatezza ed insider trading: un rapporto discutibile*, in RABITTI BEDOGNI C. (a cura di), *Il dovere di riservatezza nel mercato finanziario. L'insider trading*, Milano, 1992, p. 213 ss.
- ABBADESSA P., *L'insider trading nel diritto privato italiano: prima e dopo la legge n. 157/1991*, in *Banca, borsa, titoli di credito*, 1992, p. 755 ss.
- ACCINNI G.P., *La "nuova" disciplina dell'informazione privilegiata*, in *Resp. amm. soc. enti*, 2006, fasc. 4, p. 45 ss.
- ACOCCELLA, *Introduzione*, in ID. (a cura di), *Globalizzazione e Stato sociale*, Bologna, 1991
- AGGARWAL R.K-WU G., *Stock Market Manipulation – Theory and Evidence*, in *The Journal of Business*, 2006, vol. 79, issue 4, p. 1915-1954.
- ALESSANDRI A., *Osservazioni sulle notizie false, esagerate o tendenziose*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 1973, p. 71 ss.
- ALESSANDRI A., *Attività d'impresa e responsabilità penali*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 2005, p. 555 e ss.
- ALESSANDRI A., *Un esercizio di diritto penale simbolico: la c.d. tutela penale del risparmio*, in AA.VV., *Scritti per Federico Stella*, vol. II, Napoli, 2007.
- ALESSANDRI A., *Impresa e giustizia penale: tra passato e futuro. Un'introduzione*, in CENTRO NAZIONALE DI PREVENZIONE E DIFESA SOCIALE, *Atti del Convegno di studio «Enrico de Nicola»*. Milano, 14 marzo 2008, Milano, 2009.
- ALESSANDRI A., *Diritto penale e attività economiche*, Bologna, 2010.
- ALESSANDRI A., *Prime riflessioni sulla decisione della Corte Europea dei diritti dell'Uomo riguardo alla disciplina italiana degli abusi di mercato*, in *Giur. comm.*, 2014, fasc. 5, p. 855 ss.
- ALESSANDRI A., *Il potere sanzionatorio della Consob: in particolare, in tema di abusi di mercato*, in CARCANO-MOSCA-VENTORUZZO (a cura di), *Regole del mercato e mercato delle regole*, Milano, 2016.
- ALESSI R., *Market egalitarianism e insider trading*, in *Riv. soc.*, 1980, p. 945 ss.
- ALIBRANDI L., *Appunti in tema di aggioaggio bancario*, in *Banca, borsa, titoli di credito*, 1977, p. 210 ss.
- ALLEGREZZA S., sub art 4, *Protocollo n. 7*, in BARTOLE S.-DE SENA P.-ZAGREBELSKY V. (a cura di), *Commentario breve alla Convenzione europea dei diritti dell'uomo*, Padova, 2012.
- AMATI E., *La disciplina degli abusi di mercato*, in INSOLERA G. (a cura di), *La legislazione penale compulsiva*, Padova, 2006.
- AMATI E., *Art. 184*, in PEDERZINI (a cura di), *La disciplina degli abusi di mercato (legge 18 aprile 2002, n. 62). Commentario sistematico*, in *Le nuove leggi civ. comm.*, p. 1054.

- AMATI E., *Art. 185*, in PEDERZINI E. (a cura di), *La disciplina degli abusi di mercato (legge 18 aprile 2002, n. 62). Commentario sistematico*, in *Le nuove leggi civ. comm.*, 2007, p. 1056 ss.
- AMATI E., *Aggiotaggio operativo e scalate bancarie "occulte": il caso Antonveneta*, in *Soc.*, 2012, p. 1340 ss.
- AMATI E., *Abusi di mercato e sistema penale*, Torino, 2014.
- AMATI E., *Insorgenze populiste e produzione del penale*, in *Discrimen*, 3 giugno 2019.
- AMATI E., *Confisca "amministrativa" negli abusi di mercato limitata al solo profitto e persistenti criticità della confisca penale*, 2019, in corso di pubblicazione.
- AMATO M.-FANTACCI L., *Per un pugno di bitcoin*, Milano, 2016.
- AMBROSETTI E.-MEZZETTI E.-RONCO M., *Diritto penale dell'impresa*, IV ed., Bologna, 2016.
- ANASTASIA S. – ANSELMI M. – FALCINELLI D., *Populismo penale: una prospettiva italiana*, Padova, 2015.
- ANCONA E., *Figure dell'ordinamento. Dalla piramide alla rete, e oltre...*, in www.lircocervo.it, 2007, fasc. 1.
- ANDRIOLI V., voce *Ne bis in idem*, in *Noviss. dig. it.*, vol. XI, Torino, 1957, p. 186 ss.
- ANGIOLINI G., *Una questione ancora irrisolta: il "ne bis in idem" europeo e l'Italia*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 2018, fasc. 4, p. 2109 ss.
- ANGIONI F., *Il pericolo concreto come elemento della fattispecie penale*, Milano, 1994.
- ANNUNZIATA F., *Abusi di mercato e tutela del risparmiatore*, Torino, 2006.
- ASTARITA S., voce *Ne bis in idem*, *Dig. disc. pen., Agg. IV*, tomo II, Milano, 2008, p. 735 ss.
- ASTROLOGO A., *Le cause di non punibilità*, Bologna, 2010.
- ATRIGNA T.-GHIELMI C., *Le prassi di mercato ammesse nella disciplina sugli abusi di mercato*, in *Resp. amm. soc. enti*, 2013, fasc. 2, p. 101 ss.
- AUBY J.B., *La globalisation, le droit et l'Etat*, Parigi, 2003.
- AZZALI G., voce *Aggiotaggio*, in *Enc. dir., Agg. II*, 1998, p. 40 ss.
- BACCO F., *Il delitto di aggiootaggio manipolativo: tensioni interpretative ed innovazioni sistematiche nella difficile repressione delle manipolazioni «mascherate»*, in *Giur. mer.*, 2008, n. 9, p. 2303.
- BACIGALUPO E., *La tutela degli interessi finanziari della Comunità: progressi e lacune*, in GRASSO G. (a cura di), *La lotta contro la frode degli interessi finanziari della Comunità europea tra prevenzione e repressione*, Milano, 2000, p. 13.
- BALDASSARRE A., *Globalizzazione contro democrazia*, Roma-Bari, 2002.
- BALLERINI S., *Insider trading: problemi attuali e profili di comparazione*, in *Contratto e impresa*, 1990, p. 1209 ss.
- BARATTA A., *Criminologia e dogmatica penale. Passato e futuro del modello integrato di scienza penalistica*, in *Quest. crim.*, 1979, p. 153 ss.
- BARCELLONA P., *Globalizzazione, Libertà e legami*, in PIRRONE M.A.-VACCARO S. (a cura di), *I crimini della globalizzazione*, Trieste, 2002, p. 27.

- BARKOW R.E., *Prisoners of politics. Breaking the cycle of mass incarceration*, Cambridge, 2019.
- BARON L., “*Doppio binario sanzionatorio*” e ne bis in idem, in MAZZACUVA N.-AMATI E., *Diritto penale dell’economia*, IV ed., 2018, Padova, p. 369 ss.
- BARON L., *Reati tributari e ne bis in idem: una prima declinazione interna del criterio della sufficiently close connection in substance and time*, in *Giur. comm.*, 2018, fasc. 6, p. 907 ss.
- BARON L., ‘*Spazzacorrotti*’, art. 4-bis ord. pen. e regime intertemporale, in *Dir. pen. cont.*, 2019, fasc. 5, p. 153 ss.
- BARON L., *Test di proporzionalità e ne bis in idem. La giurisprudenza interna alla prova delle indicazioni euro-convenzionali in materia di market abuse*, 2019, in corso di pubblicazione.
- BARTALENA A., *L’abuso di informazioni privilegiate*, Milano, 1989.
- BARTALENA A., Insider trading, in COLOMBO G.E.-PORTALE G. (diretto da), *Trattato delle società per azioni*, vol. X, tomo I, Torino, 1993.
- BARTALENA A., *Commento agli artt. 180-187*, in MARCHETTI P.-BIANCHI L.A. (a cura di), *La disciplina delle società quotate nel testo unico della finanza d.lg. 24 febbraio 1998, n. 58*, vol. II, Milano, 1999, p. 1998 ss.
- BARTALENA A., voce *Insider trading*, in *Dig. disc. priv., Sez. comm., Aggiornamento*, Torino, 2000, p. 414 ss.
- BARTALENA A., *O.p.a. per delisting e insider trading: brevi riflessioni sull’insider di se stesso*, in *Banca, borsa, titoli di credito*, 2018, fasc. 6, p. 698 ss.
- BARTOLUCCI M.A., *Le nuove definizioni e, in particolare, la nozione di informazione privilegiata*, in *Soc.*, 2019, fasc. 5, p. 547 ss.
- BARTULLI A., voce *Banca (reati in materia bancaria)*, in *Dig. disc. pen.*, Vol. I, Torino, 1987, p. 428 ss.
- BARTULLI A., voce *Insider trading*, in *Dig. disc. pen.*, vol. VII, Torino, 1993, p. 111 ss.
- BARTULLI A.-ROMANO M., *Sulla disciplina penale dell’insider trading*, in *Giur. comm.*, 1992, fasc. 4, p. 660 ss.
- BASILE E., *Abusi di mercato bagatellari per molti, ma non per gli enti. Contravvenzioni di market abuse e responsabilità ex d.lgs. 231/2001*, in *Resp. amm. soc. enti*, 2011, fasc. 1, p. 61 ss.
- BASILE E., *Contravvenzioni e contraddizioni in tema di abusi di mercato: tutela penale dei sistemi multilaterali di negoziazione*, in *Riv. trim. dir. pen. econ.*, 2011, fasc. 4, p. 747 ss.
- BASILE E., *Verso la riforma della disciplina italiana del market abuse: la legge-delega per il recepimento della direttiva 57/2014/UE*, in *Leg. pen.*, 10 dicembre 2015.
- BASILE E., *Riforma del market abuse: quando la topa (parlamentare) è peggiore del buco (governativo)*, in *Dir. pen. cont.*, 2017, fasc. 11, p. 228 ss.
- BASILE E., *L’insider trading riformato...ma non troppo: criticità e prospettive all’indomani del d.lgs. n. 107/2018*, in *Soc.*, 2019, fasc. 5, p. 570 ss.

- BASILE E., *Mini-riforma del market abuse: obiettivi mancati ed eterogenesi dei fini nel d.lgs. n. 107/2018*, in *Dir. pen. proc.*, 2019, fasc. 3, p. 329 ss.
- BASILE E., *Il "doppio binario" sanzionatorio degli abusi di mercato in Italia e la trasfigurazione del ne bis in idem europeo*, in *Giur. comm.*, 2019, fasc. 1, p. 129 ss.
- BATTINI S., *La globalizzazione del diritto pubblico*, in *Riv. trim. dir. pubbl.*, 2016, fasc. 2, p. 325 ss.
- BAUMAN Z., *Dentro la globalizzazione. Le conseguenze sulle persone.*, Roma-Bari, 1999
- BAUMAN Z., *La società sotto assedio*, Bari-Roma, 2002
- BAUMAN Z., *Paura liquida*, Bari-Roma, 2006.
- BAUMAN Z., *Modernità e globalizzazione*, Roma, 2009
- BAUMAN Z., *Capitalismo parassitario*, Roma-Bari, 2009.
- BEBEZUK R.N., *Asymmetric Information in Financial Markets. Introduction and Applications*, Cambridge, 2003.
- BELLACOSA M., *Insider trading: manipolazione, abusi di mercato e responsabilità*, in *Dir. prat. soc.*, 2005, fasc. 11. p. 20 ss.
- BENVENISTI E., *The Law of Global Governance*, The Hague, Hague Academy of International Law, 2014.
- BERNARDI A., *Art. 7. "Nessuna pena senza legge"*, in BARTOLE S.-CONFORTI B.-RAIMONDI G. (a cura di), *Commentario alla Convenzione europea per la tutela dei diritti dell'uomo e delle libertà fondamentali*, Padova, 2001.
- BERNARDI A., *La competenza penale accessoria dell'Unione europea: problemi e prospettive*, in *Riv. trim. dir. pen. cont.*, 2012, fasc. 1, p. 43 ss.
- BERTOLINO M., *Art. 501*, in CRESPI A.-FORTI G.-ZUCCALÀ G. (a cura di), *Commentario breve al codice penale*, Padova, 2008.
- BESBES L.-BOUJELBENE Y., *Information Asymmetry within Financial Markets and Corporate Financing Decisions*, in *International Journal of Economics, Finance and Management*, 2014, Vol. 3, 2, p. 50 ss.
- BETTIOL G., *Diritto penale*, Padova, 1982.
- BINDI E.-PISANESCHI A., *Sanzioni Consob e Banca d'Italia: Procedimenti e "doppio binario" al vaglio della Corte EDU*, Torino, 2018.
- BOCCHINI R., *Lo sviluppo della moneta virtuale: primi tentativi di inquadramento e disciplina tra prospettive economiche e giuridiche*, in *Diritto dell'informazione e dell'informatica*, 2017, fasc. 1, p. 27 ss.
- BONINI S., *La repressione delle turbative del mercato*, in MEYER A.-STORTONI L. (coordinato da), *Diritto penale della banca, del mercato mobiliare e finanziario*, in BRICOLA F.-ZAGREBELSKY V. (diretta da), *Giurisprudenza sistematica di diritto penale*, Torino, 2002.
- BONTEMPELLI, *Ne bis in idem e legalità penale nel processo per gli abusi di mercato*, in *Arch. pen.*, 2016, 2, p. 389 ss.

- BRICOLA F., *Carattere “sussidiario” del diritto penale e oggetto della tutela*, in AA.VV., *Studi in memoria di G. Delitala*, I, Milano, 1984, p. 10 ss.
- BRICOLA F., *Profili penali della disciplina del mercato finanziario*, in *Banca, borsa, titoli di credito*, 1990, p. 16 ss.
- BUSSANI M., *Credit Rating Agencies’ Acconutability: Short Notes on a Global Issue*, in *Global Jurist*, 2010, fasc. 10
- CACCAMO V., *Commento art. 2637 c.c.*, in *Leg. pen.*, 2003, p. 541 ss.
- CACCIARI M., *Geo-filosofia dell’Europa*, Milano, 1994.
- CADOPPI A., *Il reato omissivo proprio*, Padova, 1988.
- CADORIN F., *Opa per il delisting fra insider di se stesso ed efficienza del mercato*, in *Giur. comm.*, 2019, fasc. 1, p. 105 ss.
- CALÒ R., *La dimensione costituzionale del divieto di doppio processo*, in *Giur. it.*, 2016, p. 2240 ss.
- CAMERA G., *Spunti di diritto processuale in materia di insider trading e market abuse*, in *Foro ambr.*, 2006, fasc. 4, p. 430 ss.
- CAMPANELLI G., *La sentenza 129/2008 della Corte costituzionale e il valore delle decisioni della Corte EDU: dalla ragionevole durata alla ragionevole revisione del processo*, in *Consulta Online*.
- CANESTRARI S., voce *Reati di pericolo*, in *Enc. giur.*, XXVI, 1991, p. 4 ss.
- CANESTRARI S.-CORNACCHIA L.-DE SIMONE G., *Manuale di diritto penale – Parte generale*, II ed., Bologna, 2017.
- CANZIO G., *Gli effetti del giudicato italiano dopo la sentenza n. 13/2011 della Corte costituzionale*, in *Rivista AIC*, 2011, fasc. 2.
- CAPELLI F., *L’insider trading e la legalità delegata: spunti sull’ammissibilità del ricorso al decreto legislativo in materia penale*, in *Cass. pen.*, 2004, fasc. 1, p. 238 ss.
- CAPRIOLI F., *Sui rapporti tra ne bis in idem processuale e concorso formale di reati*, in *Giur. it.*, 2010, p. 1181 ss.
- CAPRIOLI F.-VICOLI D., *Procedura penale dell’esecuzione*, II ed., Torino, 2011.
- CARACCIOLI I., *Reati di mendacio e valutazioni*, Milano, 1962.
- CARBONE P.L., *Nuovi illeciti attinenti alla negoziazione di ‘valori mobiliari’. Profili della disciplina. Spunti critici*, in *Foro it.*, 1991, p. 476 ss.
- CARBONE P.L., *Tutela civile del mercato e insider trading*, Padova, 1993.
- CARINO C., *Sanzioni disciplinari penitenziarie e sanzioni penali, tra matière pénale e ne bis in idem*, in *Cass. pen.*, 2019, fasc. 2, p. 709 ss.
- CARMONA A., *Tutela del patrimonio individuale e collettivo*, Bologna, 1996.
- CARMONA A., *Premesse a un corso di diritto penale dell’economia. Mercato, regole e controllo penale nella postmodernità*, Padova, 2002.
- CARMONA A., *Al capolinea l’insider trading? La legittimità costituzionale delle soglie quantitative indeterminate. A proposito dell’idoneità a influenzare ‘sensibilmente’ il prezzo*, in *Riv. pen.*, 2003, p. 821 ss.

- CARRIERO G., *Informazione, mercato, buona fede: il cosiddetto insider trading*, Milano, 1992.
- CARRINO A., *Il problema della sovranità nell'età della globalizzazione. Da Kelsen allo Stato-mercato*, Soveria Mannelli, 2014.
- CASELLA P., *Le legge sulla repressione dell'insider trading*, in *Giur. comm.*, 1991, fasc. 5, p. 864 ss.
- CASETTA E., *Illecito penale e illecito amministrativo*, in AA.VV., *Le sanzioni amministrative*, Milano, 1982.
- CASSANI C., *L'insider trading tra indeterminatezza ed eccesso di delega*, in *Giur. comm.*, 2005, fasc. 2, p. 107 ss.
- CASSESE S., *Gamberetti, tartarughe e procedure. Standards globali per i diritti amministrativi nazionali*, in *Riv. trim. dir. pubbl.*, 2004, fasc. 3, p. 657 ss.
- CASSESE S., *Universalità del diritto*, Napoli, 2005
- CASSESE S., *Lo spazio giuridico globale*, Roma-Bari, 2006
- CASSESE S., *La funzione costituzionale dei giudici non statali. Dallo spazio giuridico globale all'ordine giuridico globale*, in *Riv. trim. dir. pubbl.*, 2007, fasc. 3, p. 609 ss.
- CASSESE S., *La nuova costituzione economica*, in ID. (a cura di), *La nuova costituzione economica*, Roma-Bari, 2012.
- CASSESE S., *A proposito di 'The Law of Global Governance' di Eyal Benvenisti. Diritto globale o 'polity' globale?*, in *Riv. trim. dir. pubbl.*, 2014, fasc. 4.
- CASSIBBA F., *Disorientamenti giurisprudenziali in tema di ne bis in idem e "doppio binario sanzionatorio"*, in *Proc. pen. giust.*, 2017, fasc. 1, p. 1098 ss.
- CASTELLABATE M., *Operazioni manipolative del mercato finanziario ed operazioni lecite: sui problematici confini tra teso e contesto*, in *Cass. pen.*, 2010, fasc. 5, p. 1920 ss.
- CATANIA A.-MANCUSO F. (a cura di), *Natura e artificio. Norme, corpi e soggetti tra politica e diritto*, Napoli, 2011.
- CATERINI M., *La proporzione nella dosimetria della pena da criterio di legiferazione a canone ermeneutico*, in *Giust. pen.*, 2012, 2, p. 94 ss.
- CERESA-GASTALDO M., *Esecuzione*, in CONSO G.-GREVI V.-BARGIS M. (a cura di), *Compendio di procedura penale*, Padova, 2016, VIII ed.
- CERNY P., *The changing architecture of politics: structure, agency, and the future of state*, Londra, 1989.
- CERQUA L.D., voce *Reati di aggio*, in *Dig. disc. pen.*, *Agg. IV*, tomo II, 2008, p. 885.
- CHIAVARIO M., *Giudicato e processo «iniquo»: la Corte si pronuncia (ma non è la parola definitiva)*, in *Giur. cost.*, 2008, fasc. 2, p. 1506 ss.
- CIAN M., *Il trasferimento dei titoli dematerializzati fra consensualismo e anticonsensualismo*, in *Giur. comm.*, 2010, p. 77 ss.

- CIRAOLO F., *Il processo di integrazione del mercato unico dei servizi finanziari dal metodo Lamfalussy alla riforma della vigilanza europea*, in *Dir. econ.*, 2011, fasc. 2, p. 415-438.
- CIRIELLI P., *L'armonizzazione tecnica nello spazio giuridico globale*, in *Riv. trim. dir. pubbl.*, 2008, fasc. 2, p. 415 ss.
- CIUFFETTI C., *Prime osservazioni sulla sentenza della Corte Costituzionale n. 129 del 2008*, in *Federalismi.it*.
- CLARICH M., *Le sanzioni amministrative della Consob nel "balletto" delle giurisdizioni*, in *Giur. comm.*, 2012, fasc. 6, p. 1157 ss.
- CLARICH M., voce *Autorità di vigilanza sul mercato finanziario: a) profili generali*, in *Enc. dir.*, 2012.
- COLONNA F.-ROMOLOTTI T.E., *Il recepimento della direttiva market abuse e l'adeguamento dei modelli organizzativi per la prevenzione dei reati*, in *Resp. amm. soc. enti*, 2006, fasc. 2, p. 33 ss.
- CONFALONIERI S., *I rischi di insider trading nelle fasi propedeutiche all'o.p.a.: problemi e prospettive*, in *Soc.*, 2016, fasc. 11, p. 1272 ss.
- CONSO G., *I fatti giuridici processuali penali. Perfezione ed efficacia*, Milano, 1955.
- CONSULICH F., *La giustizia e il mercato. Miti e realtà di una tutela penale dell'investimento*, Milano, 2010.
- CONSULICH F., *Ex facto oritur ius criminale? Le prassi di mercato ammesse, tra crisi della legge e legalità della giustificazione*, in *Riv. soc.*, 2011, fasc. 2-3, p. 294 ss.
- CONSULICH F., *Manipolazione del mercato e disorientamenti dogmatici: tra eventi di pericolo e pericolo di eventi*, in *Soc.*, 2011, fasc. 7, p. 823 ss.
- CONSULICH F., *Il caso Antonveneta. Abuso di informazioni privilegiate e ostacolo alle funzioni di vigilanza*, in FOFFANI L.-CASTRONUOVO D. (a cura di), *Casi di diritto penale economico*, I, Bologna, 2015, p. 153 ss.
- CONSULICH F., *La norma penale doppia. Ne bis in idem sostanziale e politiche di prevenzione generale: il banco di prova dell'autoriciclaggio*, in *Riv. trim. dir. pen. econ.*, 2015, fasc. 1-2, p. 55 ss.
- CONSULICH F., *Il prisma del ne bis in idem nelle mani del giudice eurounitario*, in *Dir. pen. proc.*, 2018, fasc. 7, p. 949 ss.
- CONSULICH F., *Market manipulation e legislazione cosmetica*, in *Soc.*, 2019, fasc. 5, p. 558 ss.
- CONSULICH F.-GENONI C., *L'insostenibile leggerezza del ne bis in idem. Le sorti del divieto di doppio giudizio e doppia punizione, tra diritto eurounitario e convenzionale*, in *Gur. pen. web*, 2018, 4.
- CONSULICH F.-MUCCIARELLI F., *Informazione e tutela penale dei mercati finanziari nello specchio della normativa eurounitaria sugli abusi di mercato*, in *Soc.*, 2016, fasc. 2, p. 189 ss.
- CONSULICH F.-MUCCIARELLI F., *Manipolazione dei mercati e diritto eurounitario*, in *Soc.*, 2016, fasc. 2, p. 203 ss.

- CONSULICH F., *Il nastro di Möbius. Intelligenza artificiale e imputazione penale nelle nuove forme di abuso del mercato*, in *Banca, borsa, titoli di credito*, 2018, fasc. 2, p. 195 ss.
- CONTI L., voce *Concorso apparente di norme*, in *Noviss. dig. it.*, vol. III, Torino, 1967, p. 1009 ss.
- CONTI, *Responsabilità penale degli amministratori e politiche di gruppo*, in *Riv. trim. dir. pen. econ.*, 1995, p. 433 ss.
- CONTI L., *La revisione del diritto penale societario. Introduzione*, in *Soc.*, 2000, p. 187.
- COPPI F., *Reato continuato e cosa giudicata*, Napoli, 1969.
- COPPOLA F., *Le scelte sanzionatorie alla prova del principio di proporzionalità. Un'ipotesi di "valorizzazione" dal confronto con il Sentencing system inglese*, in *Arch. Pen. online*, 2018, 3.
- CORATELLA C., *Dentro l'insider trading dopo la riforma. Perché c'è continuità nel tipo di illecito*, in *Dir. & Giust.*, 2005, p. 40 ss.
- CORATELLA C., *L'Ue non fa sconti sull'insider trading. Escluse le deroghe soggettive ai divieti*, in *Dir. giust.*, 2005, p. 92 ss.
- CORDERO F., *Procedura penale*, IX ed., Milano, 2012.
- COSTANZO P.-TRUCCO L., *Il principio del "ne bis in idem" nello spazio giuridico nazionale ed europeo*, in *Consulta online*, III, 2015, 21 dicembre 2015.
- CRESPI A., *Insider trading e frode sul mercato dei valori mobiliari*, in *Riv. soc.*, 1991, fasc. 6, p. 1675 ss.
- CRESPI A., *I reati societari: una normativa tormentata e maltrattata*, in *Studi di diritto penale societario*, Milano, 2004.
- CRESPI A., *Aggiotaggio informativo, giurisdizioni «esclusive» e altre curiosità*, in *Soc.*, 2006, fasc. 4, p. 699 ss.
- CRESPI A., *Falsità nella relazione della società di revisione*, in *Riv. soc.*, 2004, p. 165, ora in ID., *Studi di diritto penale societario*, Milano, 2010, p. 387 ss.
- CUMMING D.J.-GROH A.P.-JOHAN S., *Same Rules, Different Enforcement: Market Abuse in Europe*, in *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, Forthcoming, 4 ottobre 2017.
- CUPELLI C., *L'Italia si adegua al Trattato di Lisbona: pubblicata la nuova legge sulla partecipazione del nostro Paese alla formazione e all'attuazione della normativa e delle politiche dell'UE*, in *Dir. pen. cont.*, 7 gennaio 2013.
- D'ALESSANDRO F., *Fattispecie di aggio e prassi di mercato ammesse tra esclusione del tipo e cause di giustificazione*, in AA.VV., *Studi in onore di Mario Romano*, III, Napoli, 2011.
- D'ALESSANDRO F., *L'aggio e la manipolazione del mercato*, in CANZIO G.-CERQUA L.D.-LUPARIA L. (a cura di), *Diritto penale delle società*, Vol. I, I ed., Padova, 2014.
- D'ALESSANDRO F., *Regolatori del mercato, enforcement e sistema penale*, Torino, 2014.

- D'ALESSANDRO F., *Tutela dei mercati finanziari e rispetto dei diritti umani fondamentali*, in *Dir. pen. e proc.*, 2014, fasc. 5, p. 614 ss.
- D'ANDREA A., *L'abuso di informazioni privilegiate*, in CADOPPI A.-CANESTRARI S.-MANNA A.-PAPA A. (a cura di), *Diritto penale dell'economia*, vol. I, Padova, 2016.
- D'ANIELLO P., *Torna in scena l'agiotaggio: il caso Parmalat*, in *Riv. trim. dir. pen. econ.*, 2010, p. 883 ss.
- D'ARCANGELO F., *Il concorso dell'extraneus nel delitto di abuso di informazioni privilegiate*, in *Corr. merito*, 2007, fasc. 5, p. 615 ss.
- D'ARCANGELO F., *Il concorso dell'extraneus nell'insider trading e la responsabilità da reato dell'ente*, in *Riv. 231*, 2008, n. 1, p. 38 ss.
- DACHEUX J.P., *Balkaniser l'Europe?*, in *Lignes*, 2001, p. 78 ss.
- DE AMICIS G., *Ne bis in idem e 'doppio binario' sanzionatorio: prime riflessioni sugli effetti della sentenza 'Grande Stevens' nell'ordinamento italiano*, in *Riv. trim. dir. pen. cont.*, 2014, fasc. 3-4, p. 201 ss.
- DE AMICIS G.-GAETA P., *Il confine di sabbia: la Corte Edu ancora di fronte al divieto del ne bis in idem*, in *Cass. pen.*, 2017, fasc. 2, p. 469 ss.
- DE LUCA G., *I limiti soggettivi della cosa giudicata*, Milano, 1963.
- DELITALA G., *Concorso di norme e concorso di reati*, in *Riv. it. dir. pen.*, 1934, p. 108 ss.
- DELITALA G., voce *Diritto penale*, in *Enc. dir.*, XII, Milano, 1964, p. 1095 ss.
- DEMURO G.P., *Ultima ratio: alla ricerca di limiti all'espansione del diritto penale*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 2013, fasc. 4, p. 1654 ss.
- DEMURO G.P., *Diritto penale come ultima ratio: deflazione del sistema penale nella recente normativa*, in COCCO G. (a cura di), *Per un manifesto del neilluminismo penale*, Padova, 2016.
- DENOZZA F., *La nozione di informazione privilegiata tra «Shareholder Value» e «Socially Responsible Investing»*, in *Giur. comm.*, 2005, fasc. 5, p. 593 ss.
- DEZALAY Y., *I mercanti del diritto*, Milano, 1997.
- DI AMATO A., voce *Insider trading*, in *Enc. dir.*, Agg., vol. I, Milano, 1997.
- DI AMATO A., *Gli abusi di mercato*, in ID. (a cura di), *I reati del mercato finanziario*, in ID. (a cura di), *Trattato di diritto penale dell'impresa*, Padova, 2007, p. 119 ss.
- DI AMATO A., *Artt. 181-184 t.u.f.*, in ID., *Codice di diritto penale delle imprese e delle società*, I ed., Milano, 2011, p. 1115 ss.
- DI BRINA L., *Il divieto di insider trading*, in RABITTI BEDOGNI C. (a cura di), *Il dovere di riservatezza nel mercato finanziario*, Milano, 1992, p. 430 ss.
- DI CAPUA, *Abuso di informazioni privilegiate*, in DI NOIA C.-RAZZANTE R. (a cura di), *Il nuovo diritto societario e dell'intermediazione finanziaria*, Padova, 1999, p. 607 ss.
- DI CHIARA G., *Insider trading, inammissibili i dubbi di indeterminatezza della fattispecie*, in *Dir. pen. proc.*, 2005, fasc. 2, p. 148 ss.

- DI VIZIO F., *Le cinte daziarie del diritto penale alla prova delle valute virtuali degli internauti*, in *Dir. pen. cont.*, 2018, fasc. 10, p. 21 ss.
- DOLCINI E., *Sanzione penale o sanzione amministrativa: problemi di scienza della legislazione*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 1984, p. 589 ss.
- DONINI M., *L'art. 129 del progetto di revisione costituzionale approvato il 4 novembre 1997. Un contributo alla progressione "legale", prima che "giurisprudenziale" dei principi di offensività e di sussidiarietà*, in *Crit. dir.*, 1998, p. 95 ss.
- DONINI M., *Sussidiarietà penale e sussidiarietà comunitaria*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 2003, fasc. 1-2, p. 141 ss.
- DONINI M., *Un nuovo Medioevo penale? Vecchio e nuovo nell'espansione del diritto penale economico*, in *Cass. pen.*, 2003, 6, p. 1808 ss.
- DONINI M., *L'armonizzazione del diritto penale nel contesto globale*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 2004, p. 478.
- DONINI M., *Il diritto giurisprudenziale penale. Collisioni vere e apparenti con la legalità e sanzioni dell'illecito interpretativo*, in *Riv. trim. dir. pen. cont.*, 2016, 3, p. 13 ss.
- DONINI M., *Septies in idem. Dalla «materia penale» alla proporzione delle pene multiple nei modelli italiano ed europeo*, in *Cass. pen.*, 2018, 7, p. 2284 ss..
- DONINI M., *Populismo e ragione pubblica. Il post-illuminismo penale tra lex e ius*, Modena, 2019.
- DORE R., *Financialization of the global economy*, in *Industrial and Corporate Change*, 2008, 17, 6, pp. 1097–1112.
- DOVA M., *Ne bis in idem e reati tributari: una questione ormai ineludibile*, *ivi*, 11 dicembre 2014.
- EASTERBROOK F.H.- FISCHEL D.R., *Operazioni su titoli in base a informazioni «interne»*, in *Foro it.*, 1991, vol. 114, p. 217/218 ss.
- EASTERBROOK F.H.- FISCHEL D.R., *The economics structure of corporate law*, Harvard, 1992.
- EPSTEIN R.A., *Simple Rules for a Complex World*, Cambridge (Massachusetts)-Londra, 1995.
- EPSTEIN G.A., *Introduction: Financialization and the World Economy*, in ID. (a cura di), *Financialization and the World Economy*, Cheltenham-Northampton, 2005.
- ESPOSITO E., *Meccanismi divinatori nei mercati finanziari*, in *Rass. di sociologia*, 2005, p. 895 ss.
- EUSEBI L., *Brevi note sul rapporto fra anticipazione della tutela in materia economica, extrema ratio ed opzioni sanzionatorie*, in *Riv. trim. dir. pen. econ.*, 1995, p. 743 ss.
- EUSEBI L., *La “nuova” retribuzione. Sezione I*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 1983, p. 925 ss.

- FALCINELLI D., *Il giudice, l'antifrasi e una "Fata morgana": se il tipo del pericolo concreto esprime un'offesa di danno (di un bene astratto)*, in *Dir. pen. cont.*, 3 giugno 2011.
- FANELLI G., *Insider trading, informazione sul mercato ed aspetti sostanziali e processual-penalistici in materia*, in *Riv. pen.*, 2002, p. 10 ss.
- FATTORI G., *Market abuse: nessuna risposta legislativa al problema del bis in idem*, in www.lalegislazionepenale.eu, 20 maggio 2019.
- FELISATTI V., *Il ne bis in idem domestico. Tra coordinazione procedimentale e proporzionalità della sanzione*, in *Riv. trim. dir. pen. cont.*, 2018, fasc. 3, p. 119 ss.
- FERRAJOLI L., *Diritto e ragione. Teoria del garantismo penale*, Bari, 2004.
- FERRARESE M.R., *Le istituzioni della globalizzazione. Diritto e diritti nella società transnazionale*, Milano, 2000.
- FERRARESE M.R., *Il diritto al presente: globalizzazione e tempo delle istituzioni*, Milano, 2002.
- FERRARESE M.R., *Le organizzazioni internazionali e gli Stati «contraenti»*, in *Rass. it. soc.*, 2003, fasc. 2, pp. 197-214.
- FERRARESE M.R., voce *Globalizzazione giuridica*, in *Enc. dir., Annali*, IV, Milano, 2007, p. 547 ss.
- FERRARESE M.R., *Prima lezione di diritto globale*, Roma-Bari, 2012.
- FERRARINI, G., *La nuova disciplina europea degli abusi di mercato*, in *Riv. soc.*, 2004, fasc. 1, p. 43 ss.
- FERRUA P., *La sentenza costituzionale sul caso Eternit: il ne bis in idem tra diritto vigente e diritto vivente*, in *Cass. pen.*, 2017, fasc. 1, p. 78 ss.
- FIANDACA G., *Il "bene giuridico" come problema teorico e come criterio di politica criminale*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 1982, p. 73 ss.
- FIANDACA G., *Populismo politico e populismo giudiziario*, in *Criminalia*, 2013, p. 95 ss.
- FIANDACA G., *Prima lezione di diritto penale*, Bari-Roma, 2017.
- FIANDACA G.-MUSCO E., *Diritto penale – Parte generale*, VII ed., Bologna, 2014.
- FIDELBO M., *Il principio del ne bis in idem e la sentenza 'Grande Stevens': pronuncia europea e riflessi nazionali*, in www.dirittopenaleeuropeo.it, 2014, 6.
- FIMIANI P., *Market abuse e doppio binario sanzionatorio dopo la sentenza della Corte E.d.u., Grande Camera, 15 novembre 2016, A e B c. Norvegia*, in *Dir. pen. cont.*, 8 febbraio 2017.
- FLICK G.M., *Insider trading: una tappa significativa – anche se controversa – nella lunga marcia verso la trasparenza*, in *Riv. soc.*, 1991, p. 948 ss.
- FLICK G.M., *Criminalità economica e criminalità organizzata: profili giuridici*, in *Note a margine della Questione Europea*, in *Rassegna dell'Arma dei Carabinieri*, 1992, supp. al fasc. 4, p. 43 ss.
- FLICK G.M., *Insider trading: problemi sostanziali*, in AA.VV., *Mercato finanziario e disciplina penale*, Milano, 1993, p. 88 ss.

- FLICK G.M., *Reati fiscali, principio di legalità e ne bis in idem: variazioni italiane su un tema europeo*, in *Dir. pen. cont.*, 14 settembre 2014.
- FLICK G.M.-NAPOLEONI V., *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 *Soc.*, 2014, p. 953-990.
- FLIK G.M.-NAPOLEONI V., *A un anno di distanza dall'affaire Grande Stevens: dal bis in idem all'e pluribus unum*, in *Riv. Soc.*, 2015, fasc. 5, p. 868 ss.
- FOFFANI L., *L'aggiotaggio nelle società commerciali*, in FOFFANI L.-MAZZA U.-MAZZACUVA N.-MEYER A. (a cura di), *Diritto penale commerciale. Vol. 2. I reati societari e la tutela penale del mercato mobiliare*, in BRICOLA F.-ZAGREBELSKY V. (diretta da), *Giurisprudenza sistematica di diritto penale*, Torino, 1990, p. 260.
- FOFFANI L. *La nuova disciplina penale dell'«insider trading» e delle frodi nel mercato mobiliare*, in *Riv. trim. dir. pen. econ.*, 1991, p. 911 ss.
- FOFFANI L., *sub art. 180 d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58*, in PALIERO C.E.-PALAZZO F. (a cura di), *Commentario breve alle leggi penali complementari*, II ed., Padova, 2007, p. 714 ss.
- FOFFANI L., *«Sicurezza» dei mercati e del risparmio: il diritto penale dell'economia di fronte alle tensioni della «modernità»*, in AA.VV., *Studi in onore di Mario Romano*, vol. III, Napoli, 2011.
- FOFFANI L., *Artt. 180-183 t.u.f.*, in VELLA F. (a cura di), *Commentario T.U.F.*, Torino, 2012, p. 1770 ss.
- FOFFANI L., *Politica criminale europea e sistema finanziario: l'esempio degli abusi di mercato*, in PALIERO C.E.-VIGANÒ F. (a cura di), *Europa e diritto penale*, Milano, 2013, p. 303 ss.
- FOFFANI L., *Verso un modello amministrativo di illecito e sanzione d'impresa «iper-punitivo»?*, in DONINI M.-FOFFANI L. (a cura di), *La «materia penale» tra diritto nazionale ed europeo*, 2018.
- FONDAROLI D., *Aggiotaggio mediante «altri artifici»: «disvalore del fatto» e «disvalore del contesto»*, in *Riv. trim. dir. pen. econ.*, 2003, p. 747 ss.
- FORTI G., *L'immane concretezza. Metamorfosi del crimine e del controllo penale*, Roma, 2000.
- FRANCAZI S., *Ne bis in idem e reati tributari*, in *Dir. pen. proc.*, 2018, 9, p. 1222 ss.
- FRASCHETTI F.M., *La natura e la struttura dell'aggiotaggio informativo*, in *Cass. pen.*, 2013, fasc. 12, p. 4594 ss.
- FROSALI R.A., *Concorso di norme e concorso di reati*, Milano, 1937 (ristampa 1971).
- FUSCO E., *La tutela del mercato finanziario tra normativa comunitaria, ne bis in idem e legislazione interna*, in *Dir. pen. cont.*, 23 dicembre 2016.
- FUSCO E.-BAGGIO G., *Recenti pronunce in materia di market abuse*, in *Dir. pen. cont.*, 2019, fasc. 1, p. 67 ss.

- GALANTINI N., *Il divieto di doppio processo come diritto della persona*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 1981, p. 87 ss.
- GALANTINI M.N., *Il 'fatto' nella prospettiva di divieto doppio giudizio*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 2015, p. 1205 ss.
- GALGANO F., *Lex mercatoria. Storia del diritto commerciale*, Bologna, 2001
- GALGANO F., voce *Lex mercatoria*, in *Enc. giur.*, Agg. V, 2001
- GALGANO F.-MARRELLA F., *Diritto del commercio internazionale*, Padova, 2004
- GALGANO F., *La globalizzazione nello specchio del diritto*, Bologna, 2005.
- GALGANO F., *Gruppi di società, insider trading, Opa obbligatoria*, in GALGANO F.-GENGHINI R., *Il nuovo diritto societario*, in GALGANO F. (diretto da), *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia*, vol. XXIX, tomo I, Padova, 2006.
- GALLI S., *Insider trading: un primo commento*, in *Giur. comm.*, 1991, fasc. 5, p. 928 ss.
- GALLI S., *Insider trading: l'inizio di una giurisprudenza di tipo statunitense?*, in *Giur. comm.*, 1997, fasc. 2, pag. 216 ss.
- GALLI S., *Insider trading: l'accoglimento da parte della Supreme Court federale statunitense della misappropriation theory. Alcune conseguenti riflessioni sulla condotta di trading vietata, come definita nel cosiddetto «Testo unico Draghi»*, in *Giur. comm.*, 1998, fasc. 6, p. 712 ss.
- GALLI C., *Spazi politici – L'età moderna e l'età globale*, Bologna, 2001.
- GALLI S., *La disciplina italiana in tema di abusi di mercato*, Milano, 2010.
- GALLUCCIO A., *Ne bis in idem e reati tributari: la Consulta restituisce gli atti al giudice a quo perché tenga conto del mutamento giurisprudenziale intervenuto con la sentenza A e B. c. Norvegia*, in *Dir. pen. cont.*, 13 marzo 2018.
- GALLUCCIO A., *La Grande Sezione della Corte di giustizia si pronuncia sulle attese questioni pregiudiziali in materia di ne bis in idem*, in *Dir. pen. cont.*, 21 marzo 2018, ora in *Dir. pen. cont.*, 2018, 3, p. 286 ss.
- GALLUCCIO A., *Confisca senza condanna, principio di colpevolezza, partecipazione dell'ente al processo: l'attesa sentenza della Corte Edu, Grande camera, in materia urbanistica*, in *Dir. pen. cont.*, 2018, fasc. 7-8, p. 221 ss.
- GALLUCCIO A., *Non solo proporzione: la Corte Edu ancora sul bis in idem*, in *Dir. pen. cont.*, 7 maggio 2019.
- GAMBARDELLA M., *Condotte economiche e responsabilità penale*, Torino, 2018.
- GANDAL N., HAMRICK J.T., MOORE T., OBERMAN T., *Price Manipulation in the Bitcoin Ecosystem*, in *Journal of Monetary Economics*, 2018, vol. 95, issue C, p. 86 ss.
- GARGANI A., *Il diritto penale quale extrema ratio tra post-modernità ed utopia, ivi.*, p. 1488 ss.
- GARLAND D., *La cultura del controllo. Crimine e disordine sociale nel mondo contemporaneo*, trad. it. a cura di CERETTI A., Milano 2004.
- GASPARRI G., *Timidi tentativi giuridici di messa a fuoco del bitcoin: miraggio monetario crittoanarchico o soluzione tecnologica in cerca di un problema?*, in *Diritto dell'informazione dell'informatica*, 2015, fasc. 3, p. 415 e ss.

- GATTA G.L., *Non sempre 'depenalizzazione' equivale a 'mitigazione'. La Corte costituzionale sull'irretroattività delle sanzioni amministrative 'punitiva' più sfavorevoli di quelle penali (a proposito della confisca per equivalente per l'insider trading secondario)*, in *Dir. pen. cont.*, 13 dicembre 2018.
- GENTILE F., *L'ordinamento giuridico tra virtualità e realtà*, Padova, 2005.
- GIAVAZZI S., *Insider trading: profili di incostituzionalità*, in *Soc.*, 2004, fasc. 4, p. 341 ss.
- GIAVAZZI S., *L'abuso di informazioni privilegiate*, in CERQUA L.D.-CANZIO G.-LUPARIA L. (a cura di), *Diritto penale delle società*, II ed., Padova, 2016, p. 637 ss.
- GIDDENS A., *Le conseguenze della modernità. Fiducia e rischio, sicurezza e pericolo*, Bologna, 1994.
- GIDDENS D., *Il mondo che cambia. Come la globalizzazione ridisegna la nostra vita*, Bologna, 2000.
- GILOTTA S., *Riflessioni sull'insider di sé stesso*, in *Nuove leg. civ. comm.*, 2019, fasc. 2, p. 395 ss.
- GILOTTA S.-RAFFAELE F., *Informazione privilegiata e "processi prolungati" dopo la Market Abuse Regulation*, in *Riv. soc.* 2018, fasc. 1, p. 83 ss.
- GIORDANENGO G., *Le fattispecie in tema di abuso di informazioni privilegiate e manipolazione del mercato*, in ANTOLISEI F., *Manuale di diritto penale. Leggi complementari*, a cura di GROSSO G., Milano, 2007, p. 588 ss.
- GIORDANO L., *Abuso di informazioni privilegiate: sanzionato anche l'insider "di se stesso"*, in *ilsocietario.it*, 11 dicembre 2017, fasc. 11.
- GIORDANO L., *Offerta pubblica di vendita di azioni e reato di manipolazione del mercato*, in *ilsocietario.it*, 1 giugno 2017.
- GIORDANO L., *Trading online e manipolazione del mercato*, in *ilsocietario.it*, 7 marzo 2018.
- GIULIANI U., *Ne bis in idem e concorso apparente di norme*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 1960, p. 318 ss.
- GLENN H.P., *Tradizioni giuridiche del mondo. La sostenibilità della differenza*, Bologna, 2011.
- GLIATTA G., *«Insider trading»: nuovi criteri di individuazione del soggetto agente*, in *Dir. prat. soc.*, 2007, fasc. 9, p. 79 ss.
- GLIATTA G., *La successione di leggi penali nel reato di insider trading*, in *Soc.*, 2007, p. 765 ss.
- GOLDONI D., *Aggiotaggio su strumenti finanziari: interesse tutelato dalla norma, soggetti passivi e soggetti danneggiati dal reato*, in *Riv. trim. dir. pen. econ.*, 2006, p. 275 ss.
- GOLINO S.-GOLINO A., *«Ne bis in idem»: rilevanza nell'ordinamento tributario della recente sentenza della Corte Edu in materia di abusi di mercato*, in *Riv. dott. comm.*, 2015, 1, p. 139 ss.

- GRANDE STEVENS F., *Questioni in tema di insider trading e acquisto di azioni proprie*, in *Riv. soc.*, 1991, fasc. 4, p. 1006 ss.
- GRASSO G., *L'anticipazione della tutela penale: i reati di pericolo e i reati di attentato*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 1986, fasc. 3, p. 701 ss.
- GRASSO G., *Il Trattato di Lisbona e le nuove competenze penali dell'Unione*, in *Studi in onore di Mario Romano*, Napoli, 2011.
- GRASSO G.-GIUFFRIDA F., *L'incidenza del giudicato interno delle sentenze della Corte europea che accertano violazioni attinenti al diritto penale sostanziale*, in *Dir. pen. cont.*, 22 maggio. 2015.
- GRIFFIN J.M.-SHAMS A., *Is Bitcoin Really Un-Tethered?*, 25 giugno 2018, disponibile in <https://papers.ssrn.com>.
- GROSSI P., *Globalizzazione, diritto, scienza giuridica*, in *Foro it.*, 2002, V, p. 151 ss.
- HABERMAS J., *La costellazione postnazionale. Mercato globale, nazioni e democrazia*, trad. it. Ceppa L., Milano, 1999
- HARVEY D., *Breve storia del neoliberalismo*, Milano, 2007.
- HEALY P.M.-PALEPU K.G., *Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature*, in *Journal of Accounting and Economics*, 2001, fasc. 31, p. 405 ss.
- HELLEINER E., *Explaining the globalization of financial markets: bringing states back in*, in *Review of International Political Economy*, 1995, 2, pp. 315-341
- HENRY B. (a cura di), *Mondi globali. Identità, sovranità, confini*, Pisa, 2000
- HIGGOT R.-ANTHONY P. (a cura di), *The New Political Economy og Globalisation*, Cheltenham, 2001, pp. 54-80
- HIRST P.-THOMPSON G., *Globalization and the future of the nation State*, in *Economy and Society*, 1995, Vol. 24, N. 3
- HIRST P.-THOMPSON G., *The future of globalisation*, in MICHIE J. (a cura di), *The Handbook of Globalisation*, II ed., Cheltenham, 2011
- IELO D., *Amministrazioni a rete e reti di amministrazione: nuovi paradigmi della "global governance"*, in *Amministrare*, 2003, fasc. 3, 9. 373-406
- IRTI N. (a cura di), *Diritto ed economia, problemi ed orientamenti teorici*, Padova, 1999
- IRTI N., *Norma e luoghi. Problemi di geo-diritto*, Roma-Bari, 2001
- IRTI N., *L'ordine giuridico del mercato*, Roma-Bari, 2003
- KELSEN H., *General Theory of Law and State*, Cambridge, 1945, trad. it. Cotta S.-Traves G., *Teoria generale del diritto e dello Stato*, Milano, 2000.
- KEYNES J.M., *The Generale Theory of Employment, Interest and Money*, London, 1936.
- KLAMPS J.-KLEINBERG B., *To the moon: defining and detecting cryptocurrency pump-and-dumps*, in *Crime science*, 2018, 7, 18.

- KOSTORIS R.E., *La revisione del giudicato iniquo e i rapporti tra violazioni convenzionali e regole interne*, in *Rivista AIC*, 2011, fasc. 2.
- KOSTORIS R.E., *Manuale di procedura penale europea*, I ed., Milano, 2014.
- KRIPPNER G.R., *The Financialization of the American Economy*, in *Socio-Economic Review*, 2005, 3, pp. 173-208.
- LAMANDINI M., *La vigilanza diretta dell'Esma. Un modello per il futuro?*, in *Giur. comm.*, 2016, 4, p. 448 ss.
- LAUDONIO A., *Rastrellamento di azioni, delisting ed il fantasma dell'insider di sé stesso*, in *Banca, borsa, titoli di credito*, 2014, fasc. 1, p. 99 ss.
- LEHN K., *Gli aspetti economici dell'insider trading*, in RABITTI BEDOGNI C. (a cura di), *Il dovere di riservatezza nel mercato finanziario. L'Insider trading*, Milano, 1992.
- LELAND H.E.-PYLE D.H., *Information Asymmetries, Financial Structures and Financial Intermediation*, in *Journal of Finance*, 1977, 32, p. 371 ss.
- LEMME R., *Il delitto di aggrottaggio bancario*, in *Giust. pen.*, 1983, II, p. 376 ss.
- LENER R., *La diffusione delle informazioni «price sensitive» fra informazione societarie e informazione riservata*, in *Soc.*, 1999, fasc. 2, p. 142 ss.
- LEONE G., *Lineamenti di diritto processuale penale*, II ed., Napoli, 1952.
- LINCIANO N.-MACCHIATI A., *Insider trading. Una regolazione difficile*, Bologna, 2002.
- LO MONTE E., *Politiche neo-liberiste e questione criminale nella post-modernità (dall'atrofia dello Stato sociale di diritto all'ipertrofia dello Stato penale)*, in *Riv. trim. dir. pen. econ.*, 2010, fasc. 4, p. 727 ss.
- LOMBARDO S., *Opa, informazione privilegiata e insider di se stessi*, in *Soc.*, 2013, fasc. 1, p. 47 ss.
- LOMBARDO S., *L'informazione privilegiata*, in *Soc.*, 2016, fasc. 2, p. 14 ss.
- LOMBARDO S., *L'insider di se stesso alla luce della decisione della Corte di Cassazione (civile)*, in *Giur. comm.*, 2018, fasc. 4, p. 666 ss.
- LOZZI G., *Profili di una indagine sui rapporti tra "ne bis in idem" e concorso formale di reati*, Milano, 1974.
- LÜDERSSEN K., *Law and economics nella politica criminale*, in ID., *Il declino del diritto penale*, trad. it. EUSEBI L. (a cura di), Milano, 2005
- LUNGHINI G., *Abuso di informazioni privilegiate e manipolazione del mercato: le norme della comunitaria 2004 (III)*, in *Dir. pen. proc.*, 2005, fasc. 12, p. 1479 ss.
- LUNGHINI G., *L'aggrottaggio (uso e consumo) e il ruolo della Consob*, in *Riv. soc.*, 2007, fasc. 2-3, p. 482 ss.
- LUNGHINI G., *Manipolazione del mercato come difesa dell'impresa?*, in *Banca, borsa, titoli di credito*, 2010, fasc. 2, p. 229 ss.
- LUNGHINI G., *Il PG della Cassazione e la competenza territoriale dell'aggrottaggio attraverso il NIS*, in *Dir. pen. proc.*, 2014, fasc. 10, p. 1209 ss.
- MACCABRUNI F., *Insider trading e analisi economica del diritto*, in *Giur. comm.*, 1995, p. 598 ss.

- MACCARI A.L., *Art. 2637 c.c.*, in GIUNTA F. (a cura di), *I nuovi illeciti penali ed amministrativi riguardanti le società commerciali. Commentario del d.lgs. 11 aprile 2002, n. 61*, Torino, 2002.
- MADIA N., *Il ne bis in idem convenzionale e comunitario alle prese con la litispendenza*, in *Dir. pen. cont.*, 9 giugno 2015.
- MADIA N., *Ne bis in idem europeo: la definitiva emersione della sua efficacia anche sostanziale in materia di pluralità di sanzioni e proporzionalità della pena*, in *Cass., pen.*, 2019, fasc. 2, p. 642 ss.
- MADIA N., *Il ne bis in idem europeo nella sua “nuova” veste sostanziale: la sua possibile efficacia anche nell’ambito di un unico procedimento in materia di cumuli punitivi*, in *Arch. pen. Online*, 2019, fasc. 3.
- MAGRO M.B., *La manipolazione di mercato tra illecito penale e illecito amministrativo*, in *Cass. pen.*, 2007, fasc. 1, p. 63 ss.
- MAGRO M.B., *Price manipulation e contratti con opzione put barrier*, in *Riv. trim. dir. pen. econ.*, 2007, p. 845 ss.
- MAGRO M.B., voce *Manipolazioni del mercato*, in *Dig. disc. pen.*, Agg. VIII, tomo I, Torino, 2014, p. 750 ss.
- MAGRO M.B., *Caso Parmalat: considerazioni a margine su un caso di manipolazione informativa*, in *Soc.*, 2012, fasc. 10, p. 1052 ss.
- MAGRO M.B., *Manipolazioni dei mercati finanziari e diritto penale*, Milano, 2012.
- MAGRO M.B., *Il caso Bnl-Unipol: la scalata «occulta»*, in FOFFANI L.-CASTRONUOVO D. (a cura di), *Casi di diritto penale dell’economia, Vol. I: Impresa e mercato*, Bologna, 2015, p. 171 ss.
- MAGRO M.B., *La formazione dei prezzi nel mercato finanziario: crisi della razionalità del mercato e massime di esperienza*, in CADOPPI A.-CANESTRARI S.-MANNA A.-PAPA M. (diretto da), *Diritto penale dell’economia*, vol. I, Padova, 2016.
- MANACORDA S., *Dalle carte dei diritti a un diritto penale “à la carte”?*, in *Riv. trim. dir. pen. cont.*, 2013, 3, p. 242 ss.
- MANACORDA S., *Equazioni complesse: il ne bis in idem “incipite” sul “doppio binario” per gli abusi di mercato al vaglio della giurisprudenza*, in *Dir. pen. proc.*, 2017, 4, p. 515 ss.
- MANGIARACINA A., *Verso l’affermazione del ne bis in idem nello spazio giudiziario europeo*, in *Leg. pen.*, 2006, n. 4, p. 631 ss.
- MAJANI G., *I riflessi penalistici del mercato dei titoli*, in NUVOLONE P. (a cura di), *Il diritto penale delle società commerciali*, Milano, 1971
- MALAGUTI M.C., *Un comportamento che ora sarebbe colpito dalla direttiva sugli abusi di mercato*, in *Guida dir.*, suppl. *Dir. comun. e internaz.*, 2007, p. 41 ss.
- MANACORDA S., *Union européenne et droit pénal: esquisse d’un système*, in *Revue de science criminelle et de droit pénal comparé*, 2000, p. 96-121.
- MANES V., *Il principio di offensività nel diritto penale*, Torino, 2005.
- MANES V., *Nessuna interpretazione conforme al diritto comunitario con effetti in malam partem*, in *Cass. pen.*, 2010, 101 ss.

- MANES V., *Art. 7*, in BARTOLE S.-DE SENA P.-ZAGREBELSKY V. (a cura di), *Commentario breve alla Convenzione europea dei diritti dell'uomo*, Padova, 2012.
- MANES V., *L'ultimo imperativo della politica criminale: nullum crimen sine confiscatione*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 2015, p. 1259 ss.
- MANES V., *Profili e confini dell'illecito para-penale*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 2017, fasc. 3, p. 988 ss.
- MANES V., *L'estensione dell'art. 4-bis ord. pen. ai delitti contro la p.a.: profili di illegittimità costituzionale*, in *Dir. pen. cont.*, 2019, fasc. 2, p. 105 ss.
- MANCUSO E.M., *Il giudicato nel processo penale*, Milano, 2012.
- MANDUCHI C., *Un primo intervento giurisprudenziale sulla nuova fattispecie di insider trading: la sorte dei c.d. insiders secondari*, in *Cass. pen.*, 2006, p. 3343 ss.
- MANNE H.G., *Insider Trading and the Stock Market*, New York, 1966.
- MANNA A., *Il fumo della pipa (il c.d. populismo politico e la reazione dell'Accademia e dell'Avvocatura)*, in *Arch. pen. Online*, 2018, fasc. 3, p. 1 ss.
- MANNO A.M., *Profili penali dell'insider trading*, Milano, 2012.
- MANTOVANI F., *Concorso e conflitto di norme nel diritto penale*, Bologna, 1966.
- MANTOVANI F., *Diritto penale – Parte generale*, VIII ed., Padova, 2013.
- MANTOVANI G., *La sent. n. 129 del 2008 e la "riparazione" delle violazioni dell'art. 6 Cedu*, in *Giur. cost.*, 2008, fasc. 3, p. 2679 ss.
- MARINUCCI G.-DOLCINI E., *Manuale di diritto penale – Parte generale*, VI ed., Milano, 2017.
- MASERA L., *La nozione costituzionale di materia penale*, Torino, 2018.
- MASERA R., *Intermediari, mercati e finanza d'impresa. Prospettive dell'integrazione finanziaria in Europa e della globalizzazione*, Roma-Bari, 1991.
- MASSARO A., *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. cont.*, 15 luglio 2015.
- MASUCCI M., *Abusi di mercato*, in FIORELLA A. (a cura di), *Questioni fondamentali della parte speciale di diritto penale*, Torino, 2012.
- MATTARELLA A., *Le recenti pronunce della Corte di Strasburgo in materia di ne bis in idem: un'occasione per riflettere anche sulla progressiva emersione del principio di proporzionalità della pena nel sistema multilivello delle fonti*, in *Cass. pen.*, 2017, fasc. 12, p. 4578 ss.
- MAUGERI A.M., *Il principio di proporzione nelle scelte punitive del legislatore europeo: l'alternativa delle sanzioni amministrative comunitarie*, in GRASSO G.-PICOTTI L.-SICURELLA R. (a cura di), *L'evoluzione del diritto penale nei settori d'interesse europeo alla luce del Trattato di Lisbona*, Milano, 2011.
- MAUGERI A.M., *La confisca per equivalente – ex art. 322-ter – tra obblighi di interpretazione conforme ed esigenze di razionalizzazione*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 2011, 791 ss.

- MAZZA L., *La repressione dell'insider trading nel quadro della tutela del mercato azionario*, in *Banca borsa titoli di credito*, 1988, p. 673 ss.
- MAZZACUVA F., *Confisca per equivalente come sanzione penale: verso un nuovo statuto garantistico*, in *Cass. pen.*, 2009, fasc. 9, p. 3420 ss.
- MAZZACUVA F., *La Grande Camera della Corte Edu su principio di legalità della pena e mutamenti giurisprudenziali sfavorevoli*, in *Dir. pen. cont.*, 30 ottobre 2013.
- MAZZACUVA F., *Le pene nascoste. Topografia delle sanzioni punitive e modulazione dello statuto garantistico*, Torino, 2017.
- MAZZACUVA F., *Successione di leggi punitive e principi costituzionali*, in *Giur. cost.*, 2018, fasc. 6, p. 2591 ss.
- MAZZACUVA F., *Il ne bis in idem dimezzato: tra valorizzazione delle istanze di proporzione della sanzione e dissolvimento della dimensione processuale*, in *Giur. comm.*, in corso di pubblicazione.
- MAZZACUVA N., *Sull'elemento oggettivo del delitto di aggio*, in *Foro it.*, II, 1980, p. 313 ss.
- MAZZACUVA N.-AMATI E., *Diritto penale dell'economia*, IV ed., Padova, 2018.
- MELCHIONDA A., *I nuovi delitti di "aggio" e "manipolazione del mercato". Commento all'art. 2637 c.c.e all'art. 185 d.lgs. 58/98*, in LANZI A.-CADOPPI A. (a cura di), *I reati societari. Commentario aggiornato alla legge 28 dicembre 2005, n. 262 sulla tutela del risparmio*, Padova, 2007.
- MENGGONI L., *Forma giuridica e materia economica*, in AA.VV., *Studi in onore di Asquini*, Vol. III, Padova, 1965.
- MENTASTI G., *Sulla non configurabilità del reato di manipolazione del mercato nella fase di Initial Public Offering (IPO): la Cassazione e il caso SEA*, in *Dir. pen. cont.*, 2017, fasc. 4, p. 289 ss.
- MERLO B., *Sulla subordinazione del mondo economico al diritto*, in *Dir. economia*, 1956.
- MESSORI M., *Informazione e mercati finanziari*, in *Analisi giur. econ.*, 2006, fasc.2, p. 203 ss.
- MIEDICO M., *La manipolazione del mercato: illecito penale o illecito amministrativo?*, in *Soc.*, 2007, fasc. 5, p. 621 ss.
- MIEDICO M., *Gli abusi di mercato. La disciplina penalistica*, in ALESSANDRI A. (a cura di), *Reati in materia economica*, II ed., estratto dal VIII vol. di PALAZZO F.-PALIERO C.E. (diretto da), *Trattato Teorico-Pratico di Diritto penale*, Torino, 2017.
- MOCCIA S., *Dalla tutela di beni alla tutela di funzioni: tra illusioni postmoderne e riflussi illiberali*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 1995, fasc. 1, p. 348 ss.
- MOLINARO E., *Il pericolo concreto della fattispecie di manipolazione del mercato al banco di prova del processo penale*, in *Cass. pen.* 2011, fasc. 10, p. 3565 ss.
- MONTALENTI P., «Disclosure» e riservatezza nei mercati finanziari: problemi aperti, in *Analisi giur. econ.*, 2013, fasc. 1, p. 245 ss.

- MONTANARI L., *Le Carte europee dei diritti: i rapporti tra i sistemi di garanzia*, in *Europei unite Working Papers*, 2015, fasc. 1, p. 21 ss.
- MORELLO A., *L'insider che crea ed utilizza l'informazione privilegiata: uso o abuso?*, in *Riv. dir. banc.*, 23, 2013.
- MORO A., *Unità e pluralità di reati. Principi*, II ed., Padova, 1954.
- MUCCIARELLI F., *Speculazione mobiliare e diritto penale*, Milano, 1995.
- MUCCIARELLI F., *La tutela penale dell'intermediazione finanziaria e della trasparenza dei mercati nel d. legisl. n. 58 del 1998*, in *Studium juris*, 1998, p. 1304 ss.
- MUCCIARELLI F., *L'informazione societaria: destinatari e limiti posti dalla normativa in materia di insider trading*, in *Banca borsa*, 1999, I, p. 745 ss.
- MUCCIARELLI F., *Due sentenze e tre problemi in tema d'insider trading: modalità della condotta, utilizzazione del consiglio e ostacolo alle funzioni della Consob*, in *Foro Ambr.*, 2000, p. 76 ss.
- MUCCIARELLI F., *L'insider trading nella nuova disciplina del D.lgs. 58/98*, in *Riv. trim. dir. pen. econ.*, 2000, p. 932 ss.
- MUCCIARELLI F., *Aggiotaggio*, in ALESSANDRI A. (a cura di), *Il nuovo diritto penale delle società. D.lgs. 11 aprile 2001, n. 61*, Milano, 2002.
- MUCCIARELLI F., *Abuso di informazioni privilegiate e manipolazioni del mercato: le norme della comunitaria 2004 (II)*, in *Dir. pen. proc.*, 2005, fasc. 12, p. 1465 ss.
- MUCCIARELLI F., *L'abuso di informazioni privilegiate: delitto e illecito amministrativo*, in *Dir. pen e proc.*, 2005, p. 1470 ss.
- MUCCIARELLI F., *Gli illeciti di abuso di mercato, la responsabilità dell'ente e l'informazione*, in *Riv. trim. dir. pen. econ.*, 2008, fasc. 4, p. 823 ss.
- MUCCIARELLI F., *Altri artifici: una (controversa) modalità di realizzazione del delitto di manipolazione del mercato*, in *Studi in onore di Mario Romano*, vol. III, Milano, 2011.
- MUCCIARELLI F., *Manipolazione informativa: la condotta pericolosa e il luogo di consumazione nella lucida sentenza della Cassazione*, in *Dir. pen. proc.*, 2011, fasc. 9, p. 1102 ss.
- MUCCIARELLI F., *Art. 187*, in FRATINI M.-GASPARRI G. (a cura di), *Il testo unico della finanza*, Torino, 2012, p. 2421 ss.
- MUCCIARELLI F., *Il locus commissi delicti della manipolazione del mercato*, in *Dir. pen. cont.*, 27 ottobre 2014
- MUCCIARELLI F., *La nuova disciplina eurounitaria sul market abuse: tra obblighi di criminalizzazione e ne bis in idem*, in *Riv. trim. dir. pen. cont.*, 2015, fasc. 4, p. 295 ss.
- MUCCIARELLI F., *Gli abusi di mercato riformati e le persistenti criticità di una tormentata disciplina. Osservazioni a prima lettura sul decreto legislativo 10 agosto 2018, n. 107*, in *Riv. trim. dir. pen. cont.*, 2018, 3, p. 174 ss.
- MUCCIARELLI F., *Riforma penalistica del market abuse: l'attesa continua*, in *Dir. pen. proc.*, 2018, p. 5 ss.

- MUCCIARELLI F., *Illecito penale, illecito amministrativo e ne bis in idem: la Corte di Cassazione e i criteri di stretta connessione e di proporzionalità*; nonché in *Giur. pen. Web*, 16 ottobre 2018.
- MUCCIARELLI F., *Sanzioni e attività d'impresa: qualche nota*, in PALIERO C.E.-VIGANÒ F.-BASILE E.-GATTA G.L. (a cura di), *La pena, ancora, tra attualità e tradizione. Studi in onore di Emilio Dolcini*, Milano, 2018.
- MUCCIARELLI F., “*Doppio binario*” *sanzionatorio degli abusi di mercato e ne bis in idem: prime ricadute pratiche dopo le sentenze della CGUE e la (parziale) riforma domestica*, in *Dir. pen. cont.*, 15 marzo 2019.
- MUCCIARELLI F., *Gli illeciti amministrativi degli artt. 187 bis, 187 ter e 187 ter.1 t.u.f. dopo la riforma all'insegna della tecnica del rinvio*, in *Soc.*, 2019, fasc. 5, p. 578 ss.
- MUSCATIELLO V.B., *Pluralità e unità di reati*, Padova, 2002, p. 44 ss.
- MUSCO E., *I reati di insider trading*, in *Riv. pen.*, 1993, p. 375 ss.
- MUSCO E., *I nuovi reati societari*, III ed., Milano, 2007, p. 274 ss.
- NADDEO M., *Nuove frontiere del risparmio, bitcoin exchange e rischio penale*, in *Dir. pen. proc.*, 2019, fasc. 1, p. 99 ss.
- NAPOLEONI V., *I reati societari*, Vol. III, *Falsità nelle comunicazioni sociali e aggio di agio societario*, Milano, 1996.
- NAPOLEONI V., *Insider trading: i pallori del sistema repressivo. Una ipotesi di lavoro*, in *Cass. pen.*, 2001, fasc. 7-8, p. 2228 ss.
- NAPOLEONI V., *L'insider trading*, in SANTORIELLO C. (a cura di), *La disciplina penale dell'economia*, vol.I, *Società, fallimento, finanza*, Torino, 2008.
- NAPOLEONI V., voce *Insider trading*, in *Dig. disc. pen.*, Agg., 2008, p. 571 ss.
- NICOSIA E., *Convenzione europea dei diritti dell'uomo e diritto penale*, Torino, 2006.
- NIETO A., *Derecho penal económico y de la empresa europeo e internacional*, in AA.VV., *Derecho penal económico y de la empresa*, Madrid, 2018.
- NISCO A., *Controlli sul mercato finanziario e responsabilità penale. Posizioni di garanzia e tutela del risparmio*, Bologna, 2009.
- NISCO A., *Manipolazione informativa del mercato e luogo di consumazione del reato*, in *Dir. pen. cont.*, 14 marzo 2014.
- NISCO A., *Il caso Bnl-Unipol: abuso di informazioni privilegiate e ostacolo alle funzioni di vigilanza*, in FOFFANI L.-CASTRONUOVO D. (a cura di), *Casi di diritto penale dell'economia*, I, *Impresa e mercato (Cirio, Parmalat, Antonveneta, Bnl-Unipol)*, Bologna, 2015, p. 205 ss.
- NOTARGIACOMO V., *La manipolazione del mercato informativa*, in *Cass. pen.*, 2013, fasc. 12, p. 4623 ss.
- NOTARO D., *Autorità indipendenti e norma penale. La crisi del principio di legalità nello Stato policentrico*, Torino, 2010.

- ONADO M., *La crisi finanziaria internazionale: le lezioni per i regolatori*, in *Banca, impresa, società*, 2009, p. 5 ss.
- ONADO M., *Economia e regolamentazione del sistema finanziario*, IV ed., Bologna, 2016.
- ORSI L., *Gli “artifici” costitutivi dell’elemento oggettivo dei delitti di aggio (art. 2637 c.c.) e di manipolazione del mercato (art. 185 t.u.f.)*, in *Resp. Amm. Soc. enti*, 2008, fasc. 1, p. 98 ss.
- ORSI L., *La manipolazione del mercato mediante la diffusione di false notizie (prima parte)*, in *Resp. amm. soc. enti* 2009, 1, p. 92 ss.
- OST F., *Dalla piramide alla rete: un nuovo paradigma per la scienza giuridica*, in VOGLIOTTI M. (a cura di), *Il tramonto della modernità giuridica. Un percorso interdisciplinare*, Torino, 2009
- PADOA-SCHIOPPA T., *Il mondo non è al punto zero*, in *Il Mulino*, 2002, fasc. 2, p. 353 ss.
- PADOVANI T., *Diritto penale della prevenzione e mercato finanziario*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 1995, fasc. 3, p. 634 ss.
- PADOVANI T., *Diritto penale*, X ed., Milano, 2012.
- PAGELLA C., *Riflessi applicativi del principio di proporzione del trattamento sanzionatorio complessivamente irrogato per fatti di market abuse e punibilità dell’“insider di sé stesso”: la Corte d’appello di Milano sul caso Cremonini*, in *Dir. pen. cont.*, 20 giugno 2019.
- PAGLIARO A., voce *Concorso di norme (dir. pen.)*, in *Enc. dir.*, vol. VIII, Milano, 1961, p. 54 ss.
- PAGLIARO A., voce *Fatto (dir. proc. pen.)*, in *Enc. dir.*, XVI, Milano, 1967, p. 964 ss.
- PALIERO C.E., *“Materia penale” e illecito amministrativo secondo la Corte Europea dei Diritti dell’Uomo: una questione “classica” a una svolta radicale*, in *Riv. it. dir. pen. proc.*, 1985, p. 894 ss.,
- PALIERO C.E., *Diritto penale e consenso sociale*, in AA.VV., *Verso un nuovo codice penale. Itinerari – Problemi – Prospettive*, a cura del Centro Studi Giuridici e Sociali Cesare Terranova, Milano, 1993.
- PALIERO C.E., *“Market abuse” e legislazione penale: un connubio tormentato*, in *Corr. merito*, 2005, 7, p. 809 ss.
- PALIERO C.E., *Nuove prospettive degli abusi di mercato?*, in CENTRO NAZIONALE DI PREVENZIONE E DIFESA SOCIALE (a cura di), *La crisi finanziaria: banche, regolatori, sanzioni*, Milano, 2010.
- PALIERO C.E., *Pragmatica e paradigmatica della clausola di ‘extrema ratio’*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 2018, fasc. 3, p. 1447 ss.
- PAOLONI L., *Il momento consumativo del reato di manipolazione del mercato*, in *Cass. pen.*, 2013, fasc. 11, p. 4113 ss.
- PAPA M., *Le qualificazioni giuridiche multiple nel diritto penale. Contributo allo studio del concorso apparente di norme*, Torino, 1997.

- PARODI C., *Le nuove frontiere del diritto penale societario: l'aggiotaggio «telematico»*, in *Dir. pen. proc.*, 2004, fasc. 3, p. 366 ss.
- PATERNITI C., *Quale disciplina per il mercato di borsa?*, in *Riv. trim. dir. pen. econ.*, 1990, p. 947 ss.
- PEDERZINI E., *Art. 181 Tuf*, in Id. (a cura di), *La disciplina degli abusi di mercato (legge 18 aprile 2005, n. 62). Commentario sistematico*, in *Le nuove leggi civ. comm.*, 2007, p. 1019 ss.
- PEDRAZZI C., *Problemi del delitto di aggiotaggio*, Milano, 1958, p. 56, oggi in ID., *Diritto penale*, IV, *Scritti di diritto penale dell'economia*, Milano, 2003, p. 3 ss.
- PEDRAZZI C., *Problemi di tecnica legislativa*, in AA.VV., *Comportamenti economici e legislazione penale*, Milano, 1979.
- PEDRAZZI C., *Riflessioni sull'insider trading in ambito corporativo*, in *Riv. soc.*, 1991, p. 1661 ss.
- PEDRAZZI C., *Conclusioni*, in AA.VV., *Mercato finanziario e disciplina penale*, Milano, 1993, p. 318.
- PEDRAZZI C., *Aggiotaggio bancario*, in FERRO LUZI P.-CASTALDI G. (a cura di), *La nuova legge bancaria*, III, Milano, 1996.
- PEDRAZZI C., voce *Turbativa dei mercati*, in *Dig. disc. pen.*, vol. XIV, Torino, 1999, p. 421 ss.
- PEDRAZZI C., voce *Mercati finanziari (disciplina penale)*, *Dig. disc. pen. Agg.*, Torino, 2000, p. 453 ss., oggi in ID., *Diritto penale IV. Scritti di diritto penale dell'economia*, Milano, 2003, p. 111 ss.
- PEDRAZZI C., *Interessi economici e tutela penale*, in STILE A.M. (a cura di), *Bene giuridico e riforma della parte speciale*, Napoli, 1985, 306 s., ora in *Diritto penale*, III, *Scritti di diritto penale dell'economia*, Milano, 2003, p. 187 ss.
- PEPE F., *La Corte costituzionale prende atto della metamorfosi del ne bis in idem europeo: fine della storia?*, in *Giur. cost.*, 2018, fasc. 2, p. 520 ss.
- PESUCCI M., *Possibili ricadute penalistiche dell'affermata punibilità dell'insider "di se stesso" da parte della Cassazione civile*, in *Cass. pen.*, 2018, fasc. 7-8, p. 2617 ss.
- PETRONE M., *L'insider trading: tecniche sanzionatorie e posizione della Consob*, in *Cass. pen.*, 1991, p. 331 ss.
- PICONE L., *Trattative, due diligence ed obblighi informativi delle società quotate*, in *Banca, borsa, titoli di credito*, 2004, fasc. 2, p. 234 ss.
- PIERGALLINI C., *Autonormazione e controllo penale*, in *Dir. pen. proc.*, 2015, fasc. 3, p. 261.
- PLANTAMURA V., *L'insider trading e la manipolazione del mercato*, in MANNA A. (a cura di), *Corso di diritto penale dell'impresa*, I ed., Padova, 2010, p. 665 ss.
- PLANTAMURA V., *L'insider trading e la manipolazione del mercato*, in MANNA A. (a cura di), *Corso di diritto penale dell'impresa*, Padova, 2015, p. 988-993.
- POGGI D'ANGELO M., *L'accertamento del "pericolo concreto" nel delitto di manipolazione del mercato*, in *Cass. pen.*, 2017, fasc. 1, p. 290 ss.

- POLANY K. *La Grande Trasformazione. Le origini economiche e politiche della nostra epoca*, Milano, 2010.
- POMELLI A., *Delisting di società quotata tra interesse dell'azionista di controllo e tutela degli azionisti di minoranza*, in *Riv. soc.*, 2009, p. 407 ss.
- POSTIGLIONE A., *I confini soggettivi dell'insider trading: il c.d. insider di se stesso*, in *Riv. dir. impr.*, 2018, fasc. 1, p. 260 ss.
- PREDIERI A., *Lo Stato come riduttore di asimmetrie informative nella regolazione dei mercati finanziari*, in AA.VV., *Mercato finanziario e disciplina penale*, Milano, 1993.
- PREZIOSI S., *L'aggiotaggio (art. 2637 c.c.)*, in ROSSI VANNINI A. (a cura di), *Reati societari*, Torino, 2005, p. 460 ss.
- PREZIOSI S., *La manipolazione del mercato*, Bari, 2008.
- PREZIOSI S., *Il pericolo come evento e l'abbandono dello schema di accertamento prognostico nei reati di pericolo concreto*, in *Giur. comm.*, 2012, fasc. 2, p. 379 ss.
- PROCACCINO A., *Il ne bis in idem dalla "certezza del diritto" alla certezza del "diritto soggettivo"*, in GAITO A.-CHINNICI D. (a cura di), *Regole europee e processo penale*, Padova, 2016.
- PULITANÒ D., *Populismi e penale. Sulla attuale situazione spirituale della giustizia penale*, *ivi*, 2013, p. 123 ss.
- PULITANÒ D., *"Ne bis in idem". Novità dalla Corte costituzionale e problemi aperti*, in *Dir. pen. proc.*, 2016, 1588 ss.
- RAFARCI T., voce *Ne bis in idem*, in *Enc. Dir., Annali*, 2010, III, p. 861 ss.
- RAGNI E., *Primi segnali di un'inversione di tendenza nell'esperienza applicativa del reato di insider trading*, in *Banca, borsa, titoli di credito*, 2003, fasc. 6, p. 742 ss.
- RAGNI E., *Abuso di informazioni privilegiate, momento consumativo e competenza territoriale*, in *Dir. pen. proc.* 2010, p. 215 ss.
- RANALDI G.-GAITO F., *Introduzione allo studio dei rapporti tra ne bis in idem sostanziale e processuale*, in *Arch. pen.*, 2017, fasc. 1, p. 1 ss.
- RAPUANO S.-CARDILLO M., *Le criptovalute: tra evasione fiscale e reati internazionali*, in *Dir. prat. trib.*, 2019, fasc. 1, p. 42 ss.
- RECCHIA A., *Note minime sulle tre recenti sentenze della Corte di giustizia dell'Unione europea in tema di ne bis in idem*, in *Eurojus.it*, 22 marzo 2018.
- RECCIA E., *"Insider di sé stesso" e la distinzione tra opa per la scalata e opa per il delisting*, in *Giur. comm.*, 2015, fasc. 3, p. 568 ss.
- RIGOTTI M., *L'abuso di informazioni privilegiate*, in *Intermediari finanziari, mercati e società quotate*, in PATRONI GRIFFI A.-SANDULLI M.-SANTORO V. (a cura di), Torino, 1999, p. 1369 ss.
- RINALDI G., *Approcci normativi e qualificazione giuridica delle criptovalute*, in *Contratto e Impresa*, 2019, fasc. 1, p. 257 ss.

- RIVELLO P.P., *Ancora in tema di ne bis in idem*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 1991, p. 476 ss.
- RIVELLO P.P., *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.*, 2014, 3, p. 1410 ss.
- ROCCATAGLIATA L., *La proporzionalità del trattamento sanzionatorio complessivamente irrogato per gli abusi di mercato: disapplicazione in toto vs. disapplicazione in mitius della norma interna*, in *Giur. pen. Web*, 12 novembre 2018.
- ROCCATAGLIATA L., *Doppio binario sanzionatorio: lo sconto di pena per il rito speciale rientra nel computo per la proporzionalità del trattamento punitivo complessivamente applicato*, in *Giur. pen. Web*, 10 febbraio 2019.
- ROCCO G.L., *Il delitto di insider trading tra vecchia e nuova fattispecie normativa: successione di leggi penali nel tempo o abolitio criminis?*, in *Cass. pen.*, 2007, fasc. 4, p. 1537 ss.
- ROMANO B., *Il rapporto tra norme penali. Intertemporalità, spazialità, coesistenza*, Milano, 1996.
- ROMANO M., *Diritto penale in materia economica, riforma del codice, abuso di finanziamenti pubblici*, in AA.VV., *Comportamenti economici e legislazione penale. Atti del convegno Arel del 17 marzo 1978*, Milano, 1978.
- ROMANO M., *Il diritto penale e la borsa*, in *Giur. comm.*, 1978, fasc. 5, p. 693 ss.
- ROMANO M., sub art. 15 c.p., in ID., *Commentario sistematico del codice penale*, III ed., Milano, 2004, I.
- ROMANO M., *Teorie del reato, punibilità, soglie espresse di offensività (e cause di esclusione del tipo)*, in DOLCINI E.-PALIERO C.E. (a cura di), *Studi in onore di Giorgio Marinucci*, Vol. II, Milano, 2006.
- ROSELLI O., voce *Commercio (profili amministrativi)*, in *Enc. dir., Annali III*, Milano 2010, p. 166 ss.
- ROSSI A., *La tutela dei mercati finanziari*, in *Riv. trim. dir. pen. econ.*, 2000, fasc. 1-2, p. 322 ss.
- ROSSI A., *Le fattispecie penali di aggio e manipolazione del mercato (artt. 2637 c.c. e 185 d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58): problemi e prospettive*, in *Studi in onore di Giorgio Marinucci*, Vol. III, Milano, 2006, p. 2646.
- ROSSI G., *L’informazione societaria al bivio*, in *Riv. soc.*, 1986, p. 1091 ss.
- ROSSI G., *Il conflitto epidemico*, Milano, 2003.
- ROSSI G., *Il gioco delle regole*, Milano, 2006.
- ROSSI G., *Il mercato d’azzardo*, Milano, 2008.
- ROZAS VALDÉS J.A.-COPPA D., *Il soft law internazionale nel Diritto finanziario*, in *Ars interpretandi*, 2017, fasc. 2, p. 67 ss.
- RUGGIERI A., *La cedevolezza della cosa giudicata all’impatto con la CEDU, dopo la svolta di Corte cost. n. 113 del 2011, ovvero sia quando la certezza del diritto è obbligata a cedere il passo alla certezza dei diritti*, in *Rivista AIC*, 2011, fasc. 2.

- RUSSO Y., *Abuso di informazioni privilegiate e manipolazione del mercato: alcuni rilievi interpretativi*, in *Imp. comm. ind.*, 2005, p. 1597 ss.
- SACCO R., *Antropologia giuridica*, Bologna, 2007.
- SALCUNI G., *L'interpretazione conforme al diritto europeo e la legittimazione democratica del giudice*, in www.lalegislazionepenale.eu, 13 giugno 2016.
- SANDRELLI G.G., *Riordino del Tuif con inasprimento delle pene*, in *Guida al diritto*, 2005, dossier n. 5, p. 87 ss.
- SANDRELLI G.G., *I reati di market abuse*, in *Resp. amm. soc. enti*, 2006, n. 1, p. 67 ss.
- SANDULLI M.A., *Sanzioni amministrative*, in *Enc. giur. Treccani*, XXVIII, Roma, 1992.
- SANTORIELLO C., voce *Mercati finanziari (tutela penale)*, in *Dig. disc. pen.*, Agg. IV, tomo II, Torino, 2008, p. 671 ss.
- SANTORIELLO C., *Market abuse: in G.U. il decreto di modifica al t.u.f.*, in *Il Quotidiano Giuridico*, 18 settembre 2018, p. 5 ss.
- SANTORO, *Del delitto di aggioaggio ed in ispecie di aggioaggio bancario*, in *Borsa, banca, titoli di credito*, 1973, p. 558 ss.
- SCHUMPETER J., *Democrazia, socialismo, capitalismo*, Milano, 1977.
- SCODITTI E., *Populismo e diritto. Un'introduzione*, in *Quest. giust.*, 10 settembre 2018.
- SCOGNAMIGLIO C., *Teoria e politica della finanza industriale*, Bologna, 1987, p. 112 ss.
- SCOLETTA M., *Aggioaggio informativo e competenza territoriale*, in *Soc.*, 2011, fasc. 11, p. 1347 ss.
- SCOLETTA M., *Il doppio binario sanzionatorio del market abuse al cospetto della Corte costituzionale per violazione del diritto fondamentale al ne bis in idem*, in *Dir. pen. cont.*, 17 novembre 2014.
- SCOLETTA M., *Doppio binario sanzionatorio e ne bis in idem nella nuova disciplina eurounitaria degli abusi di mercato*, in *Soc.*, 2016, fasc. 2, p. 208 ss.
- SCOLETTA M., *Ne bis in idem e doppio binario in materia tributaria: legittimo sanzionare la società e punire il rappresentante legale per lo stesso fatto*, in *Dir. pen. cont.*, 2017, fasc. 4, p. 333 ss.
- SCOLETTA M., *Retroattività favorevole e sanzioni amministrative punitive: la svolta, finalmente, della Corte costituzionale*, in *Dir. pen. cont.*, 2 aprile 2019.
- SCOLETTA M., *Il ne bis in idem "preso sul serio": la Corte Edu sulla illegittimità del doppio binario francese in materia di abusi di mercato (e i possibili riflessi nell'ordinamento italiano)*, in *Dir. pen. cont.*, 17 giugno 2019.
- SCOLETTA M., *Abusi di mercato e ne bis in idem: il doppio binario (e la legalità della pena) alla mercé degli interpreti*, in *Soc.*, 2019, fasc. 5, p. 533 ss.
- SCOLETTA M.-INGRASSIA A., *Insider di se stesso e abuso di informazioni privilegiate nelle fasi intermedie del processo decisionale*, in *Soc.*, 2016, p. 513 ss.

- SCOZZARELLA E., *La questione del ne bis in idem nella giurisprudenza della Cedu e nella giurisprudenza nazionale di merito, di legittimità e della Corte costituzionale*, in *Dir. pen. cont.*, 15 luglio 2019.
- SEMINARA S., *Insider trading e diritto penale*, Milano, 1989.
- SEMINARA S., *L'insider trading nella prospettiva penalistica*, in *Giur. comm.*, 1992, fasc. 4, p. 637 ss.
- SEMINARA S., *Insider trading e gruppi di società*, in *Riv. pen.*, 1998, n. 6, p. 18 ss.
- SEMINARA S., *Il reato di insider trading tra obbligo di astensione e divieto di utilizzazione in borsa di informazioni riservate. Considerazioni su riforme ordite, abortite e partorite*, in *Banca, Borsa, tit. cred.*, 1998, fasc. 3, p. 322 ss.
- SEMINARA S., *Le responsabilità penali connesse all'intermediazione finanziaria on line*, in *Banca, borsa, titoli di credito*, 1999, p. 449 ss.
- SEMINARA S., *L'impresa e il mercato*, in PEDRAZZI C.-ALESSANDRI A.-FOFFANI L.-SEMINARA S.-SPAGNOLO G. (a cura di), *Manuale di diritto penale dell'impresa*, II ed., Bologna, 1999.
- SEMINARA S., *La tutela penale del mercato finanziario*, in PEDRAZZI C.-ALESSANDRI A.-FOFFANI L.-SEMINARA S.-SPAGNOLO G. (a cura di), *Manuale di diritto penale dell'impresa*, Bologna, 2000.
- SEMINARA S., *L'aggiotaggio (art. 2637 c.c.)*, in GIARDA A.-SEMINARA S. (a cura di), *I nuovi reati societari: diritto e processo*, Padova, 2002.
- SEMINARA S., *L'evoluzione europea del diritto penale del mercato finanziario nella prospettiva italiana*, in di CANESTRARI S.-FOFFANI L. (a cura di), *Il diritto penale nella prospettiva europea. Quali politiche criminali per quale Europa?*, Milano, 2005.
- SEMINARA S., *Informazione finanziaria e mercato: alla ricerca di una strategia del controllo penale e amministrativo*, in *Analisi giur. econ.*, 2006, fasc. 2, p. 255 ss.
- SEMINARA S., *Disposizioni comuni agli illeciti di abuso di informazioni privilegiate e di manipolazione del mercato*, in *Dir. pen. proc.*, 2006, 1, p. 9 ss.
- SEMINARA S., *Informazione finanziaria e diritto penale (Disclose or abstain? La nozione di informazione privilegiata tra obblighi di comunicazione al pubblico e divieti di insider trading: riflessioni sulla determinatezza delle fattispecie sanzionatorie*, in AA.VV., *Impresa e giustizia penale: tra passato e futuro. Atti del Convegno (Milano, 14-15 marzo 2008)*, Milano, 2009.
- SEMINARA S., *Diritto penale commerciale. Il diritto penale del mercato mobiliare*, Vol. III, Torino, 2018.
- SEPE M., *Profili evolutivi della disciplina dei mercati e la repressione degli abusi di mercato*, in CAPRIGLIONE F. (a cura di), *L'ordinamento finanziario*, Padova, 2005.
- SERRAINO G., *Informazione privilegiata nel "market abuse"*, in *Dir. prat. soc.*, 2007, p. 745 ss.

- SERGES G., *La giurisdizione in materia di sanzioni inflitte dalla Banca d'Italia tra principi elastici di delega e reviviscenza di disposizioni abrogate*, in *Giur. cost.*, 2012, fasc. 3, p. 2204 ss.
- SESTA P., *Ne bis in idem e concorso formale di reati al vaglio della Corte costituzionale*, in *Giust. pen.*, 1977, I, p. 187 ss.
- SGUBBI F. *Il risparmio come oggetto di tutela penale*, in *Giur. comm.*, 2005, fasc. 3, p. 340 ss.
- SGUBBI F., voce *Abusi di mercato*, in *Enc. giur.*, Annali II, Tomo II, Milano, 2009.
- SGUBBI F., *Il diritto penale totale. Punire senza legge, senza verità, senza colpa*, Bologna, 2019.
- SGUBBI F.-FONDAROLI D.-TRIPODI A.F. (a cura di), *Diritto penale del mercato finanziario. Abuso di informazioni privilegiate, manipolazione del mercato, ostacolo alle funzioni di vigilanza della Consob, falso in prospetto*, Padova, II ed., 2013.
- SILVA C., *Sistema punitivo e concorso apparente di illeciti*, Torino, 2018.
- SILVA C., voce *Ne bis in idem (sostanziale)*, *Dig. disc. pen.*, Agg. XI, Milano, 2018.
- SILVA C., *La deriva del ne bis in idem verso il canone di proporzionalità*, in *Arch. pen. Online*, 2019, 1.
- SILVA SANCHEZ J.M., *L'espansione del diritto penale. Aspetti della politica criminale nelle società postindustriali*, ed. it. a cura di MILITELLO V., Milano, 2004.
- SIRACUSANO P., *Principio di precisione e definizioni legislative di parte speciale*, in DOLCINI E.-PALIERO C.E. (a cura di), *Studi in onore di Giorgio Marinucci*, 2006, vol. I, p. 748 ss.
- SOLIMENA L., *La direttiva sull'insider trading*, in *Giur. comm.*, 1989, fasc. 6, p. 1054-1066.
- SOTIS C., *Il Trattato di Lisbona e le competenze penali dell'Unione europea*, in *Cass. pen.*, 2010, fasc. 1, p. 331 ss.
- SOTIS C., *I principi di necessità e proporzionalità della pena nel diritto dell'Unione europea dopo Lisbona*, in *Riv. trim. dir. pen. cont.*, 2012, 1, p. 111 ss.
- SOTIS C., *Le competenze penali dell'Unione previste nel Trattato di Lisbona: una lettura d'insieme*, in PALIERO C.E.-VIGANÒ F. (a cura di), *Europa e diritto penale*, Milano, 2013.
- SOTIS C., *Il "fatto" nella prospettiva di divieto di doppia punizione*, in *Ind. pen.*, 2017, n. 2, p. 461 ss.
- SOTIS C., *"Ragionevoli prevedibilità" e giurisprudenza della Corte Edu*, in *Quest. giust.*, 2018, p. 4.
- SPORTA CAPUTI F., *La manipolazione del mercato nella forma del comunicato stampa decettivo su iniziative societarie*, in *Soc.*, 2008, p. 1116.
- STAMPANONI BASSI G., *Il momento consumativo del reato di manipolazione del mercato*, in *Cass. pen.*, 2019, fasc. 2, p. 768 ss.
- STELLA F., *La giustizia e le ingiustizie*, Milano, 2006.

- STIGLITZ J.E., *Information and Economic Analysis: a Perspective*, in *Ec. Jour.*, 1984, p. 95 ss.
- STIGLITZ J.E., *L'informazione nelle economie decentralizzate*, in YAMEY B.S.-TAMBURINI G. (a cura di), *Aspetti dell'economia dell'informazione*, Bologna, 1987, p. 83 ss.
- STIGLITZ J., *La globalizzazione e i suoi oppositori. Antiglobalizzazione nell'era di Trump*, Torino, 2018.
- STRAMPELLI G., *L'informazione societaria a quindici anni dal T.U.F.: profili evolutivi e problemi*, in *Riv. soc.*, 2014, fasc. 5, p. 1011 ss.
- STURZO L., *Bitcoin e riciclaggio 2.0*, in *Dir. pen. cont.*, 2018, fasc. 5, p. 19 ss.
- SVAMPA A., *La repressione del delitto di aggio dalla Rivoluzione francese alla codificazione Rocco*, in *Giust. pen.*, 1992, p. 368 ss.
- TATE C.N.-VALLINDER T. (a cura di), *The Global Expansion of Judicial Power*, New York, 1995.
- TERZI L., *Rilievi critici in tema di manipolazione del mercato*, in *Riv. pen.*, 2008, p. 1106 ss.
- TEUBNER G., *Diritto policontestuale: prospettive giuridiche della pluralizzazione dei mondi sociali*, Napoli, 1998.
- TEUBNER G., *Breaking frames: la globalizzazione economica e l'emergere della lex mercatoria*, in ID., *La cultura del diritto nell'epoca della globalizzazione. L'emergere delle costituzioni civili*, Roma, 2014.
- TONINI P., *Manuale di procedura penale*, XXVIII ed., Milano, 2018.
- TRIPODI A.F., *D.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, artt. 180-187 quaterdecies*, in PADOVANI T. (a cura di), *Leggi penali complementari*, Milano, 2007, p. 2519 ss.
- TRIPODI A.F., *L'insider trading in una recente pronuncia della Corte di giustizia: "utilizzo (implicito) della notizia" e presunzione d'offesa*, in *Giur. comm.*, 2011, fasc. 1, p. 55 ss.
- TRIPODI A.F., *Informazioni privilegiate e statuto penale del mercato finanziario*, Padova, 2012.
- TRIPODI A.F., *Uno più uno (a Strasburgo) fa due: l'Italia condannata per violazione del ne bis in idem in tema di manipolazione del mercato*, in *Dir. pen. cont.*, 9 marzo 2014.
- TRIPODI A.F., *Cumuli punitivi, ne bis in idem e proporzionalità*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 2017, fasc. 3, p. 1047 ss.
- TRIPODI A.F., *Il nuovo volto del ne bis in idem convenzionale agli occhi del giudice delle leggi. Riflessi sul doppio binario sanzionatorio in materia fiscale*, in *Giur. cost.*, 2018, fasc. 2, p. 530 ss.
- TRIPODI A.F., *Dal diritto penale della paura alla paura del diritto penale. Spunti per una riflessione*, in corso di pubblicazione in *Quaderno di storia del penale e della giustizia*, 2019, 1.

- TVEDE L., *Psicologia della finanza*, trad. it. a cura di TAGLIANI M., Milano, 2001.
- VALENTINI V., *Il caso Antonveneta: la manipolazione del mercato*, in FOFFANI L.-CASTRONUOVO D. (a cura di), *Casi di diritto penale dell'economia*, Bologna, 2015.
- VANONI S., *Abuso di informazioni privilegiate, competenza territoriale e luogo di acquisizione della titolarità di strumenti finanziari negoziati in Borsa*, in *Banca, borsa, titoli di credito*, 2011, p. 187 ss.
- VARDI N., "Criptovalute" e dintorni: alcune considerazioni sulla natura giuridica dei bitcoin, *ivi*, p. 443 ss.
- VASSALLI G., voce *Reato complesso*, in *Enc. dir.*, vol. XXXVIII, Milano, 1987, p. 835.
- VASSALLI G., *La punizione dell'insider trading*, in AA.VV., *Studi in memoria di Franco Piga*, vol. II, Milano, 1992, p. 1969 ss.
- VASSALLI G., voce *Nullum crimen sine lege*, in *Dig. disc. pen.*, VIII, Torino, 1994, p. 499 ss.
- VASSALLI G., *Diritto penale e giurisprudenza costituzionale*, Napoli, 2006.
- VENAFRO E., *Il nuovo oggetto di tutela della fattispecie di insider trading*, in *Dir. pen. proc.*, 2007, fasc. 7, p. 948 ss.
- VENTORUZZO M., *Abusi di mercato, sanzioni Consob e diritti umani: il caso Grande Stevens e altri c. Italia*, in *Soc.*, 2014, fasc. 4, p. 694 ss.
- VENTORUZZO M., *Qualche nota sul cosiddetto "insider di sé stesso" alla luce del Regolamento Ue sugli abusi di mercato*, in *Soc.*, 2018, fasc. 6, p. 739 ss.
- VERNERO P.-ARTUSI M.F., *Nuovi spunti e criticità sulla responsabilità degli enti in materia di market abuse*, in *Resp. amm. soc. enti*, 2019, fasc. 3, p. 68 ss.
- VERVAELE J.A.E.-LUCHTMAN M.J.J.P., *Tutela degli abusi di mercato: verso un modello integrato di applicazione del diritto penale ed amministrativo nell'UE?*, in *Riv. trim. dir. pen. econ.*, 2014, fasc. 3-4, p. 677 ss.
- VIGANÒ F., *Giudicato penale e tutela dei diritti fondamentali*, in *Dir. pen. cont.*, 18 aprile 2012.
- VIGANÒ F., *Ergastolo senza speranza di liberazione condizionale e art. 3 CEDU: (poche) luci e (molte) ombre in due recenti sentenze della Corte di Strasburgo*, in *Dir. pen. cont.*, 4 luglio 2012, p. 10 ss.
- VIGANÒ F., *Doppio binario sanzionatorio e ne bis in idem: verso una diretta applicazione dell'art. 50 della Carta? (A margine della sentenza Grande Stevens della Corte Edu)*, in *Riv. trim. dir. pen. cont.*, 2014, fasc. 3-4, p. 219 ss.
- VIGANÒ F., *A never ending story? Alla Corte di Giustizia dell'Unione europea la questione della compatibilità tra ne bis in idem e doppio binario sanzionatorio in materia, questa volta, di abusi di mercato*, in *Dir. pen. cont.*, 17 ottobre 2016.
- VIGANÒ F., *La Grande Camera di Strasburgo su ne bis in idem e doppio binario sanzionatorio*, in *Dir. pen. cont.*, 18 novembre 2016.

- VIGANÒ F., *Ne bis in idem e doppio binario sanzionatorio: nuovo rinvio pregiudiziale della Cassazione in materia di abuso di informazioni privilegiate*, in *Dir. pen. cont.*, 28 novembre 2016.
- VIGANÒ F., *Il principio di prevedibilità della decisione giudiziale in materia penale*, in *Dir. pen. cont.*, 19 dicembre 2016.
- VIGANÒ F., *Ne bis in idem e contrasto agli abusi di mercato: una sfida per il legislatore e i giudici italiani*, in *Riv. trim. dir. pen. cont.*, 2016, fasc. 1, p. 186 ss.
- VIGANÒ F., *La Corte di Strasburgo assesta un duro colpo alla disciplina italiana delle misure di prevenzione personali*, in *Dir. pen. cont.*, 2017, fasc. 3, p. 370 ss.
- VIGANÒ F., *Una nuova sentenza di Strasburgo su ne bis in idem e reati tributari*, in *Dir. pen. cont.*, 22 maggio 2017.
- VIGLIONE A., *La bancarotta fraudolenta per distrazione al banco di prova del ne bis in idem*, in *Cass. pen.*, 2019, 2-3, p. 1251 ss.
- VINCENZI S., *Mercato finanziario e direttive europee*, Roma, 2004.
- VIOLANTE L., *Populismo e plebeismo nelle politiche penali*, *ivi*, 2014, p. 197 ss.
- VIZZARDI M., *Manipolazione del mercato: un "doppio binario" da ripensare?*, in *Riv. trim. dir. pen. proc.*, 2006, fasc. 2, p. 712 ss.
- VIZZARDI M., *Manipolazione del mercato e competenza territoriale: una nuova tappa della vicenda Fonsai*, in *Dir. pen. cont.*, 8 aprile 2014.
- VOGLIOTTI M. (a cura di), *Il tramonto della modernità giuridica. Un percorso interdisciplinare*, Torino, 2009.
- VOZZA D., *I confini applicativi del principio del ne bis in idem interno in materia penale: un recente contributo della Corte di Giustizia dell'Unione europea*, in *Riv. trim. dir. pen. cont.*, 2013, fasc. 3, p. 297 ss.
- VOZZA D., *Le tecniche gradate di armonizzazione delle sanzioni penali nei recenti interventi dell'Unione europea*, in *Riv. trim. dir. pen. cont.*, 2015, fasc. 3, p. 16 ss.
- ZAGRABELSKY V., *La Convenzione europea dei diritti dell'uomo ed il principio di legalità nella materia penale*, in MANES V.-ZAGRABELSKY V. (a cura di), *La Convenzione europea dei diritti dell'uomo nell'ordinamento penale italiano*, Milano, 2011.
- ZAGRABELSKY V., *Le sanzioni Consob, l'equo processo e il ne bis in idem nella Cedu*, in *Giur. it.*, 2014, p. 1196 ss.
- ZAGRABELSKY V.-CHENAL R.-TOMASI L., *Manuale dei diritti fondamentali in Europa*, II ed., Bologna, 2019.
- ZANCHI M., *La divulgazione della raccomandazione in materia di investimenti*, in *ilsocietario.it*, 9 settembre 2016.
- ZANNOTTI R., *La tutela penale del mercato finanziario*, Torino, 1997.
- ZANNOTTI R., *L'insider trading finisce al vaglio della Corte costituzionale*, in *Dir. giust.*, 2003, p. 78 ss.

- ZANNOTTI R., *Il nuovo diritto penale dell'economia. Reati societari e reati in materia di mercato finanziario*, II ed., Milano, 2006, p. 387 ss.
- ZANNOTTI R., *Diritto penale dell'economia. Reati societari e reati in materia di mercato finanziario*, III ed., Milano, 2017.
- ZIRULIA S., *Ne bis in idem: la Consulta dichiara l'illegittimità dell'art. 649 c.p.p. nell'interpretazione datane dal diritto vivente italiano (ma il processo Eternit bis prosegue)*, in *Dir. pen. cont.*, 24 luglio 2016.
- ZYSMAN J., *The Myth of a 'Global' Economy: Enduring National Foundations and Emerging Regional Realities*, in *New Political Economy*, 1996, Vol. 1, n. 1, p. 159 ss.

SINTESI

Il fenomeno normativo del *market abuse* si pone a crocevia di alcune fondamentali direttrici di sviluppo del diritto penale contemporaneo.

Nel microcosmo degli abusi di mercato convergono infatti i temi della c.d. armonizzazione in chiave europea del diritto penale, della definizione dei contenuti della “materia penale” e della compatibilità euro-convenzionale, oltre che costituzionale, dei sistemi sanzionatori a c.d. doppio binario.

Muovendo da tali considerazioni, il presente elaborato mira a offrire una panoramica complessiva dello “stato di salute” del comparto normativo del *market abuse*, evidenziandone le peculiarità e le criticità che, pur a seguito dell’atteso intervento riformatore del 2018, continuano ad affliggere la materia.

Nell’ambito del Capitolo I viene tracciato il contesto *generale* all’interno del quale s’iscrive la materia degli abusi di mercato, ossia quello della globalizzazione dei mercati – *in primis*, dei mercati finanziari – e della correlata apertura di una voragine incolmabile tra l’*espansione a-territoriale* dell’economia e la *capacità statale* di regolare il fenomeno economico.

Nei limiti in cui risulta funzionale allo sviluppo del percorso di ricerca qui proposto, la prima Sezione della tesi è dunque dedicata alla disamina di come il fenomeno della globalizzazione economica abbia recato con sé dei riverberi “epocali” sul versante giuridico, imprimendo un moto di radicale riallocazione dei centri del potere normativo: dalla dimensione statale, alla dimensione internazionale, passando per il *medium* delle organizzazioni regionali sovranazionali, la regolamentazione dei rapporti economici si è spostata sempre *più in là*.

Di qui la necessità di comprendere *se* e *come* le diverse branche del diritto possano adattarsi al fenomeno di “de-statalizzazione” crescente dell’economia, specialmente laddove si tratti di strumenti d’intervento regolativo – su tutti, lo *ius puniendi* – fisiologicamente vincolati al principio democratico e al *background* storico-filosofico che esso evoca. Dall’angolo visuale dell’aspirante studioso del diritto penale dei mercati finanziari e, quindi, della reazione legalitaria alle condotte perturbative del regolare funzionamento degli stessi, l’attenzione non può che essere attratta dalle ricadute che la finanziarizzazione (e globalizzazione) della ricchezza ha prodotto sul piano dei rapporti tra ordinamento nazionale e ordinamento sovranazionale.

All’interno dello scenario tracciato, l’Unione europea sembra costituire infatti una efficiente “cinghia di trasmissione” tra piani diversi, nella misura in cui il *deficit* di democraticità delle decisioni in campo macro-economico è temperato dalla cessione di sovranità a cui ciascuno Stato membro acconsente, nelle materie – per l’appunto – cedute alla competenza delle Istituzioni dell’Unione. Competenza che, come intuibile, proprio nella regolamentazione della “materia economica” non solo si esprime nel modo più evidente, ma altresì in tale settore manifesta le più intense pressioni *espansive*.

Non stupisce, pertanto, che la disciplina sugli abusi di mercato abbia rappresentato un comparto regolativo dove il processo di progressiva *armonizzazione* eurounitaria ha segnato i ritmi più rapidi: dapprima raggiungendo velocemente l'approdo di una normazione civilistica comune tra gli Stati membri – requisito imprescindibile per la creazione di un mercato interno *efficiente e integrato* – l'Unione europea, fissato l'obiettivo di apprestare una reazione sanzionatoria *uniforme* avverso i fenomeni distorsivi dei mercati, ha iniziato quindi a scalare con determinazione la “cittadella” del diritto penale. Del resto, tenuto conto della sempre più stretta interdipendenza delle economie nazionali, nonché della connessione tra mercato finanziario e mercato reale, i fenomeni di *insider trading* e di manipolazione del mercato – lungi dal limitare la propria incidenza a livello locale – sono astrattamente in grado di minare l'integrità del mercato interno europeo. Di qui, la fisiologica composizione multilivello del regime repressivo degli abusi di mercato, impostato a livello sovranazionale e recepito quindi nella normazione statale.

Nella seconda Sezione del Capitolo I vengono esaminate – in una prospettiva ‘grandangolare’ – sia la ‘nuova’ disciplina eurounitaria di contrasto agli abusi di mercato, così come plasmata dal binomio normativo composto dal Regolamento (Ue) n. 596/2014 e dalla Direttiva 2014/57/Ue, sia il plesso regolativo nazionale – che della prima costituisce l'attuazione interna –, racchiuso nel Testo Unico della Finanza. In particolare, il legislatore italiano – dopo non pochi “tentennamenti” – ha infine ritenuto opportuno riformare il vigente comparto del *market abuse* e ha affidato al d.lgs. n. 107/2018 il compito di adattare la disciplina domestica alla nuova strategia contrastiva elaborata dall'Unione europea.

Ancor prima di addentrarsi nelle maglie del Titolo I-bis del T.u.f. e nelle specificità che caratterizzano gli illeciti di *insider trading* e di *market manipulation*, già da un primo, ampio, sguardo sull'orizzonte del *market abuse* possono cogliersi plurimi profili di criticità. Di per sé poco agevole in ragione della *diversa* natura degli strumenti normativi che la configurano – Regolamento, l'uno; Direttiva, l'altra –, l'attuazione interna della disciplina eurounitaria sugli abusi di mercato risulta l'esito di un approccio metodologicamente *opinabile* (in quanto fondato su un forte ricorso alla tecnica del rinvio), contenutisticamente *minimale* (assenti, infatti, deleghe legislative concernenti *lo specifico* versante penalistico del *market abuse*) e costituzionalmente *fragile* (atteso il rischio, invero consistente, che il legislatore delegato sia incorso in un eccesso di delega).

Alle perplessità ‘di sistema’ fanno da contraltare le criticità che ancora emergono sul piano della disciplina specifica dell'abuso di informazioni privilegiate e della manipolazione del mercato: profili di distonia “cronici” e che il d.lgs. n. 107/2018, lungi dall'emendarli, li ha per certi versi acuiti.

Il Capitolo II è dunque interamente dedicato all'analisi dei due delitti che compongono il *kern* degli abusi di mercato, ossia l'*insider trading* – disciplinato dall'art. 184 t.u.f. (e dall'art. 187-bis t.u.f. per la variante tipologica amministrativa) – e la *market manipulation* – tipizzata invece dall'art. 185 t.u.f. (e dall'art. 187-ter t.u.f.).

Ciascuna delle due Sezioni che compongono il Capitolo presenta un andamento espositivo ‘classico’, nella misura in cui i due delitti vengono analizzati seguendo l’impostazione tassonomica tipicamente utilizzata nella manualistica di settore. Prendendo dunque le mosse dall’analisi – tutt’altro che agevole – del bene giuridico tutelato, passando attraverso la disamina dell’elemento oggettivo, del coefficiente psicologico e delle eventuali cause di giustificazione o di non punibilità che connotano la materia, l’esposizione è cadenzata da un andamento bifasico.

In prima battuta, una volta ripercorsi (più o meno brevemente) tanto gli approdi ermeneutici sicuri quanto i dubbi interpretativi che, in relazione a ciascun profilo d’indagine, erano maturati alla luce della disciplina normativa *ante* d.lgs. n. 107/2018, nell’ambito delle due Sezioni si è tentato di cogliere se, e in che modo, l’intervento “riformatore” del 2018 abbia modificato il sostrato regolativo di riferimento e se, quindi, quegli approdi e quei dubbi possano dirsi confermati o superati.

Inoltre, la comparazione tra “vecchio” e “nuovo” è stata condotta tenendo fermo, sullo sfondo d’indagine, la matrice normativa racchiusa nel Regolamento e nella Direttiva eurounitaria, allo scopo di evidenziare eventuali profili di persistente divergenza tra la disciplina domestica e quella sovranazionale.

Il terzo Capitolo è infine dedicato alla *vexata quaestio* del *ne bis in idem*.

Se la prima Sezione svolge un compito essenzialmente “introduttivo” alla tematica, nella misura in cui viene ad essa affidata la funzione di tracciare le coordinate, concettuali e teoriche, necessarie per orientarsi nella giungla “multiordinamentale” dei ‘doppi binari sanzionatori’ e del *ne bis in idem*, alla seconda Sezione spetta invece di condurre il lettore attraverso il turbinio giurisprudenziale che il cumulo sanzionatorio previsto dalla disciplina italiana del *market abuse* ha finito per innescare.

La posta in gioco era infatti più grande di quanto potesse *prima facie* ipotizzarsi, atteso che il dialogo tra Corti di vertice fiorito sul tema era destinato a produrre degli effetti non limitati al ristretto campo d’intervento del *market abuse*. Sulla scorta dell’approccio sostanzialistico che connota il *modus interpretandi* sia della Corte di Strasburgo, sia di quella del Lussemburgo, il doppio binario penale-amministrativo contemplato dal t.u.f. ha costituito il *casus belli* per la trasfigurazione del divieto del *bis in idem*, facendolo assurgere al ruolo di protagonista assoluto nella gestione “europea” di quei sistemi normativi nazionali che, al verificarsi di un determinato fatto, prevedono l’attivazione di un sistema sanzionatorio ‘doppio’ e cumulativo, in cui le sanzioni penali e quelle amministrative insistono *in idem*.

Una gestione complessa, esercitata da attori differenti, caratterizzata da slanci in chiave garantistica, seguiti poi da contropinte di segno opposto, che rende quello dei cumuli punitivi un terreno magmatico che – nonostante alcuni punti (più o meno) fermi siano stati raggiunti – è ancora in attesa di cristallizzarsi.