

PhD THESIS DECLARATION
(use a pc to fill it out)

I, the undersigned

FAMILY NAME | Romano |

NAME | Elisa |

Student ID no. | 2000375 |

Thesis title:

| L'insider trading tra diritto vigente e prospettive di riforma |

| |

PhD in | Legal Studies (Business and Social Law) |

Cycle | XXXI |

Student's Advisor | Prof. Francesco Mucciarelli |

Calendar year of thesis defence | 2019 |

DECLARE

under my responsibility:

- 1) that, according to Italian Republic Presidential Decree no. 445, 28th December 2000, mendacious declarations, falsifying records and the use of false records are punishable under the Italian penal code and related special laws. Should any of the above prove true, all benefits included in this declaration and those of the temporary “embargo” are automatically forfeited from the beginning;
- 2) that the University has the obligation, according to art. 6, par. 11, Ministerial Decree no. 224, 30th April 1999, to keep a copy of the thesis on deposit at the “Biblioteche Nazionali Centrali” (Italian National Libraries) in Rome and Florence, where consultation will be permitted, unless there is a temporary “embargo” protecting the rights of external bodies and the industrial/commercial exploitation of the thesis;
- 3) that the Bocconi Library will file the thesis in its “Archivio Istituzionale ad Accesso Aperto” (Institutional Registry) which permits online consultation of the complete text (except in cases of temporary “embargo”);

- 4) that, in order to file the thesis at the Bocconi Library, the University requires that the thesis be submitted online by the student in unalterable format to Società NORMADEC (acting on behalf of the University), and that NORMADEC will indicate in each footnote the following information:
- PhD thesis (*write thesis title*) L'insider trading tra diritto vigente e prospettive di riforma;
 - by (*Student's family name and name*) Romano Elisa;
 - defended at Università Commerciale "Luigi Bocconi" – Milano in the year (year of defence) 2019;
 - the thesis is protected by the regulations governing copyright (Italian law no. 633, 22nd April 1941 and subsequent modifications). The exception is the right of Università Commerciale "Luigi Bocconi" to reproduce the same, quoting the source, for research and teaching purposes;
 - **only when a separate "Embargo" Request has been undersigned:** the thesis is subject to "embargo" for (indicate duration of the "embargo") months;
- 5) that the copy of the thesis submitted online to Normadec is identical to the copies handed in/sent to the members of the Thesis Board and to any other paper or digital copy deposited at the University offices, and, as a consequence, the University is absolved from any responsibility regarding errors, inaccuracy or omissions in the contents of the thesis;
- 6) that the contents and organization of the thesis is an original work carried out by the undersigned and does not in any way compromise the rights of third parties (Italian law, no. 633, 22nd April 1941 and subsequent integrations and modifications), including those regarding security of personal details; therefore the University is in any case absolved from any responsibility whatsoever, civil, administrative or penal, and shall be exempt from any requests or claims from third parties;
- 7) **choose 7a or 7b:**
- 7a) that the thesis is not subject to "embargo", i.e. that it is not the result of work included in the regulations governing industrial property; it was not written as part of a project financed by public or private bodies with restrictions on the diffusion of the results; is not subject to patent or protection registrations.

Date 15.4.2019

Abstract

L'*insider trading* consiste nell'impiego di informazioni privilegiate attraverso la compravendita di strumenti finanziari (c.d. *insider trading* in senso stretto), la comunicazione a terzi (*tipping*) e la raccomandazione all'investimento (*tuyautage*). L'illecito, sanzionato sul piano penale e amministrativo attraverso un doppio binario sanzionatorio, si configura quale ipotesi di abuso di posizione da parte di soggetti che agiscono in violazione delle regole dominanti l'operatività delle piattaforme di negoziazione, attentando in tal modo alla fiducia degli investitori nel corretto funzionamento del mercato e, di conseguenza, all'integrità dello stesso. La considerazione delle potenzialità distorsive dell'abuso di informazioni privilegiate ha determinato una vasta produzione normativa in sede europea, da ultimo tradottasi nell'emanazione della direttiva 2014/57/UE e del regolamento (UE) n. 596/2014. La novella ha imposto la riforma della normativa interna sotto plurimi profili concernenti la categoria dei soggetti attivi e il trattamento sanzionatorio, allontanando la disciplina dai criteri di proporzione e sussidiarietà della sanzione penale e lasciando invariate le criticità da cui era affetta. Tale circostanza, assieme ai problemi derivanti dall'evoluzione tecnologica dei mercati finanziari, che ha determinato l'emersione di strategie di investimento suscettibili di integrare ipotesi inedite di abuso, rende opportuna un'analisi volta ad individuare i profili di riforma della disciplina dell'illecito che si impongono a livello sovranazionale e a vagliarne l'opportunità nell'ottica della costruzione di un sistema di regolazione del mercato efficace e adeguato rispetto ai mutamenti che riguardano gli scambi finanziari.

Il lavoro si struttura in tre capitoli. Il primo si occupa di individuare gli interessi perseguiti dalla normativa in materia di *insider trading* e di analizzare la categoria dei soggetti attivi e la condotta tipica attraverso la comparazione tra l'assetto vigente e il quadro che si prospetta in vista del recepimento della direttiva n. 57/2014. Il secondo capitolo tratta la nozione di informazione privilegiata, vagliandone gli elementi costitutivi ed evidenziando i profili di criticità che ancora la connotano all'indomani dell'entrata in vigore del d.lgs. n. 107/2018. In chiusura del capitolo, ci si sofferma sull'esame del *trading* algoritmico ad alta frequenza, modalità di negoziazione che rappresenta al momento una delle maggiori sfide per la disciplina del *market abuse*. Il terzo capitolo, inerente al trattamento sanzionatorio, affronta il problema della compatibilità del regime del doppio binario penale ed amministrativo con il divieto di *bis in idem* posto a livello sovranazionale. Sul punto, si osserva come l'evoluzione giurisprudenziale in materia non sia approdata ad esiti certi, rendendo necessario un intervento correttivo di una normativa attualmente contraria ai canoni di proporzione e congruità della risposta sanzionatoria.

INDICE

Premessa	5
Capitolo primo	
L'oggetto del reato e i soggetti attivi	
1. La <i>ratio</i> del divieto di <i>insider trading</i> e l'interesse tutelato dalla normativa.	9
2. Le indicazioni europolitane in materia di <i>market abuse</i> .	15
3. L'analisi della fattispecie: i soggetti attivi.	19
3.1. L' <i>insider</i> primario.	23
3.2. L' <i>insider</i> secondario. La fattispecie amministrativa di cui all'art. 187 <i>bis</i> t.u.f.	27
4. La condotta tipica.	30
4.1. Il divieto operativo.	30
4.1.1. L'accertamento dell'elemento soggettivo del reato.	33
4.2. La comunicazione di informazioni riservate (<i>tipping</i>).	37
4.3. La raccomandazione all'investimento (<i>tuyautage</i>).	39
5. L'assetto delineato dalla direttiva n. 57 del 2014.	40
5.1. I soggetti attivi.	42
5.2. Le condotte illecite.	43
5.2.1. L'abuso di informazioni privilegiate e la raccomandazione all'investimento.	44
5.2.2. La comunicazione di informazioni privilegiate.	45
6. Induzione, favoreggiamento, concorso, tentativo.	48
7. Rilievi critici.	50

Capitolo secondo

L'informazione privilegiata

1. Rilievi introduttivi.	55
2. Gli elementi costitutivi dell'informazione privilegiata: la precisione.	56
2.1. La specificità dell'informazione.	62
2.2. La riservatezza della notizia.	65
2.3. L'oggetto dell'informazione.	68
2.4. La <i>price-sensitivity</i> .	70
3. Il <i>front running</i> .	75
4. La fattispecie di <i>scalping</i> .	77
5. L'alterità dell'informazione e il regime del c.d. <i>insider</i> di se stesso.	80
6. Le nuove frontiere della disciplina degli abusi di mercato: il <i>trading</i> algoritmico.	88
6.1. Il <i>trading</i> ad alta frequenza: aspetti definitori.	90
6.2. Profili di rilevanza penale dell' <i>high frequency trading</i> .	92
6.2.1. La crisi del paradigma dell'investitore ragionevole e le criticità concernenti l'imputazione soggettiva dell'illecito.	97

Capitolo terzo

Il sistema sanzionatorio: il regime del c.d. doppio binario

1. Rilievi introduttivi: il doppio binario sanzionatorio in tema di abusi di mercato e il divieto di <i>bis in idem</i> .	105
2. L'incompatibilità convenzionale del doppio binario: la pronuncia <i>Grande Stevens</i> .	108
2.1. L'applicazione domestica dei principi Edu: l'interpretazione convenzionalmente orientata delle fattispecie amministrative di abuso di mercato e dell'art. 649 c.p.p.	112
2.2. La legittimità costituzionale dell'art. 649 c.p.p.	113
2.3. La pronuncia n. 102/2016 della Corte Costituzionale.	114
2.4. L'applicazione diretta dell'art. 50 della Carta di Nizza.	117

2.5. L'applicazione diretta art. 4 prot. 7 CEDU.	119
3. La pronuncia A e B. c. Norvegia: il <i>revirement</i> della Corte di Strasburgo.	119
3.1. I confini incerti del <i>ne bis in idem</i> convenzionale.	122
3.2. L'applicazione interna del nuovo orientamento Edu: l'ordinanza 6 dicembre 2016 del Tribunale di Milano.	124
4. Il <i>ne bis in idem</i> europeo: i rinvii pregiudiziali del Tribunale di Bergamo e della Corte di Cassazione.	127
4.1. Le conclusioni dell'Avvocato generale.	130
4.2. L'orientamento della Corte di Giustizia.	132
4.2.1. La pronuncia Garlsson real estate sulla legittimità del doppio binario previsto per la manipolazione del mercato.	138
4.2.2. La pronuncia Di Puma-Zecca.	140
4.3. Osservazioni critiche.	142
5. L'applicazione dei principi europei nella giurisprudenza interna.	144
6. Prospettive <i>de iure condendo</i> per il superamento del regime del doppio binario.	148
Bibliografia	159

Premessa

L'*insider trading* - letteralmente “commercio dell'iniziato” - consiste nell'impiego di informazioni riservate e rilevanti sul mercato mobiliare attraverso la compravendita di strumenti finanziari (c.d. *insider trading* in senso stretto), la comunicazione a terzi (c.d. *tipping*) e la raccomandazione all'investimento (c.d. *tuyautage*)¹. L'illecito, sanzionato sul piano penale e amministrativo in forza del doppio binario sanzionatorio previsto dall'ordinamento in materia di abusi di mercato, si configura quale ipotesi di abuso di posizione da parte di soggetti che agiscono in violazione delle regole dominanti l'operatività delle piattaforme di negoziazione, attentando in tal modo alla fiducia degli investitori nel corretto funzionamento del mercato finanziario e, di conseguenza, all'integrità dello stesso.

La considerazione delle potenzialità distorsive dell'abuso di informazioni privilegiate ha determinato una vasta produzione normativa in sede europea, il cui recepimento ha condotto all'introduzione delle predette fattispecie sanzionatorie nell'ordinamento interno. L'incriminazione dell'*insider trading* nel sistema nazionale è invero avvenuta in sede di recepimento di precise indicazioni comunitarie, iniziate con la direttiva 89/592/CEE, attuata con l. 17 maggio 1991, n. 157, proseguite con la direttiva n. 3 del 2006 (*market abuse directive*), recepita con l. 18 aprile 2005, n. 62 e, da ultimo, racchiuse nella direttiva 2014/57/UE e nel regolamento (UE) n. 596/2014, che segnano l'ultima fase del processo di revisione della disciplina comunitaria in materia finanziaria. Tali ultimi strumenti normativi, in particolare, sono stati adottati a seguito dell'accertamento dell'inefficacia del regime previgente, recepito in modo divergente dagli ordinamenti nazionali e mostratosi incapace di produrre un adeguato

¹ Si vedano, sul punto, gli artt. 184 e 187 *bis* t.u.f.

effetto dissuasivo nei riguardi di condotte lesive di interessi primari dell'Unione. Ne sono derivate delle innovazioni rispetto all'assetto definito dalla MAD, che impongono una riforma della normativa vigente.

Detto che sul punto permane l'inerzia del legislatore, che ha lasciato decorrere il termine di recepimento della direttiva n. 57/2014 e, nel dare attuazione al regolamento, ha omesso di intervenire sugli aspetti che più urgentemente necessitavano di essere rivisti, plurime sono le criticità che si prospettano per il futuro della normativa dell'*insider trading*. Se invero, da un lato, le innovazioni introdotte dalla direttiva n. 57/2014 circa l'estensione della categoria dei soggetti attivi di reato e la specificazione delle condotte tipiche restituiscono i tratti di una disciplina difficilmente compatibile con i canoni di proporzionalità e sussidiarietà della sanzione penale, dall'altro lato il recente intervento europeo non sembra aver determinato il superamento dei problemi concernenti la scarsa determinatezza della nozione di informazione privilegiata e, soprattutto, la legittimità convenzionale del regime del doppio binario. Ai profili evidenziati si aggiungono i problemi derivanti dall'evoluzione tecnologica dei mercati finanziari, che ha condotto all'emersione di nuove strategie di investimento suscettibili di integrare ipotesi di abuso di mercato, rispetto alle quali sembrano inadeguati gli strumenti attualmente nella disponibilità degli operatori del diritto.

I rilievi indicati rendono opportuno procedere a un'analisi che si occupi di delineare gli aspetti attualmente più controversi della normativa in tema di *insider trading*, al fine di individuare i profili di riforma che si impongono a livello eurounitario e di vagliarne l'opportunità nell'ottica della costruzione di un sistema di regolazione degli abusi di mercato efficace, congruo e adeguato rispetto ai mutamenti che interessano gli scambi finanziari.

A tal fine il lavoro si strutturerà in tre capitoli. Il primo si occuperà dell'esame degli interessi perseguiti dalla normativa in materia di *insider trading*, nonché dell'analisi dei soggetti attivi e dell'individuazione della condotta tipica, operando una comparazione tra l'assetto vigente e il quadro che si prospetta in vista del recepimento della direttiva n. 57/2014. Nel secondo capitolo si tratterà della nozione di informazione privilegiata, di cui saranno vagliati gli elementi costitutivi ed evidenziati i profili di criticità che persistono anche a seguito dell'entrata in vigore del d.lgs. n. 107/2018, che ne ha determinato la riformulazione. In chiusura del secondo capitolo, ci si soffermerà sull'esame del *trading* algoritmico ad alta frequenza, modalità di negoziazione che rappresenta al momento una delle maggiori sfide per

la disciplina del *market abuse*, evidenziandone i tratti caratteristici e le difficoltà che lo stesso pone sul piano regolatorio. Il terzo capitolo, inerente al trattamento sanzionatorio dell'illecito, affronterà il problema della compatibilità del regime del doppio binario, previsto dall'ordinamento per gli abusi di mercato, con il divieto di *bis in idem* posto a livello sovranazionale. Sul punto, si darà atto di come la complessa evoluzione giurisprudenziale intervenuta sul tema non abbia consentito l'approdo ad esiti certi, rendendo necessaria la rimeditazione di una normativa che si presenta attualmente, oltre che illegittima, contraria ai principi di proporzionalità e congruità della risposta sanzionatoria.

Capitolo I

L'OGGETTO DEL REATO E I SOGGETTI ATTIVI

1. La *ratio* del divieto di *insider trading* e l'interesse tutelato dalla normativa.

È noto come attorno al tema inerente la *ratio* del divieto di *insider trading* si sia sviluppato in passato un dibattito che ha impegnato a lungo la dottrina internazionale, economica e giuridica. La discussione, in particolare, ha preso le mosse negli Stati Uniti a seguito della pubblicazione, da parte di Henry Manne, dell'opera "*Insider trading ad the stock market*"², nella quale l'autore ha messo in dubbio l'interpretazione della scuola allora dominante circa le ripercussioni negative dell'abuso di informazioni privilegiate sul funzionamento dei mercati finanziari. Con il testo richiamato, Manne ha dato avvio a un filone interpretativo teso ad evidenziare i plurimi effetti vantaggiosi che l'*insider trading* sarebbe idoneo a produrre sul mercato mobiliare, sull'emittente i cui titoli sono oggetto di negoziazione e sul pubblico degli investitori, tali da renderne inopportuno il divieto.

Volendo mettere in luce sinteticamente le conclusioni raggiunte dall'orientamento indicato, occorre osservare come i suoi sostenitori abbiano affermato che l'abuso di informazioni privilegiate favorisce l'efficienza del mercato, condizione fondata sulla

² MANNE, *Insider trading and the Stock Market*, 1966.

trasparenza delle quotazioni³, contribuendo all'accelerazione del processo di incorporazione delle informazioni rilevanti prossime alla diffusione all'interno dei corsi azionari⁴.

Nell'ambito della medesima tesi si è affermato altresì come l'impiego di informazioni privilegiate appaia idoneo a determinare una più efficiente gestione societaria. Nello specifico, è stato sostenuto come la possibilità di beneficiare personalmente di notizie positive concernenti l'attività di impresa induca l'organo direttivo societario a prediligere un'amministrazione più dinamica, permettendo il raggiungimento di risultati che la gestione conservatrice, normalmente perseguita in via preferenziale, non consentirebbe di realizzare⁵.

Se quelli indicati sono i vantaggi più evidenti potenzialmente derivanti da una normativa favorevole all'*insider trading*, l'orientamento in analisi ha posto in luce, dall'altro lato, l'infondatezza della tesi che individua nell'impiego di informazioni privilegiate un'attitudine dannosa nei riguardi del pubblico degli investitori. È stato invero evidenziato come l'anonimato che contraddistingue le negoziazioni sul mercato finanziario impedisca di ravvisare un nesso causale tra il profitto che l'*insider* trae dallo sfruttamento di conoscenze riservate e il danno che la sua controparte contrattuale subisce in termini di maggior prezzo di acquisto o minor prezzo di vendita degli strumenti finanziari, sicché l'*insider trading* non può configurarsi quale fenomeno pregiudizievole nei riguardi degli investitori. Nello specifico, non appare praticabile,

³ Secondo la c.d. *efficient capital market hypothesis*, un mercato può dirsi efficiente se i prezzi degli strumenti finanziari incorporano e riflettono, in ogni momento, tutte le informazioni disponibili loro inerenti; sul punto GILSON-KRAAKMAN, *The Mechanisms of Market Efficiency*, in *Virginia Law Review*, 1984(70), p. 552 ss. A sostegno dell'irrealizzabilità di un simile modello *strong* di efficienza si pongono peraltro gli studi di GROSSMAN-STIGLITZ, *On the Impossibility of Informationally Efficient Markets*, in *The American Economic Review*, 1980, p. 393, che provano come il mercato si regga su un "equilibrium degree of disequilibrium"; l'assenza di remuneratività di un'attività di ricerca di informazioni all'interno di un mercato già perfettamente informato condurrebbe invero alla cessazione delle attività di analisi e al conseguente ristabilimento di una situazione di inefficienza informativa (*efficient market paradox*). Per gli studi di *behavioral finance* che hanno posto in dubbio l'assioma dell'investitore come "agente economico razionale" si veda, inoltre, BARNES, *Stock Market Efficiency, Insider Dealing and Market Abuse*, 2009, p. 47 ss.

⁴ Sul punto MANNE, *Insider Trading*, cit., p. 80 ss.; ID., *Insider Trading: Hayek, Virtual Markets, and the Dog that Did Not Bark*, in *J. Corp. L.*, 2005, p. 167 ss.; CARLTON-FISHEL, *The Regulation of Insider Trading*, in *Stanford Law Review*, 1983, p. 866 ss.; BERGMANS, *Inside Information and Securities Trading*, 1991, p. 105; MACEY, *Insider Trading Economics, Politics, and Policy*, 1991, p. 24 ss.; AYRES-CHOI, *Internalizing Outsider Trading*, in *Mich. L. Rev.*, 2002, p. 333; BOUDREAUX, *Learning to Love Insider Trading*, in *The Wall St. Journal*, 2009, p. 1: "insiders buying and selling stocks based on their knowledge play a critical role in keeping asset prices honest – in keeping prices from lying to the public about corporate realities".

⁵ Così CARLTON-FISHEL, op. cit., p. 875 s.; BEBCHUK-FERSHTMAN, *Insider Trading and the Managerial Choice among Risky Projects*, in *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 1994, p. 1 ss.; HU-NOE, *Insider Trading and managerial Incentives*, in *Journal of Banking and Finance*, 2001, p. 682 ss.; GAYLE-MILLER, *Inside Information and Performance Pay*, in *CESifo Economic Studies*, 2009, p. 515 ss.; MACEY, *Insider Trading*, cit., p. 32 s., secondo cui "in light of managers' tendency to invest in projects that, from the shareholders' perspective, are insufficiently risky, insider trading may serve shareholders' interests by offsetting the proclivity".

nell'ambito in analisi, un giudizio controfattuale volto all'accertamento dell'efficienza causale della transazione conclusa dall'*insider* sul pregiudizio subito dall'investitore che si trova ad acquistare titoli dal valore inferiore a quello di mercato o a vendere strumenti dal valore superiore a quello concordato, giacché detto investitore, una volta determinatosi a portare a termine l'operazione conclusa con l'insediato, realizzerebbe la stessa con qualunque altro operatore disposto allo scambio⁶.

Ebbene, come anticipato in apertura, le predette argomentazioni, indubbiamente suggestive, sono state agevolmente superate dai successivi numerosi contributi della dottrina giuridica ed economica. Nello specifico, le critiche alla tesi che configura l'*insider trading* quale fattispecie idonea a favorire l'efficienza del mercato hanno evidenziato, da un lato, il carattere marginale e pertanto irrilevante di tale potenziale effetto vantaggioso - derivante dall'entità contenuta degli scambi riconducibili agli *insider*⁷ - e, dall'altro lato, le ripercussioni negative determinate dall'illecito sulla trasparenza societaria⁸.

⁶ MANNE, *Insider Trading*, cit., p. 95 ss.; EASTERBROOK, *Insider Trading, Secret Agents, Evidentiary Privileges, And the Production of Information*, in *The Supreme Court Review*, 1981, p. 324 s.; BAINBRIDGE, *Incorporating State Law Fiduciary Duties into the Federal Insider Trading Prohibition*, in *Wash. & Lee L. Rev.*, 1995, p. 1238 s.; ID., *Securities Law, Insider Trading*, Foundation Press, 2007, p. 158 s.; KARJALA, *Statutory Regulation of Insider Trading in Impersonal Markets*, in *Duke Law Journal*, 1982, p. 630 ss.

⁷ L'orientamento indicato pone invero in evidenza come le transazioni degli iniziati, in quanto tendenzialmente aventi ad oggetto un ammontare ridotto di titoli inerenti ad un solo emittente, appaiono inidonee a determinare una significativa variazione delle quotazioni. A ciò si aggiunge che, anche laddove detta variazione si producesse, la stessa si troverebbe ad essere affievolita o del tutto annullata dalle operazioni di segno contrario poste in essere dagli investitori non informati. Sul punto EASTERBROOK, *Insider Trading, Secret Agents*, cit., p. 336; GILSON-KRAAKMAN, *op. cit.*, p. 630; BAINBRIDGE, *Securities Law*, cit., p. 142 ss.; DYER, *Economic Analysis, Insider Trading, And Game Markets*, in *Utah L. Rev.*, 1992, pp. 29 ss.; SCHOTLAND, *Unsafe at Any Price: A Reply to Manne, Insider Trading and The Stock Market*, in *Virg. L. Rev.*, 1967, p. 1442 ss.

⁸ Ciò che si è evidenzia è, in particolare, come la possibilità di utilizzare informazioni riservate possa indurre gli insediati societari ad alterarne il rilascio a loro profitto e, in particolare, a ritardarne la comunicazione del tempo necessario al loro sfruttamento. Nelle ipotesi più gravi, gli *insider* potrebbero anche orchestrare le loro transazioni o rilasciare informazioni false al fine di manipolare a loro vantaggio il prezzo dei titoli. Sul punto MENDELSON, *The Economics of Insider Trading Reconsidered*, in *University of Pennsylvania Law Review*, 1969, p. 476 s., 489; LEVMORE, *In Defense of The Regulation of Insider Trading*, in *Harvard Journal of Law & Public Policy*, 1988, pp. 103 s.; EASTERBROOK, *Insider Trading, Secret Agents*, cit., p. 333; FAMA-FRENCH, *Is Insider Trading Beneficial?*, 2010, in <http://www.dimensional.com/famafrench/2010/04/qa-is-insider-trading-beneficial.html>. A sostegno della tesi secondo cui gli *insider* organizzano strategicamente le loro operazioni sul mercato in base al tempo della comunicazione societaria PENMAN, *Insider Trading and the Dissemination of Firms' Forecast Information*, in *Journ. Of Bus.*, 1982, p. 472 ss.; BAIMAN-VERRECCHIA, *The Relation Among Capital Markets, Financial Disclosure, Production Efficiency, and Insider Trading*, in *Journ. Of Acc. Res.*, 1996, p. 1 ss. In senso critico BAINBRIDGE, *Securities Law*, cit., p. 156. Sempre nell'ambito della tesi in analisi, e a sostegno di come l'*insider trading* influisca negativamente sulla liquidità del mercato, compromettendo la fiducia del pubblico degli investitori e determinando l'allontanamento dei professionisti di mercato, FISHMAN-HAGERTY, *Insider Trading and the Efficiency of Stock Prices*, in *Rand Journal of Economics*, 1992, p. 107; KLOCK, *Mainstream Economics and the Case for Prohibiting Inside Trading*, in *Georgia State University L. Rev.*, 1993, p. 312; 134 Cong. Rec. S17, 278, 1988.

Le obiezioni all'indirizzo che ravvisa nell'abuso di informazioni privilegiate uno strumento utile a una più efficiente gestione societaria, dall'altra parte, hanno posto in luce come l'illecito comporti il rischio di una distorsione dell'attività di amministrazione d'impresa da parte dell'organo direttivo con conseguente tradimento degli interessi societari⁹.

Se gli studi più recenti hanno contribuito a fugare i dubbi circa le ripercussioni negative derivanti dall'*insider trading* e la conseguente opportunità di predisporre una disciplina che ne vieti la realizzazione, non vi è stato subito consenso sull'individuazione del bene giuridico che detta normativa dovrebbe mirare a tutelare. Sul punto si è invero assistito al confronto tra tesi diverse.

Da un lato, vi è stato chi ha sostenuto come il divieto di *insider trading* miri a favorire la trasparenza societaria, così condividendo gli scopi della disciplina in materia di *disclosure* continua degli emittenti¹⁰.

Una diversa tesi, dall'altro lato, ha affermato come la normativa in esame sia diretta alla corretta allocazione del diritto di proprietà sulle informazioni *material* (c.d. *property rights approach*) e, nello specifico, abbia lo scopo di salvaguardare il diritto di proprietà dell'emittente

⁹ Nello specifico, si è argomentato come l'*insider trading* possa indurre l'organo gestorio a creare notizie aventi ad oggetto circostanze negative per l'emittente, più facilmente impiegabili in borsa, e a scegliere di orientare l'attività d'impresa verso progetti aleatori, che consentirebbero di speculare sulle fluttuazioni delle quotazioni da essi derivanti. In ultimo, si evidenzia come l'impiego di informazioni privilegiate da parte degli *insider* appaia suscettibile di determinare la diffusione di notizie che l'emittente ha interesse a mantenere riservate, e come lo stesso possa cagionare un consistente danno reputazionale alla società, con conseguente aumento del costo del capitale; sul punto MENDELSON, *op. cit.*, p. 489 s.; EASTERBROOK, *Insider Trading, Secret Agents, cit.*, p. 332. A tale riguardo, BEBCHUK-FERSHTMAN, *Insider Trading, cit.*, p. 1 ss.; MACEY, *From Fairness to Contract: The New Direction of the Rules Against Insider Trading*, in *Hofstra L. Rev.*, 1984, p. 55 s.; BRUDNEY, *Insiders, Outsiders, and Informational Advantages under the Federal Securities Laws*, in *Harvard L. Rev.*, 1979, p. 335; PRITCHARD, *United States v. O'Hagan: Agency Law and Justice Powell's Legacy for the Law of Insider Trading*, in *B.U.L. Rev.*, 1998, p. 49; HENDERSON, *Insider Trading and CEO Pay*, in *Vanderbilt Law Review*, 2011, p. 512. Tra gli studi empirici a sostegno della tesi indicate BHATTACHARYA-DAOUK, *The World Price of Insider Trading*, in *J. of Fin.*, 2002, p. 75 ss.; BENY, *Insider Trading Laws and Stock Markets Around the World: An Empirical Contribution to the Theoretical Law and Economic Debate*, in *The Journal of Corporation Law*, 2007, p. 237 ss.; EASLEY-O'HARA, *Information and the Cost of Capital*, in *The Journ. of Fin.*, 2004, 1553 ss.

¹⁰ BRUDNEY, *Insiders, Outsiders, cit.*, p. 337. Negli Stati Uniti la tesi in analisi si fonda sulla costruzione dell'abuso di informazioni privilegiate secondo lo schema della c.d. *disclose or abstain rule*, che impone al detentore di notizie riservate di astenersi dall'impiegarle sul mercato ovvero di diffonderle al pubblico degli investitori. Una diversa tesi osserva peraltro come la predetta clausola si risolva, a ben vedere, nel mero divieto di impiego di informazioni privilegiate prima della loro pubblicazione. Invero, da un lato, la diffusione delle notizie *material*, regolata dalla normativa di settore, avviene nel rispetto dell'interesse legittimo dell'emittente alla riservatezza della notizia, sicché non può considerarsi rimessa alla valutazione discrezionale di chiunque ne giunga in possesso; dall'altro lato, non vi sarebbe alcun incentivo alla pubblicazione della notizia riservata da parte dell'*insider*, la cui posizione di vantaggio persiste finché resta esclusiva. Di questa opinione LANGEVOORT, *Insider Trading Regulation, Enforcement and Prevention*, New York, 2007, p. 21 s.; BAINBRIDGE, *The Iconic Insider Trading Cases*, in *UCLA School of Law*, p. 24; DOOLEY, *Enforcement of Insider Trading Restrictions*, in *Virginia Law Review*, 1980, p. 32 s.

sulle notizie che lo riguardano¹¹; una prospettiva, quest'ultima, che riconosce al divieto un'operatività limitata al solo piano privatistico.

Sotto un diverso profilo, si è sostenuto che l'interesse protetto dalla disciplina in materia di *insider trading* non è il patrimonio societario, bensì quello individuale degli investitori, ai quali si vuole garantire una condizione di parità di accesso alle informazioni rilevanti. Tale ultima prospettiva attribuisce al divieto il fine di eliminare il rischio della realizzazione di pratiche scorrette da parte di chi riveste una qualsiasi posizione di vantaggio informativo sul mercato, sia essa legata a una condizione di accesso preferenziale e strutturale ad informazioni sensibili, conseguenza legittima di superiori capacità di analisi ovvero prodotto di circostanze accidentali (c.d. *fairness approach*). L'approccio in esame, diretto alla realizzazione di una parità informativa *ex ante* tra il pubblico degli investitori, è emerso all'interno dell'ordinamento statunitense alle origini della disciplina dell'illecito, da ricondursi all'entrata in vigore della sezione 10(b) del Securities Exchange Act del 1933 e alla successiva adozione, in attuazione di tale disposizione, della *rule 10b-5* ad opera della SEC¹².

Tutte le tesi indicate appaiono oggi superate da un terzo, più recente, orientamento, attualmente dominante sul piano nazionale e sovranazionale, che individua l'interesse tutelato dal divieto di *insider trading* nel bene pubblico e superindividuale dell'integrità del mercato.

Sotto un primo profilo, si è invero evidenziato come le finalità della disciplina dell'abuso di informazioni privilegiate non possano ritenersi coincidenti con quelle perseguite

¹¹ Una tale prospettiva mira a garantire che le informazioni riguardanti l'emittente siano impiegate nell'interesse esclusivo dello stesso e non vengano piegate all'uso personale da parte degli *insider*. All'interno di una simile prospettiva si giustifica la configurazione dell'abuso di informazioni privilegiate quale ipotesi di furto, avanzata dalla dottrina statunitense. Sul punto BAINBRIDGE, *Securities Law, cit.*, p. 174; MACEY, *From Fairness to Contract, cit.*, p. 27. Una critica alla tesi richiamate potrebbe evidenziare, da un lato, come detta lettura in chiave privatistica dell'*insider trading* non sia in grado di spiegare l'illiceità delle condotte dirette ad impiegare informazioni diverse da quelle riferite all'ente (*market information*); dall'altro lato, le prospettazioni indicate omettono di considerare come l'illecito sia suscettibile di trovare integrazione anche nei confronti della persona giuridica, laddove l'abuso di informazioni sia posto in essere a vantaggio dell'ente. Sul punto vengono in rilievo gli artt. 8 e 9 della direttiva 57/2014, oltre all'art. 25-sexies del d.lgs. 8 giugno 2001, n. 231.

¹² Esemplificativa, a tale riguardo, appare la pronuncia resa nel caso *Speed v. Transamerica Corp.*, 99 F. Supp. 828 (D. Del. 1951), che afferma come il divieto di *insider trading* debba intendersi diretto ad "*impedire che l'insediato societario abusi della sua posizione di favore ai fini dell'ottenimento di un vantaggio ingiusto ai danni degli investitori non informati. Esso è un tentativo di realizzare una parità delle bargaining position che renda possibile al pubblico la formulazione di valutazioni corrette ai fini delle decisioni di investimento*". Allo stesso modo si esprimeva altresì il secondo circuito nel noto caso *SEC v. Texas Gulf Sulphur Co.*, 401 F.2D 848 (2D Cir. 1968), secondo cui "*la ratio della rule 10b-5 risiede nella giustificata aspettativa che tutti gli investitori sul mercato di bors abbiano un accesso relativamente eguale alle informazioni rilevanti*". Sul punto si veda BAINBRIDGE, *The Insider Trading Prohibition: A Legal and Economic Enigma*, in *University of Florida Law Review*, 1986, p. 57 s.; PAINTER, *Rule 10b-5: The Recodification Thicket*, in *St. John's L. Rev.*, 1971, p. 699, 713 s.

dalla normativa in materia di trasparenza societaria, in quanto la fattispecie di *insider trading* censura non l'omessa pubblicazione di notizie riservate e rilevanti, ma il loro indebito utilizzo¹³.

Da rigettarsi, in secondo luogo, è anche la tesi che configura il divieto di *insider trading* come presidio a tutela del diritto di proprietà dell'emittente sulle informazioni ad esso inerenti; se infatti, da un lato, la normativa in esame sanziona anche le condotte dirette allo sfruttamento di notizie esterne all'emittente (c.d. *market information*), dunque sottratte al suo ambito di influenza, dall'altro lato la società non appare di per sé estranea alla categoria dei soggetti attivi di reato¹⁴.

Per concludere, occorre osservare che se le considerazioni prima esposte circa l'impossibilità di configurare l'*insider trading* quale fenomeno dannoso nei riguardi dei singoli investitori impedisce di individuare nel divieto una finalità protettiva della sfera patrimoniale degli operatori di mercato, egualmente inammissibile appare la prospettiva che attribuisce al divieto lo scopo di realizzare una condizione di parità informativa tra gli investitori, stante la centralità delle asimmetrie conoscitive nell'ordinario svolgersi delle negoziazioni e la necessità che l'attività di analisi e raccolta di notizie sulle piattaforme finanziarie sia orientata da una legittima prospettiva di guadagno¹⁵.

Superate così le predette interpretazioni, si è fatta breccia nella riflessione dottrinale una distinta opinione, che ravvisa nel divieto di *insider trading* uno strumento essenziale ai fini della tutela del corretto funzionamento del mercato e della fiducia del pubblico degli investitori. Si è invero evidenziato, nell'ambito della tesi in analisi, il rischio che la diffusione di una percezione del mercato finanziario quale contesto aperto a pratiche illecite incida negativamente sulla liquidità del mercato, determinando una fuga di capitali verso forme

¹³ A tale riguardo SEMINARA, *La tutela penale del mercato finanziario*, in PEDRAZZI-ALESSANDRI-FOFFANI-SEMINARA-SPAGNOLO, *Manuale di diritto penale dell'impresa*, 2003, p. 621 s., afferma che “*insider trading e trasparenza societaria non si pongono su un piano di frontale contrapposizione, tale che l'eliminazione del primo determina automaticamente la massima espansione della seconda; al più, può ritenersi che la repressione dell'utilizzazione borsistica di conoscenze privilegiate dovrebbe sopprimere un potenziale ostacolo alla trasparenza societaria e che la sua prevenzione deve attuarsi anche incrementando il flusso dell'informazione*”. Sul punto si rimanda altresì alle considerazioni svolte *sub* nota 11.

¹⁴ Si richiamano, sul punto, le osservazioni svolte alla nota n. 11.

¹⁵ Respingono l'idea che l'interesse tutelato dalla normativa in materia di *insider trading* sia quello della realizzazione di una *par condicio* tra gli investitori SGUBBI-FONDAROLI-TRIPODI, *Diritto penale del mercato finanziario*, 2013, p. 35. Sul punto anche TRIPODI, *Informazioni privilegiate e statuto penale del mercato finanziario*, 2012, p. 15 s., secondo cui “*il mercato finanziario è mercato di informazioni*” e “*l'analisi dell'interazione dei soggetti del mercato finanziario evidenzia la centralità di un connotato intrinseco a quest'ultimo, d qualificarsi – se contenuto in una data misura – come fisiologico. Si allude all'asimmetria informativa*”.

diverse di allocazione del risparmio¹⁶. Alla luce del rilievo che il sistema finanziario riveste nell'ordinamento economico attuale¹⁷, si impone la necessità di sanzionare le condotte di illecito sfruttamento di informazioni privilegiate, anche ricorrendo alla più afflittiva delle misure punitive, al fine di garantire la salubrità delle piattaforme di negoziazione e la conformità del loro operare a canoni di equità e giustizia¹⁸.

2. Le indicazioni eurounitarie in materia di *market abuse*.

Gli esiti raggiunti dalla riflessione dottrinale sul tema della *ratio* del divieto di *insider trading* sono stati condivisi anche dal legislatore europeo.

Occorre a questo riguardo osservare come l'opera di armonizzazione delle normative nazionali in materia di regolazione del mercato finanziario - settore comprensivo della disciplina del *market abuse* - abbia trovato origine nella direttiva 89/592/CEE, che per prima ha imposto l'introduzione negli ordinamenti nazionali della fattispecie di *insider trading*, trovando attuazione sul piano interno con l. 17 maggio 1991, n. 157. Ad essa è seguita alcuni anni più tardi la direttiva n. 6 del 2003 (*Market Abuse Directive*), che rappresenta il primo tentativo di delineare un sistema integrato di prevenzione e sanzione delle condotte integranti abuso di mercato.

Scopo della MAD era quello di approntare una disciplina completa di regolazione delle piattaforme finanziarie, volta a garantire le condizioni di efficienza e trasparenza essenziali alla costruzione di un mercato unico solido e aperto alla competizione internazionale¹⁹.

Alla direttiva n. 6/2003, attuata nell'ordinamento interno con legge 18 aprile 2005, n. 62, è seguita, da ultimo, la direttiva n. 57 del 2014, costituente parte di un corpus normativo,

¹⁶ Così, tra gli altri, SGUBBI-FONAROLI-TRIPODI, *op. cit.*, p. 34 s.; LOSS, *The Fiduciary Concept as applied To Trading by Corporate "Insiders" In the United States*, in *The Modern Law Review*, 1970, p. 86; BAGBY, *The Evolving Controversy over Insider Trading*, in *Am. Bus. L. J.*, 1987, p. 571 s.; BRUDNEY, *Insiders, Outsiders*, *cit.*, p. 322; KARJALA, *Statutory Regulation*, *cit.*, p. 627 ss.

¹⁷ Sul punto D'ALESSANDRO, *Regolatori del mercato, enforcement e sistema penale*, 2014, p. 5 ss.

¹⁸ Sul problema della configurabilità degli interessi superindividuali quali beni giuridici suscettibili di tutela penale TRIPODI, *Informazioni privilegiate*, *cit.*, p. 71 ss.

¹⁹ Sul punto D'ALESSANDRO, *Regolatori del mercato*, *cit.*, p. 28 s. rileva che "la creazione di un mercato effettivamente unitario (...) è un obiettivo realisticamente raggiungibile soltanto attraverso l'individuazione di regole comuni che, da un lato, definiscano quali sono le fattispecie da censurare e, dall'altro, offrano principi guida in base ai quali costruire – recependoli all'interno dell'ordinamento nazionale – sia l'assetto sanzionatorio di natura criminale (...) sia quello di natura amministrativa". Da osservare come alla MAD siano seguite due direttive c.d. di secondo livello, la prima volta a delineare le nozioni di informazione privilegiata e di manipolazione del mercato (direttiva n. 124/2003), la seconda regolante la diffusione di raccomandazioni di investimento e la comunicazione dei conflitti di interesse (direttiva n. 125/2003).

comprensivo del regolamento n. 596 del 2014, diretto a realizzare una maggiore armonizzazione delle normative nazionali attraverso la predisposizione di un sistema integrato di misure penali e amministrative, volto a perfezionare e ad aggravare la disciplina previgente allo scopo di sanare le inefficienze cui questa aveva dato luogo.

Rimandando momentaneamente l'esame del contenuto dispositivo della normativa da ultimo richiamata per concentrarci sulle finalità che l'hanno animata, pare opportuno osservare come già la direttiva n. 6/2003 individuasse nella fiducia del pubblico degli investitori e nell'integrità del mercato gli interessi perseguiti dalla disciplina in tema di abusi di mercato. Chiaro, a tale riguardo, risultava il considerando n. 2 della MAD che, sulla scorta della considerazione secondo cui non può esistere un mercato efficiente senza che se ne assicuri l'integrità, individuava l'esigenza di sanzionare le condotte abusive idonee ad incidere negativamente sull'integrità dei mercati finanziari e sulla fiducia del pubblico nei valori mobiliari²⁰. Rilevante, sul punto, era anche il considerando n. 15, che affermava come le condotte di *market abuse* si configurino quali “ostacoli alla reale e piena trasparenza del mercato”, requisito fondamentale “perché tutti gli operatori economici siano in grado di operare su mercati finanziari integri”²¹. Una volta individuati gli interessi oggetto di tutela, la direttiva proseguiva nel prevedere misure non solo sanzionatorie, ma anche preventive delle condotte di abuso di informazioni privilegiate e manipolazione del mercato, imperniate sull'intervento di un'autorità amministrativa pubblica preposta ad un'attività di vigilanza e di repressione dei fatti costituenti illecito²².

²⁰ La disposizione affermava nello specifico che “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”.

²¹ Considerando n. 15. Pare opportuno osservare, sul punto, che TRIPODI, *Informazioni privilegiate*, cit., p. 16 definisce il valore della trasparenza come “*il processo di sublimazione in chiave pubblicitica di interessi individuali all'informazione nel mercato, risultano quindi espressivo di un interesse collettivo all'informazione la cui fisionomia primigenia è rintracciabile nella corrispondente posizione individuale*”.

²² A tale proposito i considerando n. 36 e 37 della MAD affermavano che “*in ogni Stato membro dovrebbe essere designata un'unica autorità competente, cui spetti almeno la responsabilità finale di controllare il rispetto delle disposizioni adottate ai sensi della presente direttiva, nonché la collaborazione internazionale. Tale autorità dovrebbe avere carattere di organo amministrativo, affinché ne sia garantita l'indipendenza nei confronti degli operatori economici e siano prevenuti i conflitti di interessi (...). Il conferimento all'autorità competente di ogni Stato membro di un insieme minimo comune di strumenti e poteri forti garantirà l'efficacia della sua opera di vigilanza. I gestori di mercato e tutti gli operatori economici dovrebbero parimenti contribuire, ai rispettivi livelli, all'integrità del mercato. Sotto questo profilo, la designazione di un'unica autorità competente per gli abusi di mercato non esclude legami di collaborazione o deleghe sotto la responsabilità dell'autorità competente, tra tale autorità e gestori di mercato, al fine di garantire un efficace controllo del rispetto delle disposizioni adottate ai sensi della presente direttiva*”.

Le considerazioni espone ricompaiono nei medesimi termini nella direttiva n. 57/2014. Il considerando n. 1, in particolare, dopo aver riconosciuto come il regolare funzionamento delle piattaforme finanziarie e la fiducia del pubblico nel corretto operare dei mercati costituiscano fattori essenziali di crescita e di benessere economico, individua l'integrità del mercato quale necessario presupposto di tali elementi, prescrivendone la tutela attraverso un'opera di contrasto delle condotte di abuso di mercato.

Dopo aver osservato come la direttiva n. 6/2003 abbia rafforzato il quadro giuridico europeo in materia di *market abuse*, imponendo agli Stati non solo di prevedere delle fattispecie amministrative a presidio degli interessi dell'Unione - lasciando loro la facoltà di affiancarvi fattispecie di natura penale -, ma anche di garantire che le autorità nazionali competenti dispongano dei poteri necessari ad individuare e monitorare le condotte suscettibili di integrare abuso di mercato²³, la direttiva passa in rassegna i nodi problematici cui l'attuazione della MAD aveva dato luogo.

Si è così sottolineato, da un lato, come l'imposizione di sanzioni amministrative non sia valsa a produrre un adeguato effetto dissuasivo rispetto alla commissione di fatti di *insider trading* e manipolazione del mercato, specialmente laddove le autorità nazionali preposte alla vigilanza su tali condotte risultavano prive dei poteri a ciò necessari²⁴. In secondo luogo, l'attuazione delle indicazioni europee all'interno degli ordinamenti nazionali è avvenuta in maniera estremamente eterogenea, sì da determinare la contrapposizione tra apparati sanzionatori estremamente severi e compendi punitivi irrisori, circostanza che ha favorito pratiche di *forum shopping* incompatibili con l'idea di mercato interno unitario che si voleva realizzare²⁵. Da ciò derivava la necessità di delineare criteri direttivi atti a garantire una

²³ Così il considerando n. 2.

²⁴ A tale riguardo il considerando n. 3 evidenzia che il gruppo de Larosiere, incaricato dalla Commissione Europea di delineare una strategia volta al rafforzamento della vigilanza finanziaria ai fini della garanzia di una maggiore solidità delle piattaforme di scambio, ha affermato come “*le autorità di vigilanza dovessero essere dotate dei poteri necessari per intervenire e che dovessero esservi regimi sanzionatori uniformi, severi e dissuasivi per tutti i reati finanziari, sanzioni che dovrebbero essere attuate efficacemente, al fine di preservare l'integrità del mercato*”, constatando peraltro la debolezza e l'eterogeneità dei regimi sanzionatori degli Stati membri. Sul punto si veda anche il considerando n. 5.

²⁵ Il considerando n. 4, a tale proposito, afferma come lo studio della previsione di sanzioni amministrative all'interno degli ordinamenti nazionali, imposta dalla direttiva 2003/6/CE, abbia rivelato “*che non tutte le autorità nazionali competenti disponevano dei poteri necessari per rispondere agli abusi di mercato con le sanzioni appropriate. In particolare, non tutti gli Stati membri prevedevano sanzioni amministrative pecuniarie per l'abuso di informazioni privilegiate e la manipolazione del mercato e il livello delle sanzioni variava considerevolmente da uno Stato membro all'altro. È pertanto necessario un nuovo atto legislativo al fine di garantire norme minime comuni nell'Unione*”. A tale riguardo il considerando n. 7 ha così evidenziato che “*l'assenza di un regime comune*

maggior uniformità degli ordinamenti nazionali nell'ottica di una più corretta operatività del mercato interno; criteri che, contrariamente alle indicazioni contenute nella MAD, promuovessero la previsione di fattispecie penali a presidio degli interessi dell'Unione, ritenute indispensabili a contrastare in modo efficace (almeno) le condotte gravi di abuso di mercato²⁶.

Così descritto il quadro normativo europeo in tema di *market abuse*, occorre osservare come il legislatore nazionale abbia lasciato decorrere il termine di recepimento della direttiva n. 57/2014 e del regolamento n. 596/2014, fissato nel luglio 2016²⁷. Dopo diversi tentativi di riordino della disciplina interna rimasti incompiuti²⁸, la direttiva, ad oggi, permane inattuata, mentre il regolamento ha trovato parziale esecuzione per effetto del d.lgs. 10 agosto 2018, n. 107, emanato in attuazione della legge di delegazione europea 25 ottobre 2017, n. 163. La riforma insiste principalmente sulla fattispecie amministrativa di *insider trading*, contenendo alcune previsioni che toccano lateralmente la disciplina penale.

La recente adozione del provvedimento, insieme alla sua limitata portata innovativa, rendono opportuno esaminare gli elementi costitutivi delle fattispecie di *insider trading* principiando dall'analisi di quella che è stata la disciplina vigente fino al 29 settembre 2018 - termine di entrata in vigore del d.lgs. 107//2018 -, avendo trovato origine in tale contesto regolatorio le principali criticità che oggi connotano la disciplina domestica in tema di *market abuse*. Nel prosieguo della trattazione, si darà conto di quelle che sono le innovazioni imposte a livello europeo, dei - limitati - correttivi finora apportati dal legislatore nazionale e, conseguentemente, dei profili su cui permane la necessità di una riforma.

di sanzioni penali nell'Unione offre l'opportunità agli autori di abusi di mercato di approfittare dei regimi meno rigorosi in alcuni Stati membri".

²⁶ Il considerando n. 6 sul punto afferma che "introducendo sanzioni penali almeno per le forme gravi di abusi di mercato, si stabiliscono confini chiari per i tipi di comportamenti che sono ritenuti particolarmente inaccettabili e si trasmette al pubblico e ai potenziali contravventori il messaggio che tali comportamenti sono considerati molto seriamente dalle autorità competenti". A tale riguardo anche il considerando n. 7, secondo cui "l'irrogazione di sanzioni penali per gli abusi di mercato avrà un effetto dissuasivo maggiore sui potenziali contravventori".

²⁷ Si veda, sul punto, l'art. 13 della direttiva n. 57/2014. Nonostante l'astratta idoneità del regolamento (UE) n. 596/2014 a trovare diretta applicazione all'interno degli ordinamenti nazionali indipendentemente da atti di recepimento interno, è stato riconosciuto anche in riferimento a tale fonte normativa l'obbligo, per il legislatore nazionale, di darvi specifica attuazione, contenendo lo stesso plurime previsioni prive della natura precisa necessaria a riconoscerne carattere *self-executing*, nonché disposizioni rivolte, anziché ai cittadini dell'Unione, direttamente agli Stati membri. Sul punto SCOLETTA, *Doppio binario sanzionatorio e ne bis in idem nella nuova disciplina eurounitaria degli abusi di mercato*, in *Società*, 2016, p. 218 ss.

²⁸ Si rinvia, sul punto, al par. 5.

3. L'analisi della fattispecie: i soggetti attivi.

È noto come all'interno dell'ordinamento nazionale l'*insider trading* si configuri quale reato proprio. Pur facendo ricorso al termine "chiunque", l'art. 184 del testo unico della finanza (d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58) sanziona l'abuso di informazioni privilegiate – tipizzato nelle condotte di sfruttamento borsistico di notizie riservate, di comunicazione e di raccomandazione all'investimento – laddove posto in essere da categorie soggettive definite, componenti la classe dei c.d. *insider* primari. Con l'espressione richiamata si identificano coloro i quali, in ragione delle funzioni svolte all'interno di un emittente o dell'attività lavorativa esercitata all'esterno di esso, ma in settori tali da garantire un accesso privilegiato a notizie di rilievo, si trovano a rivestire una posizione di vantaggio informativo c.d. immeritato, in quanto detenuta non in ragione di attività di studio e ricerca ma per scopi di tipo professionale, estranei a finalità di profitto individuale.

Si comprende così come il divieto di *insider trading*, nella formulazione attualmente in vigore, si intenda diretto a sanzionare non il mero impiego sul mercato finanziario di informazioni riservate e rilevanti, ma l'abuso di posizione posto in essere da tutti coloro i quali sfruttano per fini di utilità personale una condizione di vantaggio informativo strutturale rispetto al pubblico degli investitori, in quanto tale non superabile con mezzi leciti.

È alla luce di tale prospettiva che deve leggersi l'affiancamento, alla fattispecie penale richiamata, dell'illecito amministrativo di cui all'art. 187 *bis* del d.lgs. 58/1998²⁹, che si rivolge

²⁹ La norma, nella formulazione introdotta con l. 18 aprile 2005, n. 62, rifletteva il testo della disposizione penale, prevedendo che "salve le sanzioni penali quando il fatto costituisce reato, è punito con la sanzione amministrativa pecuniaria da euro ventimila a euro tre milioni chiunque, essendo in possesso di informazioni privilegiate in ragione della sua qualità di membro di organi di amministrazione, direzione o controllo dell'emittente, della partecipazione al capitale dell'emittente, ovvero dell'esercizio di un'attività lavorativa, di una professione o di una funzione, anche pubblica, o di un ufficio: a) acquista, vende o compie altre operazioni, direttamente o indirettamente, per conto proprio o per conto di terzi su strumenti finanziari utilizzando le informazioni medesime; b) comunica informazioni ad altri, al di fuori del normale esercizio del lavoro, della professione, della funzione o dell'ufficio; c) raccomanda o induce altri, sulla base di esse, al compimento di taluna delle operazioni indicate nella lettera a) 2. La stessa sanzione di cui al comma 1 si applica a chiunque essendo in possesso di informazioni privilegiate a motivo della preparazione o esecuzione di attività delittuose compie taluna delle azioni di cui al medesimo comma 1. 3. Ai fini del presente articolo per strumenti finanziari si intendono anche gli strumenti finanziari di cui all'articolo 1, comma 2, il cui valore dipende da uno strumento finanziario di cui all'articolo 180, comma 1, lettera a). 4. La sanzione prevista al comma 1 si applica anche a chiunque, in possesso di informazioni privilegiate, conoscendo o potendo conoscere in base ad ordinaria diligenza il carattere privilegiato delle stesse, compie taluno dei fatti ivi descritti. 5. Le sanzioni amministrative pecuniarie previste dai commi 1, 2 e 4 sono aumentate fino al triplo o fino al maggiore importo di dieci volte il prodotto o il profitto conseguito dall'illecito quando, per le qualità personali del colpevole ovvero per l'entità del prodotto o del profitto conseguito dall'illecito, esse appaiono inadeguate anche se applicate nel massimo. 6. Per le fattispecie previste dal presente articolo il tentativo è equiparato alla consumazione".

non solo agli *insider* primari già destinatari della sanzione penale - previsione che ha dato adito ai noti problemi legati alla violazione da parte della normativa interna del divieto di *bis in idem* contemplato in sede sovranazionale³⁰ -, ma anche ai c.d. *insider* secondari; espressione, quest'ultima, che individua i soggetti che non dispongono di un accesso immediato a informazioni privilegiate e acquistano una condizione di vantaggio conoscitivo in modo indiretto, cioè in forza di una comunicazione proveniente da un *insider* primario (*tippee*), ovvero per circostanze di tipo fortuito (*insider* occasionali)³¹.

Ebbene, se le ragioni della previsione di un doppio binario sanzionatorio nei riguardi degli *insider* primari appaiono attualmente oggetto di discussione nel panorama giurisprudenziale interno e sovranazionale, risulta invece agevole comprendere come il più lieve trattamento sanzionatorio destinato ai *tippee* si spieghi alla luce del minor disvalore racchiuso nelle condotte di sfruttamento di informazioni privilegiate ad essi ascrivibili³². E invero, se in accordo alla tesi attualmente maggioritaria il bene giuridico tutelato dal divieto di *insider trading* deve ravvisarsi non in un'utopistica parità informativa tra gli investitori, ma nel corretto funzionamento del mercato, fondato su una condizione di equità delle possibilità di accesso alle informazioni rilevanti, appare evidente l'opportunità di sottrarre alla sanzione penale quanti facciano di uso di notizie riservate ottenute non in forza di una posizione di vantaggio informativo fisiologica e funzionale, ma attraverso canali indiretti e occasionali. Il legislatore del 2005, pur individuando nell'indebito utilizzo dell'informazione l'elemento attorno al quale si racchiude l'illiceità della condotta di *insider trading*, ha deciso di ancorare la sanzione penale a un elemento aggiuntivo di disvalore, individuato nella violazione di un dovere di correttezza gravante sull'insediato in forza dell'attività svolta.

Da notare che, all'interno del dibattito inerente la coerenza di un sistema penale unitario rispetto all'esigenza di tutela del bene giuridico dell'integrità del mercato, sul quale si sono registrate posizioni divergenti³³, è stato evidenziato come la disciplina introdotta nel 2005 abbia

³⁰ Si rimanda, sul punto, all'analisi svolta al capitolo III.

³¹ Si pensi al soggetto che su un treno si trovi ad ascoltare una conversazione tra due *insider* ovvero - ipotesi contemplata dalla letteratura statunitense - all'inseriente che rinventa nel cestino della carta documenti sensibili riguardanti imminenti operazioni finanziarie.

³² E invero, come si è avuto modo di constatare, a differenza di quanto accade con il reato di manipolazione del mercato, in riferimento al quale la condotta sanzionata in via amministrativa appare più ampia di quella tipizzata in sede penale, vi è una perfetta sovrapposizione tra le fattispecie di *insider trading* previste in sede penale e amministrativa, di talché al *tippee* possono essere contestate le medesime condotte previste all'art. 184 t.u.f.

³³ Da un lato, invero, si collocava la tesi che giustificava la previsione di una medesima risposta sanzionatoria in ordine alle condotte di abuso poste in essere dagli insediati primari e secondari proprio alla luce del bene giuridico

inteso scongiurare il rischio di un'exasperazione etica del divieto di abuso di informazioni privilegiate, riequilibrando il rigore del regime introdotto dall'art. 2 della legge n. 157 del 1991, solo parzialmente corretto dall'art. 180 del d.lgs. n. 58/1998³⁴.

La formulazione originaria della fattispecie di *insider trading* prevedeva invero l'estensione del divieto, individuato per gli *insider* istituzionali all'art. 2 co. 1 della l. 157/1991, a chiunque ottenga informazioni privilegiate direttamente o indirettamente e ne faccia uso nella consapevolezza della loro riservatezza (art. 2 co.4). Il livellamento della risposta sanzionatoria era espressione della prospettiva che individua l'intero disvalore della condotta illecita nell'impiego dell'informazione privilegiata, giudicando irrilevanti le modalità di acquisto della stessa e la qualità del soggetto agente³⁵.

Un simile assetto, connotato da una rigidità che mal si concilia con i principi di proporzionalità e sussidiarietà della sanzione penale, è stato parzialmente riequilibrato con l'entrata in vigore del d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, che all'art. 180 co. 2 prevedeva il rilievo penale, oltre che delle condotte di abuso commesse dagli *insider* primari, anche dell'impiego borsistico di notizie posto in essere dagli *insider* secondari, così sancendo la liceità delle condotte di comunicazione e raccomandazione di investimento ove realizzate da questi ultimi³⁶;

tutelato dalla normativa in tema di *market abuse*, osservando come “*la scelta di un sistema indifferenziato discende dall'attenzione al bene giuridico di riferimento, ossia, secondo l'espressione di sintesi, il corretto funzionamento del mercato, il cui fenomeno offensivo, in sé valutato, si verifica a prescindere dalle peculiarità riscontrabili nelle posizioni degli agenti*” (TRIPODI, *Informazioni, cit.*, p. 193). Dall'altro lato, si segnalava invece il rischio di un'eccessiva “eticizzazione” del divieto di *insider trading* insito nella descritta prospettiva livellatrice e si evidenziava la necessità di calibrare diversamente il trattamento sanzionatorio delle condotte di abuso ove realizzate dagli *insider* primari ovvero secondari; ciò anche alla luce della circostanza che “*la credibilità del mercato di borsa e la sua integrità sembrano fondarsi soprattutto sulla correttezza di coloro che vi svolgono un ruolo particolarmente significativo a causa della posizione rivestita all'interno della società o della funzione professionale esercitata*” (SEMINARA, *Insider trading e diritto penale*, 1989, p. 142).

³⁴ Così SEMINARA, *Insider trading, cit.*, p. 317 s., il quale evidenzia come all'interno dell'abuso c.d. funzionale di informazioni privilegiate sia possibile cogliere “*anche la violazione di un dovere di correttezza e riservatezza che rende illecita l'utilizzazione del vantaggio conoscitivo e si riflette sull'oggettiva gravità del fatto, legittimandone l'incriminazione*”. Da notare che l'assetto descritto si discosta dalla disciplina prevista in altri ordinamenti europei, quale quello anglosassone, che si richiamano al canone della parità informativa e che estendendo il divieto di *insider trading* nei confronti di chiunque detenga informazioni privilegiate e ne faccia impiego nella consapevolezza del loro carattere riservato. Sul punto D'ALESSANDRO, *Regolatori del mercato, cit.*, p. 375 ss.

³⁵ Sul punto TRIPODI, *Informazioni, cit.*, p. 195 evidenzia come la normativa indicata consentisse di raggiungere con la sanzione penale anche le condotte di abuso poste in essere dai c.d. *second generation tippee*, ossia quei soggetti che ottengono informazioni privilegiate da altri *tippee*.

³⁶ La disposizione indicata, attuativa dell'art. 4 della direttiva n. 592/1989, era stata salutata con favore da coloro i quali individuavano il disvalore delle condotte di *tippling* e *tuyautage* nella violazione di un dovere di riservatezza, gravante in capo agli *insider* primari in forza dell'attività professionale svolta e idoneo a fondare una posizione di garanzia in ordine alla segretezza delle notizie possedute (così NAPOLEONI, *Insider trading e aggio su strumenti finanziari (artt. 180-187)*, 1998, p. 188). In senso contrario TRIPODI, *Informazioni, cit.*, p. 198 s.

la circostanza aggravante di cui all'art. 180 co. 4 (limitata alla sola pena pecuniaria), legata alla qualità del colpevole, consentiva inoltre di differenziare la risposta sanzionatoria alla luce della veste ricoperta dal soggetto agente.

Se la calibrazione della risposta sanzionatoria ha raggiunto il suo compimento con l'entrata in vigore della legge 18 aprile 2005, n. 62 - e la delineazione del doppio binario sanzionatorio oggi vigente -, occorre osservare come l'assetto attuale sia destinato ad essere riformato per effetto dell'attuazione degli strumenti normativi recentemente adottati in sede europea. E invero la direttiva n. 57/2014, invertendo le indicazioni fornite dalla MAD, non solo ha imposto agli Stati nazionali l'individuazione di fattispecie penali a presidio degli interessi finanziari dell'Unione - prevedendo la facoltà di affiancarvi una fattispecie amministrativa, sebbene nel rispetto del divieto di *bis in idem*³⁷ -, ma ha anche disposto l'ampliamento dell'ambito applicativo della sanzione più afflittiva al fine di includervi, oltre alle condotte di abuso poste in essere dagli insediati primari, anche quelle commesse dagli *insider* secondari³⁸. E' agevole comprendere come tali previsioni porteranno il legislatore italiano a ristabilire l'assetto originario della normativa, introdotto con legge n. 157/1991, e a suscitare le medesime critiche mosse alla disciplina previgente, incentrate sull'inammissibilità della prospettiva mirante alla realizzazione di una parità informativa tra gli investitori, ispiratrice del regime indicato, a fronte delle inevitabili divergenze, informative e operative, che connotano le

afferma che, da un lato, il disvalore delle condotte di comunicazione, diretta e indiretta, di informazioni privilegiate non può individuarsi solo nella violazione di un dovere di riservatezza, apparendo il divieto teso, più in generale, ad impedire la formazione di condizioni di privilegio informativo c.d. immeritato; dall'altro lato, una normativa così congegnata determina un consistente pericolo di elusione, essendo sufficiente al *tippee* comunicare a terzi la notizia in suo possesso per consentirne l'impiego.

³⁷ Sul punto viene in rilievo il considerando n. 22, secondo cui gli obblighi previsti dalla 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, salvo che gli Stati membri non abbiano deciso, conformemente al regolamento (UE) n. 596/2014, di prevedere per tali violazioni unicamente sanzioni penali nel loro ordinamento nazionale". Rilevante è anche il considerando n. 23, che afferma come "l'ambito di applicazione della presente direttiva è determinato in modo da integrare e garantire l'effettiva attuazione del regolamento (UE) n. 596/2014. Mentre le condotte illecite commesse con dolo dovrebbero essere punite conformemente alla presente direttiva almeno nei casi gravi, le sanzioni per le violazioni del regolamento (UE) n. 596/2014 non richiedono che sia comprovato il dolo o che gli illeciti siano qualificati come gravi. Nell'applicare la normativa nazionale di recepimento della presente direttiva, gli Stati membri dovrebbero garantire che l'irrogazione di sanzioni penali per i reati ai sensi della presente direttiva e di sanzioni amministrative ai sensi del regolamento (UE) n. 596/2014 non violi il principio del *bis in idem*".

³⁸ Assume rilievo, a tale riguardo, l'art 3 co. 3 ult. periodo della direttiva, secondo cui il divieto di abuso di informazioni privilegiate trova applicazione nei confronti di "chiunque abbia ottenuto informazioni privilegiate in ragione di circostanze diverse da quelle indicate al primo comma e sia a conoscenza del carattere privilegiato di tali informazioni".

piattaforme finanziarie e che, a seguito dell'avvento di tecniche di negoziazione automatizzate, appaiono oggi ancora più marcate che in passato³⁹.

3.1. L'insider primario.

Prima di procedere all'analisi dell'assetto normativo delineato dalla direttiva n. 57/2014, pare opportuno esaminare rapidamente le classi di soggetti attivi contemplate dalla disciplina vigente.

Come anticipato, la categoria cui attualmente il divieto di *insider trading* si rivolge in maniera esclusiva è quella degli *insider* primari, individuati sulla base del nesso funzionale che li avvince a una condizione di vantaggio informativo c.d. strutturale⁴⁰. L'analisi dell'art. 184 del d.lgs. 58/1998, che riproduce pedissequamente le disposizioni della direttiva n. 6/2003⁴¹, consente di individuare, all'interno della categoria in esame, due classi di individui, ossia i *corporate insider* e i *temporary insider*; mentre i primi si connotano per la titolarità di un rapporto stabile con l'emittente, di carattere associativo o professionale, i secondi operano al di fuori della società ma nell'ambito di settori che consentono agilmente di giungere in possesso di informazioni sensibili⁴².

Tra i *corporate insider* vanno annoverati, in particolare, i membri degli organi di amministrazione, direzione e controllo dell'emittente, oltre ai partecipanti al capitale sociale. Tra i *temporary insider*, invece, si collocano coloro i quali esercitano un'attività lavorativa, una professione o una funzione, anche pubblica, che agevoli la conoscenza di informazioni suscettibili di sfruttamento sul mercato finanziario. *Insider* temporanei sono, nello specifico, gli avvocati, i consulenti e i professionisti che collaborano con l'emittente, così come i dipendenti di istituti bancari che siano coinvolti in operazioni riguardanti la società.

Pare opportuno rilevare a questo punto come la dottrina maggioritaria faccia ricorso alla contemplazione, all'interno della fattispecie di reato, dei *temporary insider* per sostenere

³⁹ Per l'analisi del tema riguardante lo sviluppo tecnologico delle piattaforme finanziarie e le sfide da ciò derivanti sul piano regolamentare si rimanda al Capitolo II, par. 6 ss.

⁴⁰ Così MUCCIARELLI, *Sub art. 184*, in FRATINI-GASPARRI (a cura di), *Il testo unico della finanza*, 2012, p. 2351 ss.; SGUBBI-FONDAROLI-TRIPODI, *Diritto penale*, cit., p. 37.

⁴¹ Viene in rilievo a tale riguardo l'art. 2 della direttiva n. 6/2003, secondo cui il divieto di abuso di informazioni privilegiate si applica a "chiunque possieda tali informazioni: a) a motivo della sua qualità di membro degli organi di amministrazione, di direzione o di controllo dell'emittente, ovvero b) a motivo della sua partecipazione al capitale dell'emittente, ovvero c) per il fatto di avere accesso a tali informazioni a motivo del suo lavoro, della sua professione e delle sue funzioni, ovvero d) in virtù delle proprie attività criminali".

⁴² MUCCIARELLI, *Sub. art. 184*, cit., p. 2353.

l'estensione dell'ambito applicativo del divieto di *insider trading* a coloro i quali operano come *corporate insider* di un emittente diverso da quello a cui si riferiscono le notizie oggetto di sfruttamento, in tal modo colmando una lacuna emergente da un'interpretazione letterale dell'art. 184 t.u.f. Si pensi invero all'ipotesi in cui l'amministratore di un emittente in procinto di lanciare un'o.p.a. acquisti titoli della società bersaglio prima dell'annuncio dell'operazione, al fine di rivenderli subito dopo e avvantaggiarsi in tal modo del maggior valore degli strumenti nel frattempo maturato. Se la lettera dell'art. 184 d.lgs. 58/1998 non consente di sanzionare tale soggetto come *insider* primario, stante la sua estraneità all'emittente cui si riferisce la notizia impiegata, a garantire la sua soggezione al divieto è l'ultimo periodo della norma, che permette di configurare tale individuo quale soggetto in possesso di informazioni rilevanti *in ragione dell'esercizio di un'attività lavorativa di una professione o di una funzione, anche pubblica, o di un ufficio*⁴³.

Ebbene, la centralità assunta, all'interno della fattispecie, dal nesso strumentale sussistente tra la funzione svolta dal soggetto agente e le informazioni privilegiate in suo possesso è efficacemente espressa dall'art. 184, che rivolge il divieto a quanti siano nella disponibilità di notizie riservate e rilevanti *in ragione* delle attività sopra indicate⁴⁴. Deve pertanto ritenersi l'irrilevanza, ai fini dell'art. 184 t.u.f., di ogni condizione di superiorità informativa di natura occasionale, ossia ottenuta al di fuori dei canali di apprendimento tipici della funzione svolta dall'insediato, il cui sfruttamento è destinato a soggiacere alle sanzioni amministrative previste all'art. 187 *bis* d.lgs. 58/1998.

Così definita la classe dei *corporate insider*, appare rilevante osservare come a tale categoria l'art. 184 co. 2 accosti quella dei *criminal insider*. L'espressione indica quanti commettano una delle condotte tipiche di abuso di informazioni vertendo in una condizione di privilegio informativo "a motivo della preparazione o esecuzione di attività delittuose". La disposizione, introdotta con legge 18 aprile 2005, n. 62 in attuazione della direttiva n. 6 del 2003⁴⁵, rispondeva all'obiettivo di colpire le condotte di speculazione finanziaria legate a

⁴³ Così D'ALESSANDRO, *Regolatori del mercato*, cit., p. 130; MUCCIARELLI, *Sub art. 184*, cit., p. 2352 s.

⁴⁴ Sul punto MUCCIARELLI, *Sub art. 184*, cit., p. 2354 afferma come "il possesso della notizia – per essere rilevante al cospetto della legge penale – deve tuttavia essere stato acquisito in ragione dell'attività lavorativa: non dunque un rapporto di occasionalità, bensì un collegamento che, esprimendo un legame strumentale fra l'attività lavorativa e il momento genetico dell'apprendimento della notizia, assicura alla fattispecie rigidità e puntualità, garantendo alla clausola in discorso la sua funzione selettiva".

⁴⁵ È invero l'art 2, co. 1 lett. d) della direttiva n. 6 del 2003 a sanzionare l'abuso di informazioni privilegiate ottenute dal soggetto agente "in virtù delle proprie attività criminali".

fenomeni di terrorismo e volte, nello specifico, allo sfruttamento della consapevolezza di imminenti attacchi nella compravendita di strumenti mobiliari⁴⁶.

Non può non notarsi come la previsione della categoria soggettiva indicata abbia l'effetto di spostare il fulcro della disciplina degli abusi di mercato, che appare diretta a censurare, in questo caso, non l'abuso di una condizione strumentale di vantaggio informativo, ma lo sfruttamento di informazioni riguardanti l'imminente commissione di attività criminose⁴⁷. Il superamento del criterio dell'abuso di posizione appare peraltro giustificarsi alla luce dell'opportunità di assoggettare a sanzione penale condotte connotate da una marcata attitudine offensiva, che le accomuna alle fattispecie costituenti l'oggetto primigenio del reato evidenziando, in tal modo, l'inadeguatezza delle misure amministrative previste agli artt. 187 *bis* ss. t.u.f.

Tale ultimo rilievo ha condotto l'interpretazione dottrinale ad estendere l'ambito applicativo della nozione di *insider trading* criminale, che oggi non solo comprende lo sfruttamento di informazioni concernenti la preparazione e l'esecuzione di delitti diversi da quelli di matrice terroristica, ma si rivolge anche a chi, oltre ad impiegare notizie riguardanti la commissione di attività criminali, sfrutti sul mercato informazioni aventi oggetto diverso, ma carpite con modalità illecite⁴⁸.

⁴⁶ Il considerando n. 14 della direttiva n. 6 del 2003 afferma invero che “la direttiva dà riscontro alle preoccupazioni espresse dagli Stati membri in seguito agli attacchi terroristici dell'11 settembre 2001 per quanto riguarda la lotta al finanziamento delle attività terroristiche”. Il considerando n. 17, dall'altra parte, prevede 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”.

⁴⁷ A tale riguardo MUCCIARELLI, *Sub art. 184, cit.*, p. 2327 evidenzia come il *criminal insider* individuato dalla normativa sovranazionale si configuri quale ipotesi di *insider* di se stesso, il cui assoggettamento a sanzione penale “*dipende dal fatto che l'oggetto della conoscenza ulteriore consiste nel compimento di un'attività delittuosa*”. Per un esame più ampio del problema legato alla punibilità del c.d. *insider* di se stesso si rinvia al capitolo II, par. 5.

⁴⁸ A sostegno di tale interpretazione BRUSEGAN, *Nuove frontiere in materia di insider trading, verso una regolamentazione europea omogenea?* in *archivio penale* 2015(1), p. 7, nota 15. Critico, sul punto, SEMINARA, *Disclose or abstain? La nozione di informazione privilegiata tra obblighi di comunicazione al pubblico e divieti di insider trading. Riflessioni sulla determinatezza delle fattispecie sanzionatorie*, in *Banca Borsa e Titoli di credito*, 2008, p. 357, secondo cui “*nelle intenzioni del legislatore comunitario la figura del criminal insider (...) si riferisce a qualsiasi tipologia delittuosa la cui preparazione o esecuzione dia vita essa stessa ad un'informazione privilegiata, consistente nella prevedibilità dei sensibili effetti di mercato conseguenti alla realizzazione della condotta*”; ne discende che “*il solo limite alla configurabilità della fattispecie è costituito dall'esigenza che ricorra uno sfruttamento borsistico dell'informazione ovviamente ulteriore alla commissione del reato e che tale informazione abbia ad oggetto la previsione degli effetti di mercato conseguenti al reato stesso; donde l'esclusione dei casi in cui il profitto dell'agente discenda proprio dalla condotta illecita, come avviene nella manipolazione di mercato*”.

Così intesa, la previsione del *criminal insider* all'interno della categoria dei soggetti attivi del reato di abuso di informazioni privilegiate sembra perseguire le medesime finalità sottese all'enucleazione, ad opera dell'interpretazione statunitense, della c.d. *misappropriation theory*; nel traslare la violazione del dovere fiduciario dell'insediato - fondante l'intero impianto regolatorio statunitense del *market abuse* - dal piano dei rapporti con l'emittente a quello concernente la relazione sussistente con la fonte della notizia riservata⁴⁹, la tesi indicata ha consentito invero di ampliare l'ambito applicativo della sezione 10(b) del Securities Exchange Act allo sfruttamento di informazioni carpite con modalità criminose, favorendo così, almeno in parte, il superamento dei rigidi confini delineati dalla teoria c.d. classica, fondante l'originario assetto normativo⁵⁰.

⁴⁹ All'interno dell'ordinamento statunitense l'*insider trading* viene sanzionato alla luce della sezione 10(b) del Securities Exchange Act (1934), in attuazione della quale è stata emanata dalla Securities Exchange Commission la *rule* 10b-5. Le disposizioni non puniscono nello specifico l'abuso di informazioni privilegiate, ma vietano la realizzazione di condotte ingannatorie sul mercato di borsa. In particolare, la sezione 10(b), definita una c.d. *catchall provision*, vieta l'utilizzo o l'impiego, in connessione con l'acquisto o la vendita di un titolo, di ogni forma di espediente manipolativo o decettivo in violazione delle norme predisposte dalla SEC nell'interesse pubblico o per la protezione degli investitori. La *rule* 10b-5, rubricata "impiego di pratiche manipolative o decettive", proibisce a) l'impiego di ogni espediente, schema o artificio volto a frodare; b) il rilascio di informazioni false relative a un fatto rilevante o l'omissione di comunicazioni necessarie ad evitare che una precedente dichiarazione risulti falsa sulla base delle circostanze in cui è stata effettuata; c) lo svolgimento di ogni atto, pratica o *course of business* che operi o potrebbe operare come una frode nei riguardi di ogni persona, in connessione con l'acquisto o la vendita di titoli (pratica, quest'ultima, cui viene ricondotto l'illecito di *insider trading*). L'assetto normativo descritto ha indotto la dottrina e la giurisprudenza statunitensi a configurare l'abuso di informazioni privilegiate quale ipotesi di frode, fondata sulla violazione di un dovere fiduciario di segretezza facente capo all'insediato. Su queste basi, l'interpretazione giurisprudenziale ha nel tempo individuato diverse classi di soggetti attivi del reato. La prima, delineata da quella che è stata definita la c.d. teoria classica, si compone di tutti i soggetti che, in forza della funzione svolta all'interno di un emittente, appaiono gravati da un dovere fiduciario di correttezza e riservatezza nei riguardi della controparte della transazione conclusa in borsa, ossia l'emittente cui si riferiscono le notizie impiegate e, indirettamente, i soci dello stesso (si veda sul punto la pronuncia Chiarella v. United States, 445 U.S. 222 (1980)). La c.d. *misappropriation theory*, formulata successivamente, mira ad estendere l'ambito applicativo del divieto di *insider trading* ampliando la categoria dei soggetti attivi di reato a tutti coloro i quali sono titolari di un dovere fiduciario di riservatezza non nei riguardi dell'emittente, ma nei confronti della fonte dell'informazione; nello specifico, la prospettiva in esame si riferisce a tutti quei soggetti che, in ragione dell'attività lavorativa svolta, operano in contesti che agevolano il contatto con notizie confidenziali suscettibili di essere sfruttate in borsa. In questi casi l'illecito risulta integrato laddove il soggetto si appropri per motivi di profitto personale di dette informazioni, tradendo l'aspettativa di correttezza nutrita dal detentore delle notizie (si veda sul punto la pronuncia United States v. Newman, 664 F.2d 12, 1981, riguardante un'ipotesi di sfruttamento di notizie confidenziali in ordine a imminenti progetti di fusione e acquisizione concernenti società clienti delle banche d'affari Morgan Stanley & Co. Inc. e Kuhn Loeb & Co., posto in essere da due impiegati delle stesse).

⁵⁰ Rilevante in quest'ambito è la giurisprudenza originatasi a seguito del caso SEC v. Dorozhko. 606 f. Supp. 2d 323 s. (S.D.N.Y. 2008). La vicenda riguardava un cittadino ucraino, Aleksandr Dorozhko, che era riuscito ad accedere senza autorizzazione nel sistema informatico della società Thomson Financial, che gestiva servizi di *web-hosting* per l'impresa IMS Health. Dorozhko scopriva in tal modo che IMS Health aveva subito una significativa contrazione dei profitti nell'ultimo trimestre e sfruttava in borsa tale informazione prima della pubblicazione del bilancio d'impresa. La rilevanza della vicenda è data dal fatto che la Corte d'appello, chiamata a decidere sul caso, riformando la sentenza di primo grado, che aveva assolto l'imputato in quanto soggetto estraneo sia all'emittente cui si riferiva l'informazione sfruttata (IMS Health), sia al detentore della notizia (Thomson Financial), ha

3.2. L'*insider* secondario. La fattispecie amministrativa di cui all'art. 187 bis t.u.f.

Come si è avuto modo di anticipare, la legge n. 62 del 2005, attuativa della direttiva n. 6 del 2003, ha delineato un sistema improntato a un doppio binario sanzionatorio, imperniato sulla previsione, accanto alla fattispecie penale di *insider trading* di cui all'art. 184 t.u.f., della fattispecie amministrativa posta all'art. 187 bis del d.lgs. n. 58 del 1998. La norma appare formulata in termini pienamente sovrapponibili a quelli di cui alla fattispecie penale, rispetto alla quale si distingue solo per un più ampio ambito applicativo - derivante dalla previsione, accanto al dolo, anche della colpa quale criterio soggettivo di imputazione della condotta - e per una più estesa categoria di soggetti attivi, tra cui compaiono, oltre agli *insider* primari, anche gli *insider* secondari⁵¹.

affermato la responsabilità di Dorozhko ai sensi della disposizione 10(b) del Securities Act, osservando come la condotta di *hacking* dallo stesso posta in essere dovesse essere punita quale ipotesi di *affirmative misrepresentation* nei confronti del programma informatico. Nello specifico, la condotta realizzata da Dorozhko è stata ritenuta punibile quale ipotesi di *misrepresentation*, ravvisandosi l'espedito manipolativo impiegato nell'acquisizione decettiva dell'informazione riservata; il raggio operato nei confronti del sistema informatico, in quanto realizzato "in connessione con l'acquisto o la vendita di titoli", è stato ritenuto così sufficiente a determinare l'applicazione delle norme antifrode - sezione 10(b) e *rule* 10b-5. La prospettiva delineata nella pronuncia richiamata ha comportato un significativo ampliamento dell'ambito applicativo del divieto di *insider trading*, che arriva ad includere le condotte di sfruttamento di informazioni privilegiate ottenute mediante l'impiego di un qualsiasi mezzo fraudolento, anche indipendente dalla violazione di doveri fiduciari. Sul punto DIGIOVANNI, *Weeding out a New Strategy of Insider Trading Liability and Cultivating an Heirloom Variety: A Proposed Response to Sec v. Dorozhko*, in *George Mason L. Rev.*, 2012, p. 612 sottolinea l'accostarsi dell'interpretazione resa nel caso Dorozhko al paradigma della *parity of access theory*.

⁵¹ L'art. 187 bis t.u.f., nella formulazione vigente fino al 29 settembre 2018, termine di entrata in vigore del d.lgs. 107/2018, prevedeva invero che "salve le sanzioni penali quando il fatto costituisce reato, è punito con la sanzione amministrativa pecuniaria da euro centomila a euro quindici milioni chiunque, essendo in possesso di informazioni privilegiate in ragione della sua qualità di membro di organi di amministrazione, direzione o controllo dell'emittente, della partecipazione al capitale dell'emittente, ovvero dell'esercizio di un'attività lavorativa, di una professione o di una funzione, anche pubblica, o di un ufficio: a) acquista, vende o compie altre operazioni, direttamente o indirettamente, per conto proprio o per conto di terzi su strumenti finanziari utilizzando le informazioni medesime; b) comunica informazioni ad altri, al di fuori del normale esercizio del lavoro, della professione, della funzione o dell'ufficio; c) raccomanda o induce altri, sulla base di esse, al compimento di taluna delle operazioni indicate nella lettera a) 2. La stessa sanzione di cui al comma 1 si applica a chiunque essendo in possesso di informazioni privilegiate a motivo della preparazione o esecuzione di attività delittuose compie taluna delle azioni di cui al medesimo comma 1. 3. Ai fini del presente articolo per strumenti finanziari si intendono anche gli strumenti finanziari di cui all'articolo 1, comma 2, il cui valore dipende da uno strumento finanziario di cui all'articolo 180, comma 1, lettera a). 4. La sanzione prevista al comma 1 si applica anche a chiunque, in possesso di informazioni privilegiate, conoscendo o potendo conoscere in base ad ordinaria diligenza il carattere privilegiato delle stesse, compie taluno dei fatti ivi descritti. 5. Le sanzioni amministrative pecuniarie previste dai commi 1, 2 e 4 sono aumentate fino al triplo o fino al maggiore importo di dieci volte il prodotto o il profitto conseguito dall'illecito quando, per le qualità personali del colpevole ovvero per l'entità del prodotto o del profitto conseguito dall'illecito, esse appaiono inadeguate anche se applicate nel massimo. 6. Per le fattispecie previste dal presente articolo il tentativo è equiparato alla consumazione".

L'assetto descritto, rispondente all'esigenza di garantire una maggiore speditezza della risposta sanzionatoria a fronte di condotte lesive dell'integrità del mercato, non ha mancato di sollevare le critiche di chi vi ha individuato la contrarietà al canone del *ne bis in idem* previsto, a livello nazionale, dall'art. 644 c.p.p. e, a livello sovranazionale, dagli artt. 50 della Carta dei diritti fondamentali dell'Unione Europea e 4, protocollo 7, della CEDU.

Rimandando l'analisi di quello che costituisce uno dei principali aspetti controversi della normativa in esame, attualmente oggetto di dibattito in sede nazionale e sovranazionale⁵², preme rilevare come il regime indicato, determinatosi a seguito dell'abrogazione della fattispecie penale prevista per gli insediati secondari dalla l. n. 157/1991⁵³, abbia garantito la conformità della disciplina degli abusi di mercato ai canoni costituzionali di sussidiarietà, ragionevolezza e proporzionalità della sanzione penale⁵⁴.

Si è invero avuto modo di chiarire come la figura dell'*insider* secondario si rivolga ai soggetti che pongono in essere una delle condotte tipizzate dall'art. 184 t.u.f. vertendo in una condizione di privilegio informativo derivato. Detti individui non impiegano informazioni ottenute in via immediata in forza della dell'attività lavorativa esercitata o della funzione svolta all'interno di un emittente, ma sfruttano notizie che carpiscono indirettamente, grazie alla comunicazione proveniente da un *insider* primario o in forza di circostanze occasionali⁵⁵. Così definita la categoria soggettiva in esame, si comprende come le condotte di *insider trading* secondario si collochino al di fuori dell'abuso funzionale che la normativa in tema di *market abuse* mira a sanzionare e come, in via consequenziale, le stesse si connotino per un disvalore inferiore rispetto a quello espresso dai medesimi comportamenti ove realizzati da un *insider* primario. La sanzione amministrativa apprestata all'art. 187 *bis* t.u.f. riflette esattamente tale giudizio di minor disvalore, segnalando al contempo la volontà del legislatore di chiarire l'illiceità di comportamenti che, pur non assurgendo ad aggressioni meritevoli di sanzione penale, costituiscono nondimeno una violazione dei canoni di lealtà ed equità che si vorrebbe a fondamento dell'operare del sistema finanziario.

⁵² Sul punto si rinvia al capitolo III.

⁵³ Come si è avuto modo di osservare in precedenza, l'art. 2 della legge n. 157/1991 includeva invero i *tippee* tra i soggetti attivi di reato.

⁵⁴ A tale riguardo NAPOLEONI, *op. cit.*, p. 592 segnala l'equilibrio della disciplina, in quanto “*si salvaguardano gli investitori dall'approffittamento di superiorità informative «incolmabili», comunque originatesi; ma si limitano le misure repressive più energiche e stigmatizzanti - quelle penali - alle fattispecie maggiormente pregne di disvalore*”.

⁵⁵ NAPOLEONI, *op. cit.*, p. 592.

Ciò posto, occorre osservare come la fattispecie di cui all'art. 187 *bis* t.u.f. sia stata recentemente riformata dal d.lgs. n. 107/2018 che, in attuazione della legge di delegazione europea n. 163/2017, diretta a dare applicazione al regolamento (UE) n. 596/2014, ha riformulato la norma mediante il rinvio alla fonte sovranazionale, stabilendo l'applicazione della sanzione amministrativa pecuniaria da ventimila euro a cinque milioni di euro per chiunque violi il divieto di abuso di informazioni privilegiate e di comunicazione illecita di informazioni privilegiate di cui all'articolo 14 del regolamento n. 596/2014⁵⁶. Stante l'ampio disposto dell'art. 14 - che tipizza le condotte di abuso di mercato rilevanti in sede amministrativa riproponendo la nota tripartizione tra *trading*, *tipping* e *tuyautage*⁵⁷ - e la configurazione della fattispecie quale illecito comune, rivolgendosi il divieto a chiunque ponga in essere uno dei comportamenti indicati, deve concludersi come la riforma, al di là dell'innovativa formulazione della norma, non abbia determinato una rimodulazione dell'ambito applicativo della previsione amministrativa.

Come si avrà modo di constatare nel prosieguo della trattazione, la circostanza indicata fa sì che si riproponga immutato, all'indomani dell'entrata in vigore del d.lgs. 107/2018, il problema del conflitto tra la normativa interna in tema di *insider trading* e il canone sovranazionale di *ne bis in idem*, che sembrerebbe anzi accentuarsi alla luce dell'aggravio sanzionatorio operato dalla riforma, che ha determinato un significativo inasprimento delle sanzioni interdittive seguenti alla commissione dell'illecito⁵⁸.

⁵⁶ Nella formulazione attuale, l'art. 187 *bis* t.u.f. prevede che “salve le sanzioni penali quando il fatto costituisce reato, 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. [2. La stessa sanzione di cui al comma 1 si applica a chiunque essendo in possesso di informazioni privilegiate a motivo della preparazione o esecuzione di attività delittuose compie taluna delle azioni di cui al medesimo comma 1.]. [3. Ai fini del presente articolo per strumenti finanziari si intendono anche gli strumenti finanziari di cui all'articolo 1, comma 2, il cui valore dipende da uno strumento finanziario di cui all'articolo 180, comma 1, lettera a).]. [4. La sanzione prevista al comma 1 si applica anche a chiunque, in possesso di informazioni privilegiate, conoscendo o potendo conoscere in base ad ordinaria diligenza il carattere privilegiato delle stesse, compie taluno dei fatti ivi descritti.]. 5. Le sanzioni amministrative pecuniarie previste dal presente articolo sono aumentate fino al triplo o fino al maggiore importo di dieci volte il profitto conseguito ovvero le perdite evitate per effetto dell'illecito quando, tenuto conto dei criteri elencati all'articolo 194-*bis* e della entità del prodotto o del profitto dell'illecito, esse appaiono inadeguate anche se applicate nel massimo. 6. Per le fattispecie previste dal presente articolo il tentativo è equiparato alla consumazione”.

⁵⁷ L'art. 14 del regolamento n. 596/2014, rubricato “divieto di abuso di informazioni privilegiate e di comunicazione illecita di informazioni privilegiate”, afferma che “non è consentito: a) abusare o tentare di abusare di informazioni privilegiate; b) raccomandare ad altri di abusare di informazioni privilegiate o indurre altri ad abusare di informazioni privilegiate; oppure c) comunicare in modo illecito informazioni privilegiate”.

⁵⁸ Sul punto, si rimanda al par. 6 del capitolo III.

4. La condotta tipica.

Prima di esaminare le novità introdotte dalla direttiva n. 57/2014 sul piano dell'individuazione delle condotte illecite di abuso di informazioni privilegiate, pare opportuno analizzare i comportamenti attualmente tipizzati all'art. 184 t.u.f. allo scopo di vagliare con maggior lucidità le modifiche imposte in sede sovranazionale.

A tal fine occorre premettere come il reato di *insider trading* si configuri nell'ordinamento interno come fattispecie a condotta alternativa⁵⁹, imperniata su una triplice modalità di aggressione del bene giuridico dell'integrità del mercato. L'art. 184 del d.lgs. n. 58/1998 assoggetta invero a sanzione penale l'*insider trading* c.d. in senso stretto, ossia la compravendita di strumenti finanziari orientata dal possesso di informazioni riservate, la comunicazione indebita di notizie privilegiate (*tipping*) e la raccomandazione all'investimento rilasciata sulla base delle medesime notizie (*tuyautage*).

L'illecito si configura quale reato di pericolo presunto, che si perfeziona con la realizzazione della condotta tipica, delineata già sul piano generale e astratto come lesiva del corretto operare delle piattaforme finanziarie. Ne deriva che non solo non risulta necessario, ai fini della consumazione del reato, il verificarsi di un effettivo pregiudizio all'integrità del mercato, ma nemmeno si richiede all'autorità giudiziaria di accertare l'effettiva idoneità della condotta posta in essere ad alterare l'ordinario svolgersi delle transazioni⁶⁰.

4.1. Il divieto operativo.

La prima delle condotte contemplate dall'art. 184 del d.lgs. n. 58/1998 è quella consistente nella compravendita di titoli guidata dal possesso di informazioni privilegiate. Il

⁵⁹ Critica tale scelta legislativa alla luce del diverso disvalore connotante le condotte di *trading*, *tipping* e *tuyautage* NAPOLEONI, *op. cit.*, p. 595 s.

⁶⁰ Pare utile precisare come tale ultimo rilievo vada letto alla luce del principio di offensività che informa l'ordinamento penale, dotato di rango costituzionale secondo quanto chiarito dal giudice delle leggi, che ha affermato come “*il principio di offensività opera su due piani, rispettivamente della previsione normativa, sotto forma di precetto rivolto al legislatore di prevedere fattispecie che esprimano in astratto un contenuto lesivo, o comunque la messa in pericolo di un bene o interesse oggetto della tutela penale ('offensività in astratto'), e dell'applicazione giurisprudenziale ('offensività in concreto'), quale criterio interpretativo-applicativo affidato al giudice, tenuto ad accertare che il fatto di reato abbia effettivamente leso o messo in pericolo il bene o l'interesse tutelato*” (Corte Cost. 7 luglio 2005, n. 265). È sulla scorta di tali osservazioni che oggi si ritiene pacificamente che il vaglio dell'offensività in concreto del fatto contestato vada sempre svolto dal giudice, il quale è chiamato non solo a modulare l'applicazione della pena in base all'effettiva attitudine lesiva della condotta (art. 133 c.p.), ma anche a pronunciare una sentenza di assoluzione per insussistenza del fatto laddove accerti il radicale difetto di offensività del fatto (art. 49 c.p.).

comma 1 lett. a) della norma richiamata sanziona invero l'acquisto, la vendita e le altre operazioni su strumenti finanziari realizzate dagli *insider* direttamente o indirettamente, per conto proprio o di terzi, utilizzando informazioni privilegiate. Si tratta evidentemente della condotta che più direttamente minaccia il bene dell'integrità di mercato, includendo la stessa la commissione di ogni operazione negoziale che consenta ai soggetti titolari di privilegio informativo di violare le regole della contrattazione finanziaria attraverso la conclusione di transazioni connotate da un'alea minima o nulla.

Si è già avuto modo di osservare come la disposizione in esame costituisca il risultato dell'attuazione, nell'ordinamento interno, delle indicazioni contenute nella direttiva n. 6/2003⁶¹, che hanno determinato un ampliamento dell'ambito applicativo del divieto di *insider trading* delineato dalla disciplina previgente. Vengono in rilievo, a questo riguardo, l'avverbio "indirettamente" e la locuzione "per conto di terzi", che comportano l'estensione della fattispecie alle transazioni realizzate dall'insediato attraverso l'intermediazione di altre persone⁶² e alle ipotesi in cui le conseguenze economiche dell'operazione realizzata sono destinate a ripercuotersi sul patrimonio di un soggetto terzo⁶³.

In conclusione, pare opportuno chiarire come risulti attualmente pacifica l'estraneità, all'ambito operativo dell'art. 184 t.u.f., dell'*insider c.d. non trading*, ossia della condotta di chi decida di non intraprendere l'operazione finanziaria programmata una volta giunto a conoscenza di circostanze idonee a minarne l'esito sperato. Ad imporre una simile conclusione sono invero, prima ancora di un'esigenza di opportunità della sanzione penale, i principi di materialità e di offensività che informano l'ordinamento penalistico e che impediscono la punizione di deliberazioni del foro interno non manifestatesi in azioni esterne⁶⁴.

Così delineata la categoria delle condotte tipiche di reato, deve osservarsi come assuma particolare rilievo, nell'ambito che si va analizzando, il termine "utilizzando", che segnala l'esigenza di accertare un'influenza della notizia riservata, posseduta dall'insediato, sull'iter motivazionale che conduce alla conclusione della transazione di mercato, sancendo

⁶¹ Deve richiamarsi sul punto l'art. 2 co. I della direttiva n. 6/2003, secondo cui "gli Stati membri vietano alle persone di cui al secondo comma che dispongono di informazioni privilegiate di utilizzare tali informazioni acquisendo o cedendo, o cercando di acquisire o cedere, per conto proprio o per conto terzi, direttamente o indirettamente, gli strumenti finanziari cui le informazioni si riferiscono".

⁶² Il testo previgente riportava l'espressione "per interposta persona", così limitando le ipotesi di collegamento alla sola simulazione negoziale, assoluta o relativa; sul punto MUCCIARELLI, *Sub art. 184, cit.*, p. 2357.

⁶³ MUCCIARELLI, *Sub art. 184, cit.*, p. 2357.

⁶⁴ Così la dottrina unanime. Per tutti NAPOLEONI, *op. cit.*, p. 596.

l'insufficienza, ai fini della punibilità della condotta, di una mera contestualità cronologica tra il compimento dell'operazione e la disponibilità di un'informazione privilegiata.

La previsione della clausola in commento è frutto dell'evoluzione della disciplina dell'illecito. Invero, mentre l'art. 2 della legge n. 157/1991, contenente la prima formulazione del divieto, non riportava alcuna indicazione circa la relazione che deve sussistere tra l'informazione riservata posseduta dall'*insider* e l'operazione borsistica posta in essere, limitandosi a vietare, a chiunque ne fosse in possesso, ogni forma di impiego di notizie riservate e rilevanti, l'art. 180 del d.lgs. 58/1998 prevedeva che l'operazione di borsa fosse realizzata "avvalendosi" di informazioni privilegiate.

Detto che l'impiego del verbo "utilizzare" in sostituzione del verbo "avvalersi" non incide sulla portata significativa della disposizione⁶⁵, occorre evidenziare come la centralità della locuzione indicata si apprezzi alla luce delle finalità di tutela perseguite dalla normativa in esame. Imponendo l'accertamento di un nesso di strumentalità tra l'informazione detenuta dal soggetto agente e la transazione borsistica posta in essere, la clausola si fa invero espressione del disvalore della condotta di *insider trading*, racchiuso nell'abuso funzionale di una condizione di vantaggio conoscitivo detenuta immeritabilmente.

Sotto tale profilo, l'assetto della disciplina originaria dell'illecito non coglieva nel segno, in quanto ancorava l'applicazione della sanzione penale all'accertamento di una mera contestualità cronologica tra la commissione dell'operazione di compravendita e il possesso di informazioni privilegiate, determinando in tal modo la sanzione anche di condotte prive di attitudine offensiva, nonché oscure sotto il profilo dell'elemento soggettivo. In questo modo, l'art 2 della legge n. 157/1991 fondava l'individuazione della condotta di *insider trading* su una presunzione di sfruttamento dell'informazione da parte dell'*insider* che ne fosse a conoscenza e si rendesse autore di uno dei comportamenti contemplati dalla norma incriminatrice, così operando un'inversione dell'onere probatorio sia in ordine all'elemento oggettivo, sia in relazione all'elemento soggettivo del reato⁶⁶. All'interno della prospettiva indicata, la punibilità

⁶⁵ Sul punto TRIPODI, *Informazioni privilegiate, cit.*, p. 154 ss., secondo cui la sostituzione dell'espressione "avvalendosi" con "utilizzando" non incide sulla valenza significativa della formulazione, che nella versione attuale sembrerebbe forse delineare in modo più incisivo la necessità di un impiego strumentale della notizia privilegiata. Sul punto anche MUCCIARELLI, *L'abuso di informazioni privilegiate: delitto e illecito amministrativo*, in *Dir. Pen. Proc.*, 2005, p. 1470.

⁶⁶ In tal senso la disciplina di cui alla legge 157/1991 rifletteva il disposto del considerando n. 12 della direttiva 89/592/CEE, secondo cui "l'operazione effettuata da una persona in possesso di informazioni privilegiate implica lo sfruttamento di un'informazione privilegiata". Sul punto TRIPODI, *Informazioni, cit.*, p. 156 ricorda peraltro

era destinata invero ad essere esclusa ogniqualvolta l'imputato dimostrasse di aver agito sulla base di ragioni indipendenti dalla disponibilità di informazioni riservate, ovvero di aver realizzato una transazione di segno inverso rispetto a quella suggerita dalle notizie in suo possesso⁶⁷.

È evidente come l'assetto descritto si ponesse in conflitto con il principio di presunzione di innocenza, previsto nell'ordinamento interno all'art. 27 co. 2 Cost. e, in sede sovranazionale, agli artt. 6 CEDU e 14 del patto internazionale sui diritti civili e politici; ponendo a carico dell'*insider* l'onere di provare la legittimità del suo operato, la norma aveva invero l'effetto di elidere completamente l'onere dell'accusa di dimostrare la colpevolezza dell'imputato, consentendo l'elusione della verifica dell'elemento costitutivo fondante della fattispecie di reato, quale è quello dello sfruttamento - consapevole - dell'informazione⁶⁸.

4.1.1. L'accertamento dell'elemento soggettivo del reato.

Oltre che sul piano oggettivo della materialità del fatto, l'elemento dell'utilizzo dell'informazione privilegiata rileva altresì sotto il profilo soggettivo del reato, costituendo l'oggetto su cui deve riflettersi il dolo del soggetto agente.

E' invero il principio di colpevolezza ad imporre di ritenere inammissibile la contestazione di un'operazione borsistica che si fondi su una presunzione di impiego, da parte dell'agente, delle notizie riservate detenute in ragione della propria attività. Costituendo l'utilizzo di informazioni privilegiate in violazione di doveri funzionali l'elemento che racchiude in sé l'intero disvalore del reato di *insider trading*, la condotta - di *trading*, *tipping* o *tuyautage* - realizzata dall'insediato risulterà punibile solo laddove sia investita dal dolo del soggetto, sotto il duplice profilo della rappresentazione del possesso di notizie riservate e della volontà di impiegarle per fini di profitto personale⁶⁹. Sotto questo profilo, la disciplina vigente

come il considerando richiamato non si accordasse con la disciplina di cui all'art. 2 co.1 della direttiva, che imponeva l'accertamento dello sfruttamento dell'informazione. La disposizione indicata deve pertanto ritenersi solo una considerazione di tipo statistico svolta al legislatore sovranazionale. In questo senso anche MUCCIARELLI, *L'insider trading nella nuova disciplina del d.lgs. 58/98*, in *Riv. Trim. dir. Pen. Ec.*, 2000, p. 950.

⁶⁷ TRIPODI, *Informazioni*, cit., p. 157 s.

⁶⁸ Sull'esigenza di una dimostrazione "ogni ragionevole dubbio" degli elementi costitutivi del fatto di reato, che sia impermeabile a scorciatoie probatorie incompatibili con i parametri costituzionali di colpevolezza e di presunzione di innocenza, TONINI- CONTI, *Il diritto delle prove penali*, 2014, p. 68 ss.; FERRUA, *La prova nel processo penale*, 2015, p. 2 ss.

⁶⁹ A tale riguardo NAPOLEONI, *op. cit.*, p. 596 s., secondo cui ad imporre detto assetto sono anche i principi di offensività e proporzionalità della pena, in quanto "*la proiezione lesiva della pratica incriminata è già abbastanza*

si discosta sensibilmente da quella apprestata da ordinamenti, quale quello anglosassone, che fanno ampio ricorso alla presunzione di utilizzo di informazioni riservate da parte dell'*insider* che ponga in essere una delle condotte illecite, al fine di superare le indubbe difficoltà di carattere probatorio che si pongono nell'ambito in analisi⁷⁰.

Per vero, l'impiego del descritto meccanismo presuntivo pare essere stato legittimato da una - non troppo risalente - pronuncia della Corte di Giustizia europea⁷¹, che ha mostrato di accogliere una costruzione dell'elemento soggettivo del reato incompatibile con quella imposta dall'art. 27 Cost.

Il caso su cui è intervenuta la sentenza richiamata riguardava una serie di operazioni di riacquisto di azioni proprie poste in essere dalla società belga Spector Photo Group NV nell'esecuzione di un piano volto a garantire il sistema di stock options previsto a favore dei propri dipendenti. Solo a seguito dell'ultima fase di acquisti la società aveva reso noto di essere probabile bersaglio di un'offerta pubblica di acquisto, pubblicando al contempo i risultati positivi del primo semestre⁷². Nella vicenda in esame, la Corte europea è stata chiamata a definire la nozione di "utilizzo" dell'informazione privilegiata e, nello specifico, a chiarire se il possesso di notizie riservate sia di per sé sufficiente ai fini dell'integrazione del reato di *insider trading* o se invece, a tale scopo, sia necessario accertare un effettivo impiego delle conoscenze *material* da parte del soggetto agente.

Ebbene, nell'avanzare un'interpretazione che non ha mancato di suscitare critiche in dottrina, la Corte ha affermato che "l'art. 2 n. 1 della MAD non definisce l'operazione vietata come operazione che deve essere effettuata "consapevolmente", ma si limita a vietare agli *insider* primari di utilizzare le informazioni privilegiate qualora effettuino un'operazione di mercato, non precisando dunque se l'*insider* primario debba essere stato guidato da intenti speculativi, debba aver perseguito un intento fraudolento o debba aver agito deliberatamente o

sfuggevole perché possa giustificarsi un avanzamento della linea di tutela basato su uno schema presuntivo, teoricamente atto a colpire anche transazioni non inquinate dall'asimmetria informativa (si pensi all'iniziato che compia un'operazione di segno opposto alla notizia: ad es., venda, per esigenze di liquidità, a fronte di un'informazione che suggerisce di acquistare)".

⁷⁰ L'interpretazione dottrinale e giurisprudenziale è invero da tempo giunta nel Regno Unito ad ammettere, ai fini dell'accertamento della responsabilità penale, l'impiego della presunzione relativa all'abuso di informazioni privilegiate da parte del soggetto che ne disponga in ragione della funzione svolta e che ponga in essere operazioni finanziarie compatibili con le notizie in suo possesso. Sul punto WALKER-PURVES, *Financial Services Law*, Oxford University Press, 2018, p. 396 ss.

⁷¹ Causa C-45/08 del 23 dicembre 2009, relativa al caso Spector Photo Group NV.

⁷² Sul punto D'ALESSANDRO, *Regolatori del mercato, cit.*, p. 137 s.

per negligenza”. Ne deriva che, ai fini della punibilità dell’illecito, non è necessario “stabilire che le informazioni privilegiate hanno determinato la decisione di effettuare l’operazione di mercato di cui trattasi, *né tanto meno che l’insider primario debba essere consapevole del carattere privilegiato delle informazioni*”⁷³. Più specificamente, la Corte ha evidenziato che “il legislatore comunitario ha optato per un meccanismo di prevenzione e sanzione amministrativa degli abusi di informazioni privilegiate la cui efficacia diminuirebbe se fosse subordinato alla ricerca sistematica di un elemento psicologico”. Alla luce di tali rilievi, la fattispecie di abuso di informazioni privilegiate deve pertanto “appoggiarsi sull’assenza di qualsiasi elemento descrittivo (“sfruttando”, “avvalersi”, “utilizzando”) che rinvii al collegamento motivazionale tra vantaggio conoscitivo e negoziazione, come avveniva nella normativa italiana del 1991”⁷⁴.

Così riassunta la posizione assunta dalla Corte, non pare arduo individuare le ragioni che impediscono di accogliere l’orientamento espresso. L’interpretazione del Collegio giunge invero a vanificare del tutto la presenza del termine *utilizzando* all’interno della fattispecie di reato, inserito esattamente allo scopo di impedire il ricorso ad automatismi idonei ad aggirare la prova dell’elemento cardine dello sfruttamento della notizia⁷⁵.

Da osservare, sul punto, come un recupero del canone di colpevolezza non possa avvenire, nell’ambito in esame, in forza di una prospettiva che configuri la disciplina dell’*insider trading* come diretta ad imporre agli *insider* societari un divieto assoluto di operare sul mercato finanziario; la cifra caratteristica della normativa successiva a quella introdotta con l. n. 157 del 1991 è stata invero quella di esplicitare, in relazione ai soggetti dotati di un accesso preferenziale ad informazioni rilevanti, la regola del c.d. *disclose or abstain*, che non ha l’effetto di vietare *tout court* a tali individui un ingresso nel mercato, ma mira solo a sanzionare un impiego abusivo del vantaggio conoscitivo detenuto. Tanto chiarito, è ovvio che l’indicata condotta abusiva non viene a configurarsi nelle ipotesi in cui l’operazione borsistica posta in essere non sia in alcun modo condizionata dalle informazioni sensibili in possesso dell’agente oppure, pur riguardando strumenti soggetti all’influenza da tali notizie, rappresenti l’esecuzione di uno schema operativo definito anteriormente all’acquisto delle predette conoscenze.

Accertata la centralità dell’utilizzo dell’informazione all’interno della fattispecie di cui all’art. 184 t.u.f. e la conseguente impossibilità di ricorrere, ai fini della dimostrazione del reato,

⁷³ D’ALESSANDRO, *Regolatori del mercato*, cit., p. 138 s.

⁷⁴ *Ibidem*.

⁷⁵ Così D’ALESSANDRO, *Regolatori del mercato*, cit., p. 140.

a meccanismi presuntivi incompatibili con i canoni di colpevolezza e giusto processo, occorre osservare come non sia agevole individuare l'entità dell'influenza che l'informazione detenuta deve esercitare sul processo motivazionale della condotta. A tale riguardo l'interpretazione maggioritaria è quella secondo cui l'illecito deve ritenersi integrato non solo laddove l'informazione riservata abbia costituito l'elemento determinante dell'operazione negoziale posta in essere, ma anche nell'ipotesi in cui la stessa costituisca solo una delle ragioni che hanno condotto al perfezionamento della transazione⁷⁶. Se, infatti, appare verosimile come nella maggioranza dei casi la notizia sfruttata espliciti un'influenza decisiva sul processo eziologico della condotta, rappresentando il fattore essenziale per “superare lo stato di incertezza in cui versa il soggetto agente”⁷⁷, non è necessario accertare una dipendenza assoluta dell'operazione dall'informazione, tale da indurre a ritenere che, in ipotesi di mancata disponibilità della notizia, questa non sarebbe stata posta in essere. A rilevare ai fini dell'art. 184 t.u.f. è invero un'incidenza eziologica dell'informazione delineata secondo il modello della causalità agevolatrice, che ammette il concorso di ulteriori fattori determinativi dell'evento ed esclude dall'ambito applicativo della norma solo le condotte guidate da valutazioni del tutto avulse dalla notizia detenuta⁷⁸.

Chiarito l'oggetto della prova gravante in capo all'accusa, pare opportuno evidenziare come la colpevolezza dell'imputato possa essere accertata in giudizio mediante l'impiego di massime di esperienza fondate sul canone dell'*id quod plerumque accidit*. Risulta pertanto ammissibile, in sede processuale, la valorizzazione, ai fini di una decisione di condanna, di elementi quali la funzione svolta dal soggetto agente, il volume delle transazioni da questi normalmente poste in essere, l'entità degli strumenti negoziati nel caso di specie e l'insussistenza di motivazioni particolari a giustificazione dell'operazione anomala eventualmente realizzata⁷⁹. Appare invero evidente la differenza sussistente tra l'impiego, in

⁷⁶ Così MUCCIARELLI, *Sub art. 184, cit.*, p. 2358 s.

⁷⁷ *Ibidem*.

⁷⁸ Così anche NAPOLEONI, *op. cit.*, p. 596, secondo cui “*affinché il reato sussista è sufficiente (...) che la superiorità conoscitiva abbia indotto l'insider a realizzare la transazione, in quanto idonea ad assicurargli un guadagno o ad evitargli una perdita: non occorre, invece, che lo sfruttamento dell'informazione rappresenti il motivo-ultimo (e unico) della transazione stessa, la quale integra il delitto anche se suggerita da motivazioni diverse e ulteriori (ad es., l'acquisizione di liquidità per far fronte a spese personali)*”.

⁷⁹ MUCCIARELLI, *Sub art. 184, cit.*, p. 2359. Sul punto NAPOLEONI, *op. cit.*, p. 596, secondo cui appare possibile affermare “*che il possesso di una informazione privilegiata generi una praesumptio hominis di utilizzazione, ove non emergano motivazioni «autosufficienti» dell'operazione compiuta sui titoli cui l'informazione si riferisce*”.

sede di istruttoria dibattimentale, di elementi indiziari, disciplinato agli artt. 2729 c.c. e 192 c.p.p., e il ricorso ad automatismi presuntivi operanti già sul piano della fattispecie astratta, idonei ad obliterare l'accertamento di elementi costitutivi del fatto di reato.

4.2. La comunicazione di informazioni riservate (*tipping*).

La seconda delle condotte contemplate dall'art. 184 t.u.f. è quella diretta alla comunicazione a terzi di informazioni privilegiate “al di fuori del normale esercizio del lavoro, della professione, della funzione o dell'ufficio”.

È stato efficacemente evidenziato in dottrina come la rilevanza degli interessi presidiati dalla normativa in materia di *market abuse* abbia indotto il legislatore nazionale a configurare la fattispecie di *tipping* come un reato di pericolo afferente alla categoria dei reati ostativi⁸⁰, fattispecie nell'ambito delle quali assumono rilievo condotte prodromiche all'aggressione di beni giuridici protetti dall'ordinamento.

Posta l'inidoneità a determinare un impiego borsistico diretto della notizia riservata, la comunicazione di informazioni privilegiate si trova invero ad essere sanzionata in ragione della sola attitudine ad estendere la platea dei soggetti a conoscenza di dati confidenziali e ad ingenerare, di conseguenza, il pericolo di un loro sfruttamento sul mercato. Il *tipping* assume così rilievo penale indipendentemente dall'eventuale sfruttamento delle notizie trasmesse e si colora di un dolo generico comprensivo della rappresentazione e della volontà di comunicare

⁸⁰ Sull'ammissibilità, all'interno dell'ordinamento, dei reati c.d. ostacolo o ostativi, si veda Corte Cost. 7 luglio 2005, n. 265, che, rigettando la questione di legittimità costituzionale sollevata in ordine alla fattispecie di possesso ingiustificato di chiavi alterate o di grimaldelli di cui all'art. 707 c.p. in relazione agli artt. 3, 13, 24, co.2, 25, co.2, 27 Cost., ha affermato la compatibilità della norma sia con il principio di materialità, sia con quello di colpevolezza, osservando come la stessa punisca il possesso degli oggetti indicati quale condotta materiale positiva, cosciente e volontaria. Sotto il profilo della conformità della fattispecie al principio di offensività, inoltre, la Corte ha evidenziato che detta regola “opera su due piani, rispettivamente della previsione normativa, sotto forma di precetto rivolto al legislatore di prevedere fattispecie che esprimano in astratto un contenuto lesivo, o comunque la messa in pericolo, di un bene o interesse oggetto della tutela penale («offensività in astratto»), e dell'applicazione giurisprudenziale («offensività in concreto»), quale criterio interpretativo-applicativo affidato al giudice, tenuto ad accertare che il fatto di reato abbia effettivamente leso o messo in pericolo il bene o l'interesse”; ne deriva la centralità del giudizio demandato al giudice del caso concreto, il quale è chiamato ad operare “uno scrutinio particolarmente rigoroso circa la sussistenza del requisito dell'offensività in concreto, verificando la specifica attitudine funzionale degli strumenti ad aprire o forzare serrature e valutando – soprattutto quando gli strumenti di cui l'imputato è colto in possesso non denotino di per sé tale univoca destinazione – le circostanze e le modalità di tempo e di luogo che accompagnano la condotta, dalle quali desumere l'attualità e la concretezza del pericolo di commissione di delitti contro il patrimonio”.

ad altri informazioni riservate, cui è estraneo sia un fine di profitto personale da parte dell'*insider*, sia la volontà di avvantaggiare il destinatario della comunicazione⁸¹.

Racchiudendosi il disvalore della condotta nel carattere indebito della trasmissione a terzi dell'informazione, occorre soffermarsi sulla clausola "al di fuori del normale esercizio del lavoro, della professione, della funzione o dell'ufficio", diretta a sancire l'illiceità delle sole comunicazioni che non siano strumentali all'attività lavorativa svolta dal soggetto agente. Sottolineando l'esigenza di un'interpretazione restrittiva della scriminante in commento, la Corte di Giustizia ha chiarito come questa sia destinata a trovare applicazione solo nelle ipotesi in cui la comunicazione dell'informazione risulti "strettamente necessaria all'esercizio del lavoro, di una professione o di una funzione e avv[enga] nel rispetto del principio di proporzionalità", considerando sia la natura *price sensitive* della notizia, sia l'effettivo rischio di un suo impiego sul mercato⁸². Ne deriva la legittimità, in via esemplificativa, delle comunicazioni intercorrenti all'interno dell'emittente tra i membri dell'organo direttivo societario e di quelle dirette ai soci⁸³, così come degli scambi informativi che avvengono all'interno dei gruppi societari ai fini della redazione di documenti contabili o della definizione di strategie di gestione unitarie⁸⁴.

Se le trasmissioni indicate si collocano pacificamente al di fuori dell'ambito applicativo del divieto, maggiori criticità connotano le comunicazioni selettive esterne all'emittente e dirette ai professionisti che collaborano con lo stesso, quali consulenti economici, legali, dipendenti di banche, nonché di quelle dirette alle controparti di operazioni negoziali⁸⁵. I principali dubbi si sono addensati, in particolare, attorno alle comunicazioni dirette a offerenti rivali da parte di emittenti che siano bersaglio di o.p.a. ostili e a quelle rilasciate nell'ambito di incontri tenuti dai manager societari con consulenti finanziari⁸⁶.

⁸¹ MUCCIARELLI, *Sub art. 184, cit.*, p. 2361. A tale riguardo NAPOLEONI, *op. cit.*, p. 598 evidenzia come la circostanza che l'art. 184 t.u.f. non richiede che l'*insider* persegua una specifica finalità di profitto, né che ottenga un corrispettivo per la trasmissione dell'informazione "*rende alquanto flebile il collegamento tra la condotta incriminata e la finalità di tutela dell'efficienza del mercato finanziario, che ispira la disciplina*".

⁸² Corte di Giustizia, 22 novembre 2002, C-384/02, Grøngaard e Bang, pronuncia resa a chiarimento di una questione pregiudiziale sollevata in riferimento alla normativa di cui alla direttiva n. 89/592 CEE.

⁸³ NAPOLEONI, *op. cit.*, p. 598 s.

⁸⁴ *Ibidem*.

⁸⁵ Su un piano generale, deve affermarsi la liceità, ai sensi dell'art. 184 co. 1 lett. b), delle comunicazioni dirette a trasmettere dati essenziali all'espletamento dei compiti affidati ai professionisti che collaborano con l'ente (si pensi, ad esempio, alle società di revisione); a tale riguardo MENARDO, *Il ne bis in idem negli abusi di mercato*, in *www.giurisprudenzapenale.com*, 2018.

⁸⁶ Sulle tematiche indicate si veda CARRIERO, *Informazione, mercato, buona fede: il cosiddetto insider trading*, 1992, p. 130; GALLI, *Insider trading: un primo commento*, in *Giur Comm.*, 1991, p. 944; MUCCIARELLI,

4.3. La raccomandazione all'investimento (*tuyautage*).

La terza condotta integrante l'illecito di *insider trading* è quella diretta a fare impiego di informazioni privilegiate nella raccomandazione o nell'induzione di altri a compiere taluna delle operazioni indicate alla lettera a) dell'art. 184 t.u.f.

La raccomandazione all'investimento si colloca in una posizione mediana tra le condotte di *trading* e di *tipping*, proiettandosi verso un soggetto terzo, al pari della comunicazione di informazioni privilegiate, ed essendo al contempo diretta, come l'abuso operativo, a favorire lo sfruttamento della notizia fondante il consiglio d'investimento⁸⁷. Appare pertanto agevole comprendere la *ratio* dell'estensione del divieto a tale condotta, idonea, al pari delle altre due fattispecie contemplate all'art. 184 t.u.f., ad ampliare la platea dei soggetti capaci di spendere sul mercato una posizione di privilegio conoscitivo ingiustificato⁸⁸.

Allo scopo di esaminare con maggior dettaglio la figura in analisi, occorre evidenziare come i termini "raccomandare" e "indurre", i quali hanno sostituito la clausola "consigliare" prevista dalla disciplina previgente, impongano l'accertamento di un'influenza causale del consiglio reso dall'*insider* sulle determinazioni del soggetto che decida di porre in essere l'operazione suggerita⁸⁹; influenza che, laddove detta operazione non giunga a compimento, andrà accertata secondo il modello della prognosi postuma *ex ante* in concreto. Non appare invero essenziale, per l'integrazione del reato, che l'operazione borsistica raccomandata sia effettivamente realizzata, risultando sufficiente, in linea con la natura di reato di pericolo

Speculazione mobiliare e diritto penale, 1995, p. 113 ss. Con particolare riguardo al problema della legittimità del rilascio di informazioni sensibili agli analisti finanziari nell'ambito di incontri con gli organi direttivi societari, pare opportuno osservare come, negli Stati Uniti, la S.E.C. abbia chiarito l'attrazione di tale fattispecie all'interno dell'ambito applicativo del reato di *insider trading*. La *regulation fair disclosure*, emanata dall'autorità di vigilanza nel 2000, chiarisce invero l'illiceità della comunicazione selettiva di notizie privilegiate a determinate categorie di professionisti, tra cui rientrano gli analisti finanziari, prescrivendo alla società di pubblicare le informazioni trasmesse simultaneamente, in ipotesi di comunicazione intenzionale, o prontamente, in ipotesi di trasmissione involontaria. Nell'esplicitare le ragioni che hanno condotto all'adozione della disposizione indicata, la relazione di accompagnamento evidenzia che "*the practice of selective disclosure leads to a loss of investor confidence in the integrity of our capital markets. Investors who see a security's price change dramatically and only later are given access to the information responsible for that move rightly question whether they are on a level playing field with market insiders*" (*Selective Disclosure and Insider Trading, Release No 33-7881*, in www.sec.gov/rules/final/33-7881.htm).

⁸⁷ Così NAPOLEONI, *op. cit.*, p. 600, secondo cui la condotta di *tuyautage* può intendersi quale "istigazione allo sfruttamento, senza trasmissione del privilegio conoscitivo".

⁸⁸ MUCCIARELLI, *Sub art. 184*, cit., p. 2366.

⁸⁹ NAPOLEONI, *op. cit.*, p. 600.

dell'abuso di informazioni privilegiate, che il comportamento dell'*insider* si sia rivelato concretamente idoneo ad orientare le decisioni di investimento del terzo⁹⁰.

Da chiarire inoltre che, laddove l'operazione consigliata fosse effettivamente realizzata, nessuna conseguenza potrebbe configurarsi a carico del terzo. Il soggetto che pone in essere una transazione finanziaria su consiglio di un *insider* non verte, invero, in una condizione di privilegio informativo, connotandosi la condotta di raccomandazione, a differenza di quella di *tipping*, per l'inidoneità a trasmettere la notizia riservata; ne deriva che, nell'ipotesi in cui decida di dar seguito alla segnalazione ricevuta, il *tuyautee*, che sia inconsapevole della natura illecita della raccomandazione, non andrebbe incontro ad alcun addebito di responsabilità⁹¹.

Tale conclusione, come è ovvio, non vale per il terzo che impieghi sul mercato notizie sensibili ricevute da un insediato primario; quale soggetto giunto indirettamente a conoscenza di informazioni privilegiate, il *tippee* soggiace invero ai divieti operativi di cui all'art. 187 *bis* d.lgs. 58/1998, sottostando conseguentemente, in ipotesi di trasgressione, alle sanzioni amministrative comminate dalla norma.

5. L'assetto delineato dalla direttiva n. 57 del 2014.

Si è avuto modo di anticipare come l'adozione della direttiva europea n. 57 del 2014 miri a porre rimedio alle criticità manifestate dalla MAD che, da un lato, imponendo l'obbligo della sanzione amministrativa a discapito della misura penale, si è rivelata inidonea a determinare un sufficiente effetto dissuasivo rispetto alla commissione di condotte lesive dell'integrità del mercato e, dall'altro lato, è apparsa oscura in ordine all'individuazione di elementi costitutivi fondanti delle fattispecie di abuso di mercato, primo tra tutti la nozione di informazione privilegiata⁹².

Se si analizza peraltro il contenuto dispositivo del recente strumento normativo europeo, appare arduo affermare che l'irrigidimento della normativa che ne deriva coincida con un'effettiva evoluzione della stessa. Rimandando momentaneamente l'analisi del problema legato alla modulazione della risposta sanzionatoria, penale e amministrativa, rispetto ai fatti integranti abuso di mercato - che la direttiva vorrebbe ancorata a un criterio di difficile

⁹⁰ *Ibidem*.

⁹¹ Non così, chiaramente, laddove il *tuyautee* prenda parte alla condotta di raccomandazione *ex art.* 110 c.p. Sul punto, D'ALESSANDRO, *Regolatori del mercato*, *cit.*, p. 146.

⁹² Sul problema della compatibilità della nozione di informazione privilegiata delineata dalla disciplina vigente con il canone penalistico di determinatezza si rimanda all'analisi svolta al capitolo II.

individuazione, quale è quello relativo alla gravità della condotta posta in essere⁹³ -, non può non osservarsi come, da un lato, l'estensione della categoria dei soggetti attivi del reato di *insider trading* restituisca i tratti di una disciplina contraria ai canoni di proporzionalità e sussidiarietà della sanzione penale e, dall'altro lato, l'individuazione delle condotte tipiche si sia arricchita dell'esplicitazione di profili di limitata utilità, già contemplati dalla normativa vigente, presentando, dall'altra parte, aspetti costituenti nuovi profili di complessità. A ciò si aggiunga la riproposizione di alcune delle aporie proprie della normativa previgente, concernenti, nello specifico, l'individuazione degli elementi costitutivi della nozione di informazione privilegiata, che non sembrano aver trovato maggiore definizione nel nuovo corpus normativo.

Prima di addentrarci nell'esame delle principali novità previste a livello sovranazionale, occorre rammentare come la direttiva n. 57/2014 non sia ad oggi ancora vigente nell'ordinamento interno, essendo inutilmente decorso il termine di recepimento fissato nel luglio 2016. Prima con il d.d.l. di delegazione europea del 2014⁹⁴ e poi con il d.d.l. del 2016⁹⁵ il Governo ha invero ritenuto di non dover procedere a una trasposizione interna delle disposizioni sovranazionali concernenti la disciplina penale del *market abuse*, ritenendo che la normativa interna fosse sul punto già conforme alle indicazioni eurounitarie.

⁹³ Sul punto, si rimanda all'analisi svolta al capitolo III.

⁹⁴ L'omissione della direttiva n. 57/2014 tra gli strumenti normativi contemplati dal d.d.l. di delegazione europea del 2014 è stata invero frutto di una precisa scelta dell'esecutivo, che nella relazione di accompagnamento al testo osservava come "la direttiva 2014/57/UE relativa alle sanzioni penali in caso di abusi di mercato (direttiva abusi di mercato) poiché, come comunicato dal Ministero della giustizia successivamente all'approvazione preliminare, non risultano necessarie misure nazionali per la sua adozione in quanto l'ordinamento nazionale è già conforme". Alla svista ha posto rimedio il parlamento, che con legge n. 114/2015 aveva dato incarico al Governo di dare attuazione sia alla direttiva n. 57/2014, sia al regolamento n. 596/2014, delineando peraltro, all'art. 11, criteri direttivi connotati da un'eccessiva indeterminatezza, idonei a lasciare all'esecutivo un potere pressoché illimitato in ordine alla scelta delle modalità di attuazione degli strumenti sovranazionali in violazione degli artt. 25 e 76 Cost. Sul punto, BASILE, *Una nuova occasione (mancata) per riformare il comparto penalistico degli abusi di mercato?*, in *www.penalecontemporaneo.it*, 2017, p. 272. La legge, peraltro, restava inattuata, essendo spirato il termine per l'esercizio della delega.

⁹⁵ Il d.d.l. di delegazione europea 2016 persevera nella decisione di espungere la direttiva n. 57/2014 dal novero delle fonti europee cui dare attuazione, prevedendo all'art. 7 la sola "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". Anche tale regime è stato il frutto di una scelta deliberata, che emerge dalla relazione di accompagnamento al provvedimento, secondo cui "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".

Un iter travagliato di occasioni di riforma mancate ha condotto, in ultimo, all'adozione del d.lgs. n. 107/2018 - attuativo della legge di delegazione europea n. 163/2017 -, che si preoccupa peraltro di adeguare l'ordinamento interno al solo regolamento n. 596/2014, riguardante la disciplina amministrativa delle condotte integranti abuso di mercato⁹⁶. La riforma si concentra pertanto principalmente sulla fattispecie amministrativa di *insider trading*, contenendo sole poche disposizioni che lambiscono la normativa penale e lasciando così immutati i profili di incompatibilità tra la disciplina di cui agli artt. 184 ss. t.u.f. e le indicazioni sovranazionali.

5.1. I soggetti attivi.

La novità senza dubbio più rilevante introdotta dalla direttiva n. 57 del 2014 è quella relativa all'estensione della categoria dei soggetti attivi di reato. Si è detto in precedenza che, chiamato a scegliere tra lo schema normativo che ancora il divieto di *insider trading* al mero possesso di informazioni riservate (c.d. *information based approach*) e il modello che fonda la proibizione sulla veste soggettiva del titolare del privilegio informativo, il legislatore nazionale, nell'attuazione della direttiva europea n. 6/2003, ha adottato una soluzione mediana, scegliendo di punire con la misura penale l'abuso funzionale realizzato dai soggetti avvinti da un legame strumentale con notizie confidenziali e di affidare invece alla sanzione amministrativa lo sfruttamento di informazioni privilegiate realizzato da individui estranei alla categoria indicata. Ebbene, se così facendo la legge n. 62/2005 aveva determinato l'abrogazione della normativa introdotta con legge n. 157/1991 nella parte in cui includeva anche i *tippee* all'interno della fattispecie penale di abuso di *insider trading*, la direttiva n. 57 del 2014 obbliga il legislatore nazionale a ricondurre il perimetro dei soggetti attivi di reato a quello definito dalla disciplina originaria dell'illecito.

Da osservare come, nel prevedere il divieto di abuso di informazioni privilegiate - con particolare riferimento alle condotte di *trading* e *tuyautage* -, l'art. 3 co. 3 della direttiva affermi che lo stesso deve trovare applicazione a chiunque possieda informazioni riservate e rilevanti in quanto membro di organi di amministrazione, direzione e controllo dell'emittente o del

⁹⁶ Nel prevedere "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", il d.lgs. n. 107/2018 fa piena attuazione della legge n. 163/2017, che all'art. 8 non contiene alcun riferimento alla direttiva n. 57/2014.

partecipante al mercato delle quote di emissioni; in ragione della partecipazione al capitale dell'emittente o del partecipante al mercato delle quote di emissioni; in quanto ha accesso a dette informazioni nell'esercizio di un'attività lavorativa, di una professione, di una funzione o di un ufficio; in ragione del suo coinvolgimento in attività delittuose.

Se le categorie richiamate ricalcano quanto già previsto dalla normativa attualmente in vigore, la novità si trova racchiusa al secondo periodo del comma 3, secondo cui il divieto di *insider trading* 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”. Detta previsione, operante, per effetto del richiamo di cui all'art. 4 co. 3, anche per la fattispecie di comunicazione di informazioni privilegiate, estende la categoria dei soggetti attivi di reato fino a ricondurre la disciplina in materia di *market abuse* a un assetto improntato sul modello dell'*information based approach*, schema idoneo ad ancorare l'operatività del divieto di *insider trading* al solo possesso di informazioni riservate con conseguente irrilevanza delle modalità di acquisto del vantaggio conoscitivo⁹⁷.

5.2. Le condotte illecite.

Se la categoria dei soggetti attivi di reato è destinata ad essere significativamente influenzata dalla normativa sovranazionale, non altrettanto può affermarsi per la classe delle condotte tipiche. Anche nel nuovo *corpus* normativo europeo l'abuso di informazioni privilegiate si conferma invero quale fattispecie a condotta alternativa, che include la compravendita di strumenti finanziari fondata sull'impiego di notizie riservate, l'induzione di terzi alla realizzazione di operazioni borsistiche sulla base di tali informazioni e la comunicazione illecita delle stesse. Gli artt. 3 e 4 della direttiva si occupano di tipizzare i comportamenti indicati, dopo aver ribadito l'obbligo per gli Stati membri di adottare tutte le misure necessarie affinché l'abuso di informazioni privilegiate costituisca un fatto penalmente rilevante, almeno laddove commesso con dolo e connotato da una particolare gravità.

⁹⁷ L'impiego del verbo “ottenere” non deve invero indurre in errore circa la necessità di individuare una qualche attivazione da parte dell'*insider* secondario al fine di acquistare l'informazione, essendo sufficiente all'operatività del divieto di *insider trading* che l'agente versi in una condizione di possesso consapevole comunque acquistata e, dunque, guadagnata anche per effetto di circostanze casuali. Sul punto MUCCIARELLI, *L'insider trading nella rinnovata disciplina UE sugli abusi di mercato*, in *Società*, 2016(2), p. 193 ss.

5.2.1. L'abuso di informazioni privilegiate e la raccomandazione all'investimento.

Nell'individuare le condotte di abuso di informazioni e di induzione di terzi all'investimento, l'art. 3 co. 2 della direttiva n. 57/2014 afferma che lo sfruttamento borsistico di notizie riservate deve ritenersi integrato quando una persona in possesso di un vantaggio conoscitivo strutturale e immeritato ne faccia uso per acquistare o cedere strumenti finanziari, per conto proprio o di terzi, direttamente o indirettamente.

Se la descrizione della condotta illecita riflette quella prevista dalla direttiva europea n. 6/2003⁹⁸, la norma in analisi si occupa altresì di specificare, al comma 4, che ad integrare la fattispecie di *trading* è anche l'utilizzo di notizie confidenziali al fine di annullare o modificare un ordine di acquisto o vendita, inoltrato precedentemente all'acquisizione di informazioni idonee a segnalare la mancata convenienza. Si tratta di una specificazione della cui utilità appare legittimo dubitare, inducendo a tale conclusione anche l'attuale assetto della disciplina, in ragione dell'eguale disvalore insito nella modifica e nell'annullamento di una decisione di investimento già definita rispetto a quello espresso dall'inoltro di un nuovo ordine, ove dette condotte siano orientate dalla conoscenza di informazioni riservate e rilevanti. In questo senso, la circostanza che l'ordine modificato o annullato sia oggetto di una precedente deliberazione appare fondamentale ai fini del rilievo penale della condotta, il cui disvalore è racchiuso esattamente nell'incidere su una determinazione anteriore, adottata sulla base di dati disponibili al pubblico e rivelatasi svantaggiosa alla luce di conoscenze riservate acquisite successivamente.

Se quella delineata è la configurazione che la condotta di impiego borsistico di notizie privilegiate è destinata ad assumere nel prossimo futuro, l'art. 3 co. 6 della direttiva n. 57/2014 si occupa di definire la fattispecie di raccomandazione o induzione all'investimento orientata dal possesso di dati riservati. Nello specifico, la disposizione richiamata afferma che la raccomandazione o l'induzione di terzi all'impiego di informazioni privilegiate risulta integrata

⁹⁸ L'unica novità che è dato riscontrare nella descrizione della condotta tipica di cui all'art. 3 della direttiva 57/2014 è l'omessa riproposizione del sintagma "altre operazioni", che a una prima lettura potrebbe indurre a credere che solo l'acquisto e la cessione di strumenti finanziari costituiscano condotte punibili ai sensi della normativa in esame, con esclusione delle ulteriori operazioni negoziali fino ad oggi considerate. A una diversa conclusione, peraltro, induce l'estensione dell'ambito applicativo della disciplina introdotta dalla direttiva n. 57 e dal regolamento n. 596 del 2014, che include transazioni aventi ad oggetto plurimi strumenti finanziari (si veda sul punto la sezione C dell'allegato I della Dir. 2014/65/UE), tra i quali compaiono contratti derivati e di opzione relativi a plurimi prodotti e operazioni negoziali, sicché può ritenersi che ogni tipo di operazione avente ad oggetto tali strumenti integri la condotta di acquisto o cessione di cui all'art. 3 co. 2 della direttiva. A tal proposito MUCCIARELLI, *L'insider trading nella rinnovata disciplina UE*, cit.

allorché l'*insider* a) raccomandi, sulla base di tali notizie, ad altri di acquistare o cedere strumenti finanziari cui le informazioni si riferiscono o induce altri a compiere detto acquisto o cessione; b) raccomandi ad altri di annullare o modificare un ordine concernente uno strumento finanziario cui le informazioni si riferiscono o induce altri a compiere detto annullamento o modifica.

Chiarito che la condotta in analisi si differenzia da quella di *tipping* per l'inidoneità a comportare una trasmissione diretta di notizie privilegiate, non può che ribadirsi quanto l'assetto normativo vigente consente già di ritenere, ossia l'irrilevanza, ai fini del divieto di *insider trading*, dell'attuazione della raccomandazione ad opera del terzo che ne ignori il fondamento illecito. Tanto chiarito, nessuna giustificazione può invece ravvisarsi laddove detta condizione di ignoranza non sussista, in quanto il destinatario della raccomandazione sa che la stessa è stata rilasciata sulla base di informazioni privilegiate; riemergendo in tal caso la consapevolezza e la volontà, da parte del terzo, di impiegare sul mercato di borsa una condizione di indebito privilegio informativo, l'operazione negoziale da questi realizzata ricade nell'ambito operativo dell'art. 3 co. 2 della direttiva quale ipotesi di illecito utilizzo di informazioni privilegiate (art. 3 co. 7 direttiva).

5.2.2. La comunicazione di informazioni privilegiate.

La comunicazione illecita di informazioni privilegiate (c.d. *tipping*) è tipizzata in via autonoma all'art. 4 della direttiva n. 57/2014. La norma riproduce essenzialmente la formulazione della fattispecie prevista dalla MAD, affermando, al comma 2, che la condotta di *tipping* si configura laddove il soggetto in possesso di notizie riservate e rilevanti (che, come si è avuto modo di constatare, può trattarsi sia di un insediato primario, sia di un insediato secondario) le trasmetta a terzi al di fuori del normale esercizio del lavoro, della professione, della funzione o dell'ufficio svolti. La disposizione si occupa altresì di specificare che la comunicazione di informazioni confidenziali si colloca al di fuori dell'ambito operativo della fattispecie di reato laddove sia realizzata nell'ambito di un sondaggio di mercato ai sensi dell'art. 11 del regolamento n. 596/2014. Viene in rilievo, a tale riguardo, il paragrafo 4 della norma indicata, secondo cui la comunicazione di informazioni privilegiate, effettuata nel corso

di un sondaggio di mercato e nel rispetto delle indicazioni poste dalla legge⁹⁹, si considera svolta nel normale esercizio di un'occupazione, di una professione o di una funzione.

L'esimente indicata - che pare corretto configurare quale clausola di esclusione della tipicità, trattandosi di una previsione che concorre a descrivere i confini dell'area del penalmente rilevante - compare oggi, per effetto dell'entrata in vigore del d.lgs. 107/2018, all'art. 184, co. 1 lett. b), che accosta lo svolgimento del *market sounding* alle ulteriori, note, situazioni fondanti la liceità della comunicazione di informazioni sensibili.

Tanto chiarito, non inducono a particolari osservazioni il comma primo dell'articolo 4 della direttiva, che prevede l'obbligo della sanzione penale anche in relazione alle condotte di *tipping*, ove gravi e commesse con dolo, e il comma terzo, che, richiamando l'art. 3 co. 3, conferma l'estensione del divieto in esame agli *insider* secondari.

Maggiori perplessità sorgono invece alla lettura dell'art. 4 co. 4 che, nel delineare i rapporti tra la condotta di *tipping* e quella di *tuyautage*, prevede che l'induzione all'investimento, fondata su informazioni privilegiate, costituisce comunicazione illecita di notizie "quando la persona che raccomanda o induce altri al compimento dell'abuso è a conoscenza del fatto che la raccomandazione o l'induzione si basano su informazioni privilegiate".

L'interpretazione della disposizione non appare agevole.

Da osservare anzitutto come la lettera della norma induca a ritenere che la direttiva n. 57/2014 ravvisa il *discrimen* tra la condotta di raccomandazione e quella di comunicazione non nella trasmissione al terzo della notizia privilegiata ma, a monte, nella consapevolezza, da parte del soggetto agente, del fatto stesso che il consiglio di investimento si fonda su un'informazione privilegiata, sicché solo se manca detta cognizione la condotta si configura quale raccomandazione, integrando altrimenti la stessa un'ipotesi di *tipping*.

Una simile prospettazione si pone peraltro in conflitto con i principi penalistici di offensività e di colpevolezza o, in alternativa, con il canone di ragionevolezza della sanzione. L'assetto descritto dovrebbe invero intendersi diretto ad assoggettare a sanzione penale la condotta volta al rilascio di un consiglio di investimento indipendentemente dalla

⁹⁹ Viene in rilievo, a tal proposito, il procedimento di svolgimento del *market sounding* delineato dai paragrafi 1-8 dell'art. 11 MAR, che prevede, tra gli altri passaggi, l'acquisizione, da parte dell'emittente, del consenso del destinatario del sondaggio a ricevere informazioni privilegiate e la comunicazione del divieto di utilizzo delle conoscenze trasmesse, insieme alla segnalazione dell'obbligo di garantirne la riservatezza.

consapevolezza e dalla volontà, da parte del soggetto agente, del fatto che lo stesso si fonda su informazioni sensibili ignote al pubblico degli investitori. Non si vede peraltro come possa costruirsi una fattispecie di reato incentrata su una condotta di raccomandazione all'investimento non supportata dal dolo di sfruttamento di informazioni riservate, la quale, coincidendo in ultimo con la condivisione di una mera intuizione finanziaria, appare del tutto avulsa dall'abuso funzionale che la normativa in tema di *market abuse* mira a censurare.

Ne deriva il contrasto di una disciplina così congegnata con il principio di offensività, che impone di punire con la sanzione più afflittiva condotte dotate di una concreta attitudine lesiva nei riguardi di beni giuridici meritevoli di tutela, cui si aggiunge l'attrito con il canone di colpevolezza, ostativo all'ammissibilità, all'interno dell'ordinamento, di fattispecie di reato improntate sullo schema della responsabilità oggettiva.

Una diversa interpretazione che tentasse di ristabilire la compatibilità della disciplina con il principio di colpevolezza potrebbe indurre ad affermare che il *tuyautage* debba intendersi delineato quale fattispecie colposa, configurandosi invece, in presenza della consapevolezza e della volontà di fondare il consiglio di investimento su informazioni privilegiate, la diversa condotta di *tipping*. Non v'è peraltro chi non veda come tale prospettazione risulterebbe del tutto irrazionale, non comprendendosi la ragione di tipizzare il *tuyautage* quale ipotesi criminosa più grave della comunicazione di notizie riservate, unica figura idonea a realizzare in via immediata la diffusione di dati confidenziali; da considerare, altresì, che la tesi in commento risulta inaccettabile alla luce dell'art. 3 co. 1 della direttiva n. 57/2014, che impone di assoggettare a sanzione penale anche la condotta di raccomandazione all'investimento, ove commessa con dolo.

Ai rilievi esposti si aggiunge infine la considerazione della natura irragionevole di un assetto normativo che consente una sovrapposizione sul piano oggettivo delle fattispecie di raccomandazione e di comunicazione, ancorandone la distinzione al solo stato soggettivo in cui versa l'agente. Le condotte in esame si differenziano invero già sotto il profilo materiale, essendo volto il *tuyautage* all'impiego borsistico, benché indiretto, di conoscenze privilegiate - ragione per cui viene accostato dal legislatore all'abuso di informazioni - e comportando invece la condotta di *tipping* solo l'estensione della platea dei soggetti a conoscenza di notizie riservate, con conseguente pericolo di un futuro impiego delle stesse. Detta diversa attitudine offensiva si riflette in una differente calibrazione del trattamento sanzionatorio, prevendo l'art

8 della direttiva n. 57/2014 la pena della reclusione per una durata massima non inferiore nel minimo ad anni quattro solo per le fattispecie di *trading* e *tuyautage*, stabilendo per la comunicazione illecita di notizie riservate una pena con limite minimo pari ad anni due di reclusione¹⁰⁰.

Emerge pertanto già dal raffronto delle fattispecie astratte come a differenziare le figure di *tipping* e *tuyautage* sia il fatto stesso della trasmissione dell'informazione al terzo, che si realizza solo nell'ipotesi di *tipping* e che giustifica l'irrelevanza, ai fini dell'art. 184 t.u.f., dell'attuazione del consiglio di investimento da parte del *tuyautee* che ne ignori il fondamento illecito. Tanto chiarito, appare evidente l'inammissibilità di una disciplina che individui nello stato soggettivo dell'*insider*, primario o secondario, l'elemento distintivo tra le due ipotesi di reato; stato soggettivo che, da un lato, si configura in entrambi i casi quale consapevolezza e volontà di impiegare indebitamente informazioni privilegiate e, dall'altro lato, risulta del tutto inidoneo a riflettere il disvalore delle condotte.

Non resta pertanto che augurarsi che, nel trasporre le indicazioni europee all'interno dell'ordinamento nazionale, il legislatore decida di confermare la prospettazione che distingue le fattispecie di comunicazione di informazioni e di raccomandazione all'investimento alla luce delle modalità di estrinsecazione della condotta, lasciando all'elemento soggettivo la funzione di concorrere, sul piano dell'accertamento del fatto, all'individuazione della condotta tipica ovvero alla determinazione della misura della sanzione *ex art.* 133 c.p.

6. Induzione, favoreggiamento, concorso, tentativo.

Per completezza, pare opportuno osservare come il legislatore europeo abbia ritenuto di dedicare una disposizione autonoma alla previsione dell'obbligo di criminalizzazione dell'induzione alla commissione del reato di *insider trading*, nonché alle fattispecie di favoreggiamento, tentativo e concorso di persone nell'illecito. Nello specifico, l'art. 6 della direttiva n. 57/2014 afferma, al comma primo, che gli Stati membri sono tenuti ad adottare le misure necessarie affinché le figure dell'induzione, del favoreggiamento e del concorso negli illeciti di cui agli artt. 3 e 4 siano punibili come reati, aggiungendo, al comma secondo, l'obbligo

¹⁰⁰ Sul punto BASILE, *Una nuova occasione, cit.*, osserva come il mancato recepimento della direttiva ad opera del legislatore nazionale determini la contrarietà della disciplina interna all'art. 117 Cost. e arrechi pregiudizio all'imputato di un fatto integrante un'ipotesi di *tipping*, comportando l'applicazione di una sanzione più grave di quella attualmente prevista in sede sovranazionale.

di prevedere la punibilità a titolo di tentativo delle fattispecie di cui al solo art. 3, che regola l'impiego sul mercato di informazioni privilegiate e la raccomandazione all'investimento. Resta pertanto esclusa dall'area del delitto tentato la condotta di comunicazione di informazioni privilegiate, destinata ad assumere rilievo nella sola forma consumata.

Le disposizioni esaminate - che appaiono in linea con l'intento ispiratore dell'intero intervento normativo sovranazionale, volto ad apprestare un sistema di tutela dell'integrità del mercato più rigido ed efficace di quello introdotto con la direttiva n. 6 del 2003 - impongono al legislatore italiano un obbligo solo parziale di intervento in riforma della disciplina vigente. Invero, il concorso di persone nel reato di abuso di informazioni privilegiate si trova ad essere già sanzionato, all'interno dell'ordinamento nazionale, in forza dell'accostamento, all'art. 184 t.u.f., della clausola generale di cui all'art. 110 c.p. Lo stesso dicasi per la fattispecie tentata, prevista all'art. 56 c.p. in relazione alle ipotesi delittuose commesse con dolo¹⁰¹. A tale riguardo non può che salutarsi con favore la scelta del legislatore sovranazionale di escludere la condotta di *tipping* dall'ambito delle figure criminose suscettibili di integrare la fattispecie tentata. Se invero il *tipping* integra un reato di pericolo al pari delle altre condotte tipizzate all'art. 184 t.u.f., lo stesso si distingue dall'abuso di informazioni e dal *tayutaugé* per il fatto di non mirare in via immediata all'impiego di notizie riservate, risiedendo la sua attitudine offensiva nella sola idoneità ad aggravare il pericolo di commissione di operazioni distorsive dei regolari meccanismi di mercato attraverso l'estensione della categoria dei soggetti a conoscenza di informazioni privilegiate. Tanto chiarito, deve condividersi la decisione di non prevedere, in relazione a tale figura di reato, una fattispecie tentata imperniata su un ulteriore arretramento della soglia della punibilità, che condurrebbe ad assoggettare a sanzione penale comportamenti capaci solo di ingenerare il pericolo di un pericolo di diffusione di informazioni rilevanti, a sua volta comportante il rischio di un loro indebito sfruttamento.

Ferma restando la normale operatività della clausola di cui all'art. 56 c.p., all'interno della quale non assume rilevanza la modalità offensiva della condotta tipica e dunque il suo atteggiarsi quale reato di danno o di pericolo¹⁰², non resta che augurarsi che l'interpretazione

¹⁰¹ Sulla configurabilità della fattispecie tentata in relazione all'illecito di *insider trading*, con specifico riguardo all'ipotesi del divieto operativo, MUCCIARELLI, *Sub art. 184, cit.*, p. 2371, che richiama il caso in cui l'ordine di acquisto o vendita inviato non sia eseguito da parte dell'intermediario incaricato e la diversa ipotesi in cui, prima che l'ordine venga attuato, l'informazione impiegata divenga pubblica.

¹⁰² Vale la pena di richiamare, a tale riguardo, la pronuncia resa da Cass., Sez. I, 9 settembre 2015, n. 40699, secondo cui "non è la particolare natura del reato (di pericolo) ad impedire - di per sé - l'applicazione della

giurisprudenziale induca ad escludere la configurabilità della forma tentata in tutte le ipotesi in cui, per il particolare atteggiarsi della condotta illecita nel caso concreto, la stessa risulti incompatibile con il canone penalistico di offensività.

Per concludere, se con riferimento all'ipotesi del favoreggiamento le direttive europee possono essere ottemperate attraverso il ricorso all'art. 378 c.p., un intervento del legislatore nazionale appare indispensabile al fine di garantire il rilievo penale dell'induzione alla commissione del reato di *insider trading*. A questo riguardo risulta possibile immaginare l'inserimento di una fattispecie di reato simile a quella di cui all'art. 322 c.p.¹⁰³, anche se permangono dubbi circa l'opportunità di prevedere una simile figura criminosa, espressione di una volontà punitiva forse eccessiva rispetto all'astratta offensività del fatto, ove posto a confronto con illeciti per i quali l'ordinamento non contempla un'analoga fattispecie di induzione¹⁰⁴.

7. Rilievi critici.

Si è avuto modo di osservare come la direttiva europea n. 57 del 2014 miri, insieme al regolamento n. 596/2014, ad apprestare un sistema di prevenzione e sanzione delle condotte integranti abuso di mercato più completo ed efficace di quello delineato dalla precedente direttiva n. 6/2003, la cui attuazione all'interno degli ordinamenti nazionali si è caratterizzata per incongruità e lacune tali da minare la costruzione di un mercato unico integro ed efficiente.

Nell'ambito di questo primo capitolo, si è avuto modo di osservare come le indicazioni comunitarie si siano mosse nella direzione di un'estensione della categoria dei soggetti attivi di reato - che torna a comprendere gli *insider* secondari, fino ad oggi destinatari della più blanda sanzione amministrativa - e di una maggiore specificazione delle condotte tipiche, in relazione

generale previsione estensiva di cui all'art. 56 c.p., quanto la struttura della singola fattispecie (il che rende non pertinenti i richiami esposti dal Tribunale ad arresti di questa corte relativi a reato del tutto diverso) e la possibilità o meno di identificare in concreto una "progressione della esposizione a pericolo" dei beni giuridici protetti".

¹⁰³ Così anche AMATI, *Abusi di mercato e sistema penale*, 2012, p. 431, che ravvisa la necessità di "introdurre una specifica ipotesi di reato, stante (...) la non punibilità, in termini generali, della mera istigazione, ex art. 115 c.p."

¹⁰⁴ Se la fattispecie di cui all'art. 322 c.p., come riformata dalla legge 6 novembre 2012, n. 190, risponde all'intento di apprestare una tutela più efficace dell'interesse giuridico al buon andamento e all'imparzialità dell'azione amministrativa, caldeggiata anche in sede sovranazionale, per reati dotati di un disvalore affine a quello espresso dalle condotte di abuso di mercato, quali quelli individuati dal titolo XI del libro V c.c., l'ordinamento non prevede la figura dell'istigazione a delinquere.

alle quali si è sottolineata l'urgenza di prevedere il rilievo penale delle figure dell'induzione, del favoreggiamento, del tentativo e del concorso nel reato.

Ebbene, le innovazioni fino ad ora analizzate non mancano di sollevare dubbi in ordine alla loro opportunità e correttezza. Riservandoci di svolgere più ampie osservazioni a seguito di un'analisi completa del sistema regolatorio delineato dai recenti strumenti europei, pare opportuno anticipare fin d'ora che l'indubbia severità della disciplina prossima ad essere attuata non sembra riflettere un'attenta valutazione delle problematiche che si pongono sul fronte dell'individuazione degli strumenti più idonei ad apprestare una tutela efficace del mercato finanziario.

Consistenti perplessità emergono, anzitutto, di fronte alla richiamata espansione della categoria dei soggetti attivi di reato. L'aver esteso l'ambito applicativo del divieto di *insider trading* oltre i confini individuati dalla titolarità di una posizione di accesso diretto e funzionale ad informazioni privilegiate determina l'adesione della normativa a un modello di parità informativa che presenta plurimi profili di irragionevolezza. Da un lato, come si è già avuto modo di osservare, l'approccio c.d. *information-based*, volto a garantire la parificazione dei patrimoni conoscitivi dei partecipanti al mercato, appare lontano dalla realtà delle piattaforme finanziarie, dove le disparità informative non solo sono inevitabili, ma si rivelano anche essenziali a garantire il regolare svolgersi delle negoziazioni. Dall'altro lato, non si vede la ragione di equiparare sul piano sanzionatorio condotte connotate da un diverso disvalore, quali sono quelle di abuso di mercato ove commesse da *insider* primari ovvero da insediati secondari. Appare invero evidente come l'abuso di notizie riservate da parte di soggetti che ne dispongono per ragioni inerenti all'attività lavorativa o alla funzione svolta si caratterizzi per una gravità maggiore di quella espressa dall'impiego di conoscenze acquistate in modo indiretto o fortuito. L'abuso di posizione, integrato dall'utilizzo di dati informativi detenuti per finalità professionali, di cui si è obbligati a garantire la riservatezza, non sussiste invero nell'ipotesi in cui a fare impiego della notizia *material* sia un soggetto sul quale non gravi nessun dovere di correttezza o fedeltà nei riguardi dell'emittente o del mercato.

Di fronte alla perentorietà delle disposizioni europee, che impongono di assoggettare a sanzione penale anche l'*insider trading* secondario, non resta che augurarsi che il legislatore nazionale, in sede di recepimento della normativa, decida di prevedere in relazione a tale ipotesi un alleviamento del carico sanzionatorio attraverso l'introduzione di una fattispecie autonoma

di reato ovvero di una circostanza attenuante. Un simile intervento, pare opportuno evidenziarlo, risulterebbe appropriato anche allo scopo di attenuare il conflitto esistente tra la disciplina interna degli abusi di mercato e il *ne bis in idem* sovranazionale, che si trova ad essere aggravato dall'estensione della classe dei soggetti destinatari della duplicazione sanzionatoria.

Se le criticità inerenti alla nuova definizione delle condotte di *insider trading* sono state già esposte in sede di analisi degli artt. 3 e 4 della direttiva, i quali ripropongono nei tratti essenziali i contenuti della MAD, con l'aggiunta di disposizioni in parte superflue e in parte difficilmente comprensibili, gli ulteriori aspetti problematici che connotano la normativa si apprezzano sotto profili diversi da quelli finora esaminati. Invero, sia la nozione di informazione privilegiata, come emergente dalle disposizioni eurounitarie, sia il doppio binario sanzionatorio, riproposto per gli illeciti di *market abuse* con cadenze parzialmente diverse da quelle proprie della regolazione previgente, presentano delle sfide consistenti per l'interprete. Gli istituti indicati, che saranno oggetto di analisi nel prosieguo della trattazione, non sono stati interessati da profili di novità rilevanti nei recenti strumenti normativi europei e, anche a causa dell'inerzia finora mantenuta dal legislatore interno, sembrano riproporre invariate le medesime complessità manifestate nell'assetto delineato dalla direttiva n. 6 del 2003.

Capitolo II

L'INFORMAZIONE PRIVILEGIATA

1. Rilievi introduttivi.

Si è avuto modo di osservare come la trasparenza dell'informazione finanziaria costituisca un presupposto necessario dell'integrità del mercato mobiliare e della fiducia degli investitori nel suo corretto operare, rappresentando di conseguenza l'interesse alla cui tutela sono orientati sia il divieto di manipolazione del mercato, sia quello di *insider trading*¹⁰⁵. Si comprende così come la nozione di informazione privilegiata integri un elemento costitutivo fondamentale del reato di *insider trading*, la cui corretta delineazione appare necessaria ai fini di un'esatta perimetrazione dell'ambito applicativo della fattispecie.

Peraltro, è esattamente sotto il profilo che ci si appresta ad esaminare che si registrano le maggiori incertezze. Lo sforzo profuso dal legislatore, europeo e nazionale, nella descrizione degli elementi costitutivi dell'informazione privilegiata non ha invero impedito che tale figura appaia tuttora sfuggente, in ragione dell'elevato tecnicismo che la connota e dell'impossibilità,

¹⁰⁵ Oltre alle fonti, normative e dottrinali, indicate al cap. I, par. 2, si richiamano, sul punto, CONSULICH-MUCCIARELLI, *Informazione e tutela penale dei mercati finanziari nello specchio della normativa eurounitaria sugli abusi di mercato*, in *Società*, 2016(2), p. 182, che evidenziano come l'interesse dell'investitore sia quello a “un'informazione corretta (chiara, tempestiva e non fuorviante) e tendenzialmente completa, che gli permetta scelte razionali (più esattamente: consapevoli)”; la protezione di tale interesse “corrisponde a quella che viene chiamata tutela della correttezza e della integrità del mercato e della sua trasparenza rispetto all'esigenza di assicurarne/garantirne l'appetibilità/accessibilità da parte di un sempre più vasto numero di soggetti” sicché, in conclusione, “il mercato o l'integrità dei suoi meccanismi devono essere intesi come un travestimento verbale degli interessi informativi dei soggetti che partecipano agli scambi finanziari”.

stante la mutevolezza delle ipotesi concrete che di volta in volta si sottopongono all'analisi dell'organo giudicante, di costringere i suoi tratti caratteristici all'interno di rigidi confini predeterminati.

La nozione domestica di informazione privilegiata costituisce attuazione delle indicazioni contenute all'art. 1 della direttiva europea n. 6/2003, che per prima ha introdotto la figura di notizia sensibile rilevante ai fini della normativa in materia di *market abuse*, trovando trasposizione nell'ordinamento interno all'art. 181 del testo unico della finanza. La norma è stata recentemente abrogata dal d.lgs. n. 107/2018, attuativo del regolamento (UE) n. 596/2014, che ha inserito all'art. 180 t.u.f. il co. 1 lett. b-ter), riformulando la nozione di informazione privilegiata attraverso il rinvio all'art. 7 del regolamento n. 596/2014. Tale disposizione contiene delle novità rispetto all'assetto normativo previgente, concernenti alcune specificazioni in punto di precisione della notizia, la riformulazione del requisito della *price-sensitivity* e una disciplina puntuale delle informazioni riguardanti fattispecie a formazione progressiva. Come si avrà modo di constatare, peraltro, quelle indicate si configurano quali innovazioni di poco momento, avendo il recente intervento normativo lasciato immutati i tratti essenziali della figura in analisi e, soprattutto, i profili di criticità che la connotavano già all'interno del quadro delineato dalla MAD.

Di seguito, ci si occuperà di esaminare gli elementi costitutivi dell'informazione privilegiata alla luce dell'interpretazione giurisprudenziale, nazionale e sovranazionale, formatasi in riferimento all'assetto delineato dall'art. 181 t.u.f., per poi analizzare i profili di novità recentemente introdotti per mezzo del regolamento (UE) n. 596/2014 e del d.lgs. n. 107/2018.

2. Gli elementi costitutivi dell'informazione privilegiata: la precisione.

L'art. 181, comma 1, del d. lgs 58/1998 definiva l'informazione privilegiata come una notizia 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. La norma delineava così i quattro elementi concorrenti alla definizione della fattispecie, che sono la *precisione*, attinente al grado di specificità della notizia, la *riservatezza*, inerente alla diffusione dell'informazione tra il pubblico degli investitori, l'*oggetto*, relativo al contenuto, e

la *price-sensitivity*, ossia l' idoneità della notizia, ove resa pubblica, ad influire sulle quotazioni degli strumenti presi in esame.

Gli indicati tratti distintivi si presentano pressoché invariati nell' art. 7 co. 1 lett. a), richiamato dall' attuale art. 180 co. 1 lett. b-ter) t.u.f., che ripropone immutati gli elementi della precisione, della riservatezza e dell' oggetto dell' informazione - integrati da alcune specificazioni inerenti agli strumenti derivati su merci, le quote di emissioni e i prodotti oggetto d' asta¹⁰⁶ -, riformando solo il carattere della *price-sensitivity*, ravvisato nella notizia che, se resa pubblica, “potrebbe avere un effetto significativo sui prezzi di tali strumenti finanziari o sui prezzi di strumenti finanziari derivati collegati”.

Rimandando l' esame di tale profilo di novità e concentrandoci sul primo degli elementi costitutivi indicati, occorre osservare come il carattere della precisione della notizia vada individuato sulla scorta di due sotto-criteri, previsti attualmente all' art. 7 co. 2 del regolamento n. 596/2014. Ripercorrendo la formulazione del previgente art. 181 co. 3 t.u.f.¹⁰⁷, la norma afferma invero che un' informazione deve ritenersi di carattere preciso se “fa riferimento a una serie di circostanze esistenti o che si può ragionevolmente ritenere che vengano a prodursi o a un evento che si è verificato o del quale si può ragionevolmente ritenere che si verificherà” ed

¹⁰⁶ Nel delineare l' elemento della precisione con riferimento agli strumenti indicati, l' art. 7 co. 1 del regolamento (UE) n. 596/2014 afferma invero che “in relazione agli strumenti derivati su merci, un' informazione avente un carattere preciso, che non è stata comunicata al pubblico, concernente, direttamente o indirettamente, uno o più di tali strumenti derivati o concernente direttamente il contratto a pronti su merci collegato, e che, se comunicata al pubblico, potrebbe avere un effetto significativo sui prezzi di tali strumenti derivati o sui contratti a pronti su merci collegati e qualora si tratti di 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” e “in relazione alle quote di emissioni o ai prodotti oggetto d' asta correlati, un' informazione avente un carattere preciso, che non è stata comunicata al pubblico, concernente, direttamente o indirettamente, uno o più di tali strumenti e che, se comunicata al pubblico, potrebbe avere un effetto significativo sui prezzi di tali strumenti o sui prezzi di strumenti finanziari derivati collegati”.

¹⁰⁷ L' art. 181 co. 3 t.u.f. individuava nell' informazione di carattere preciso quella che a) si riferisce ad un complesso di circostanze esistente o che si possa ragionevolmente prevedere che verrà ad esistenza o ad un evento verificatosi o che si possa ragionevolmente prevedere che si verificherà; b) è sufficientemente specifica da consentire di trarre conclusioni sul possibile effetto del complesso di circostanze o dell' evento di cui alla lettera a) sui prezzi degli strumenti finanziari. In tal senso la norma riproponeva il disposto dell' art. 1 della direttiva di secondo livello 2003/124 CE, che nell' attuare l' art. 1, punto 1, della direttiva 2003/6/CE afferma che “si ritiene che un' informazione abbia 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”. Al comma 2, la norma prevede inoltre che 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 si intende un' informazione che presumibilmente un investitore ragionevole utilizzerebbe come uno degli elementi su cui fondare le proprie decisioni di investimento”.

“è sufficientemente specifica da permettere di trarre conclusioni sul possibile effetto di detto complesso di circostanze o di detto evento sui prezzi degli strumenti finanziari o del relativo strumento finanziario derivato, dei contratti a pronti su merci collegati o dei prodotti oggetto d’asta sulla base delle quote di emissioni”.

La prima delle condizioni richiamate è diretta ad affermare la necessità di individuare un substrato fattuale dell’informazione riservata e rilevante. La notizia privilegiata è invero quella avente ad oggetto dati storici della realtà fenomenica, con conseguente esclusione delle informazioni concernenti mere voci sprovviste di valido fondamento (*rumours*) e delle valutazioni e congetture prive di riscontri fattuali definiti¹⁰⁸. Detto substrato storico può configurarsi come attuale o come destinato a realizzarsi in futuro, purché la sua verifica non sia apprezzabile in termini di mera possibilità ma, come induce a ritenere l’impiego dell’avverbio “ragionevolmente”, possa stimarsi come probabile alla luce di un’attenta analisi di tutti gli elementi connotanti il caso concreto¹⁰⁹.

Da notare come il problema inerente al valore da riconoscersi alle notizie concernenti fatti destinati a realizzarsi in futuro si intersechi con quello riguardante la rilevanza, ai fini dell’art. 184 t.u.f., delle condotte volte allo sfruttamento di informazioni aventi ad oggetto circostanze che integrano fattispecie a formazione progressiva. A tale riguardo la dottrina opera invero una distinzione tra le informazioni idonee ad incidere sulle quotazioni in via autonoma

¹⁰⁸ Così NAPOLEONI, *op. cit.*, p. 584 s.; MUCCIARELLI, *Sub art. 184, cit.*, p. 2328 s.

¹⁰⁹ A tale riguardo Corte di Giustizia 28 giugno 2012, Markus Gelte c. Daimler AG, individua quella della prospettiva concreta di verifica dell’evento quale punto di equilibrio tra un approccio che intende l’avverbio “ragionevolmente” come riferito ai soli eventi che appaiono realizzabili secondo un grado di probabilità confinante con la certezza e l’indirizzo che estende l’ambito applicativo della clausola fino ad includervi anche le circostanze caratterizzate da una mera possibilità di verifica. Se l’interpretazione più restrittiva appare idonea a tradire gli obiettivi di tutela dell’integrità del mercato e della fiducia del pubblico degli investitori perseguiti dalla normativa sovranazionale, accordando un indebito vantaggio a chi si trovi in possesso di informazioni dotate di una prospettiva di realizzazione concreta, benché non connotata da un elevato grado di probabilità, l’opposto indirizzo appare confliggente con l’esigenza di certezza del diritto, costringendo gli emittenti a diffondere al mercato notizie prive di carattere concreto e inidonee ad influire sulle quotazioni. Rigettando il c.d. *probability-magnitude test*, inoltre, la Corte ha chiarito come detto grado di probabilità di verifica dell’evento non debba essere valutato diversamente alla luce dell’entità dell’effetto che il rilascio dell’informazione appare suscettibile di determinare sulle quotazioni. Una simile conclusione non trova invero alcun appiglio nella formulazione testuale dell’art. 1 para. 1 direttiva 2003/124, oltre a poggiare su un’errata sovrapposizione delle nozioni di precisione e *price-sensitivity* della notizia, elementi indipendenti e ugualmente concorrenti alla determinazione dell’informazione privilegiata. Sul punto MUCCIARELLI, *Sub art. 184, cit.*, p. 2344 suggerisce l’impiego, ai fini dell’accertamento della prospettiva di verifica dei fatti su cui si incentra l’informazione, di un giudizio di prognosi postuma *ex ante* che, mediante il ricorso alle leggi scientifiche e alle massime di esperienza applicabili al settore, induca ad accertare la probabile verifica dell’evento futuro “*in modo documentato e secondo schemi e paradigmi verificabili*”, ancorati ad “*elementi fattuali esistenti nel presente (cioè nel momento nel quale il giudizio stesso viene formulato)*”.

e immediata, in quanto di per sé dotate di significato, e quelle che invece divengono oggetto di interesse poiché richiamano eventi prodromici di circostanze future rilevanti per il mercato¹¹⁰. Le fattispecie più comuni che vengono in rilievo sul punto sono quelle riguardanti l'esistenza di trattative negoziali in corso tra due emittenti ovvero la conclusione di operazioni la cui efficacia sia subordinata all'approvazione dell'organo amministrativo societario; si tratta evidentemente di informazioni idonee a suscitare l'interesse degli investitori e ad influire sul prezzo dei titoli dell'ente interessato al pari di quelle aventi ad oggetto la conclusione dell'operazione ovvero il perfezionamento dell'accordo.

Ebbene, l'attrazione dei predetti dati conoscitivi all'interno della nozione di informazione privilegiata, in un primo momento affermata in via interpretativa dalla giurisprudenza della Corte europea di Giustizia e dalla dottrina maggioritaria¹¹¹, appare oggi stabilita a livello legislativo. Nel delineare l'elemento della precisione dell'informazione, l'art. 7 del regolamento europeo n. 596/2014 afferma invero, al comma 2, che “nel caso di un processo prolungato che è inteso a concretizzare, o che determina, una particolare circostanza o un particolare evento, tale futura circostanza o futuro evento, nonché le tappe intermedie di detto processo che sono collegate alla concretizzazione o alla determinazione della circostanza o dell'evento futuri, possono essere considerate come informazioni aventi carattere preciso”, aggiungendo, al comma 3, che “una tappa intermedia in un processo prolungato è considerata un'informazione privilegiata se risponde ai criteri fissati nel presente articolo riguardo alle informazioni privilegiate”.

Tanto chiarito, appare evidente come la notizia avente ad oggetto la fase intermedia di una fattispecie a formazione progressiva possa ritenersi rilevante ai sensi dell'art. 180 co.1 lett. b-ter) t.u.f. solo laddove appaia dotata a sua volta del carattere della precisione e, pertanto,

¹¹⁰ Così NAPOLEONI, *op. cit.*, p. 584.

¹¹¹ Sul punto ancora Corte di Giustizia, 28 giugno 2012, Markus Gelte c. Daimler AG ha affermato come un'informazione relativa a una fase intermedia di una fattispecie a formazione progressiva appaia idonea a configurare un'informazione privilegiata soggetta agli obblighi di *disclosure* facenti capo agli emittenti laddove sia dotata del carattere della precisione. Ricordando come la direttiva europea n. 6/2003 miri alla tutela dell'integrità del mercato e alla salvaguardia della fiducia del pubblico degli investitori, la Corte ha invero osservato che “*escludere che un'informazione relativa a una siffatta fase di una fattispecie a formazione progressiva possa essere considerata un'informazione avente un carattere preciso, ai sensi dell'articolo 1, punto 1, della direttiva 2003/6, vanificherebbe l'obbligo, previsto all'articolo 6, paragrafo 1, primo comma, di quest'ultima di rendere pubblica tale informazione, anche qualora essa abbia un carattere del tutto specifico e pur in presenza anche degli altri elementi costitutivi di un'informazione privilegiata riportati al punto 25 della presente sentenza*”, consentendo ai detentori di tale informazione di “*trovarsi in una posizione avvantaggiata rispetto agli altri investitori*” e di “*trarne profitto a scapito di coloro che la ignorano*”.

qualora risulti ancorata ad un concreto ed effettivo substrato fattuale¹¹². Qualità, quest'ultima, che non può evidentemente riconoscersi a notizie che segnalano, ad esempio, la sola eventualità della futura predisposizione di un programma negoziale, le quali integrano mere congetture inidonee a far scattare il divieto operativo.

I predetti rilievi appaiono confermati dal combinato disposto dei considerando n. 16 e 17 del regolamento n. 596/2014 che, nell'individuare i tratti caratteristici delle notizie concernenti una fase intermedia di un processo integrante una fattispecie progressiva¹¹³, afferma l'idoneità delle stesse a costituire un'informazione privilegiata laddove riguardino circostanze relative ad eventi esistenti o che appaiano verificabili alla luce di una prospettiva fondata su una valutazione complessiva dei fattori disponibili, ribadendo la necessità che le stesse rispondano agli ulteriori criteri stabiliti dal regolamento con riguardo alle informazioni privilegiate¹¹⁴.

Prima di passare all'analisi del secondo elemento costitutivo della precisione dell'informazione privilegiata e, nello specifico, del carattere della specificità della notizia, pare opportuno chiarire l'irrilevanza, ai fini dell'art. 180 co. 1 lett. b-ter) t.u.f., dei vantaggi informativi ottenuti per mezzo di studi e analisi aventi ad oggetto circostanze note o comunque accessibili al pubblico. La normativa in materia di *insider trading* mira invero a censurare lo sfruttamento di dati informativi di cui il soggetto agente disponga in ragione dell'attività professionale svolta (insediati primari) o di qualunque ulteriore circostanza tale da configurare il vantaggio conoscitivo come "immeritato" (insediato secondario), sicché restano fuori dall'ambito operativo della fattispecie tutte quelle condotte dirette ad impiegare una condizione di favore derivante da superiori capacità di analisi, che consentano una più profonda

¹¹² Con particolare riferimento all'informazione relativa all'imminente lancio di un'offerta pubblica di acquisto, è stato osservato come la notizia possa ritenersi precisa, e pertanto rilevante, anche nella fase delle trattative anteriori al perfezionamento dei dettagli dell'operazione, purché le circostanze del caso concreto siano tali da rendere fondata la prospettiva di conclusione della stessa (così CARRIERE, *I profili informativi delle fasi propedeutiche di operazioni di M&A successivamente al recepimento della direttiva market abuse*, in *Riv. Soc.*, 2006, p. 338 ss.).

¹¹³ Il considerando n. 17 individua a tale riguardo le notizie concernenti 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 incluso in un indice principale o la cancellazione di uno strumento finanziario da un tale indice.

¹¹⁴ Sul punto pare opportuno osservare che, ai fini dell'accertamento della natura privilegiata delle informazioni indicate, il considerando n. 16 afferma l'irrilevanza dell'entità dell'effetto che le circostanze fattuali integranti la fase intermedia cui la notizia si riferisce appaiono idonee a determinare sulle quotazioni.

comprensione di dati pubblici e disponibili agli operatori di mercato¹¹⁵; condotte la cui repressione – pare superfluo ricordarlo – arrecherebbe un pregiudizio irrimediabile al mercato, determinando un disincentivo per quelle attività di ricerca che rappresentano il presupposto essenziale del sistema degli scambi e della stessa diffusione di nuove informazioni sulle piattaforme di negoziazione.

Ciò posto, due precisazioni appaiono necessarie. Sotto un primo profilo, occorre osservare come l'esclusione dall'ambito applicativo degli artt. 184 e 187 *bis* t.u.f. delle condotte dirette all'impiego delle informazioni prima indicate è tale solo per l'autore dello studio, configurandosi la ricerca, rispetto a quanti non abbiano preso parte alla sua elaborazione, come una condizione di vantaggio informativo estranea all'agente e pertanto insuscettibile di essere sfruttata sul mercato. Una conferma di tale assunto si rinviene nel considerando n. 28 del regolamento (UE) n. 596/2014, secondo cui, laddove lo studio sia destinato alla diffusione, lo stesso non può essere oggetto di utilizzo, nel periodo intercorrente tra la sua formulazione e la sua pubblicazione, ad opera di soggetti diversi dall'autore¹¹⁶.

Sotto un diverso aspetto, va evidenziato come l'irrilevanza penale dello sfruttamento di vantaggi informativi guadagnati attraverso attività di analisi venga meno laddove le valutazioni impiegate si riflettano su dati della realtà non disponibili a pubblico degli investitori, in quanto rilasciati al soggetto agente in via individuale e selettiva. Si tratta di una circostanza, questa, che si verifica, ad esempio, nel corso degli incontri che gli analisti finanziari hanno con i soggetti apicali degli emittenti, che cerchino di attrarre su di sé l'attenzione degli operatori professionali rilasciando notizie prossime alla pubblicazione nell'intento di guadagnare in tal modo valutazioni positive. Pare opportuno evidenziare, sul punto, come il tema indicato sia stato oggetto, nell'ordinamento statunitense, di un intervento specifico ad opera dell'autorità di

¹¹⁵ Corroborano detta conclusione sia il considerando n. 31 della direttiva 6/2003, secondo cui “non si dovrebbero considerare informazioni privilegiate le ricerche e le valutazioni elaborate a partire da dati di dominio pubblico e, pertanto, qualsiasi operazione effettuata in base a tale tipo di ricerca o valutazione non dovrebbe essere considerata di per sé utilizzazione di informazioni privilegiate ai sensi della presente direttiva”, sia l'art. 114, commi 8, 9, 11 del d. lgs. n. 58/1998, che nel disciplinare la diffusione di ricerche, valutazioni e statistiche prevede regole diverse da quelle prescritte per la comunicazione al pubblico delle informazioni di cui al comma primo.

¹¹⁶ Il considerando n. 28 afferma, nello specifico, che “non dovrebbero essere considerate informazioni privilegiate le ricerche e le valutazioni basate su dati di dominio pubblico e il semplice fatto che un'operazione sia effettuata in base a tale tipo di ricerca o valutazione non dovrebbe pertanto essere considerata un'utilizzazione di informazioni privilegiate. Tuttavia, ad esempio, quando il mercato si aspetta che, di regola, l'informazione sia pubblicata o distribuita e quando tale pubblicazione contribuisce alla formazione del prezzo di strumenti finanziari o l'informazione fornisce opinioni di un commentatore o di un'istituzione di mercato riconosciuti, che possono influire sui prezzi di strumenti finanziari collegati, le informazioni possono costituire informazioni privilegiate”. Sul punto CONSULICH-MUCCIARELLI, *op. cit.*, p. 188 s.

vigilanza, che con l'emanazione della *regulation fair disclosure* ha stabilito l'illiceità della comunicazione selettiva di informazioni sensibili agli operatori professionali, imponendo, ogniqualvolta si verifici detta trasmissione di conoscenze, la pronta diffusione delle stesse al pubblico¹¹⁷.

2.1. La specificità dell'informazione.

Come si è avuto modo di anticipare, il secondo elemento che concorre a definire l'elemento della precisione della notizia è quello della *specificità*. A tale riguardo l'art. 7 co. 2 del regolamento n. 596/2014 afferma che un'informazione deve ritenersi di carattere preciso se è sufficientemente specifica da consentire di trarre conclusioni sull'effetto che il complesso di circostanze o l'evento cui la stessa si riferisce potrebbero provocare 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.

Se la disposizione di cui al primo periodo della norma richiamata appare diretta a chiarire l'esigenza che l'informazione privilegiata poggi su un concreto substrato fattuale, quella da ultimo indicata mira ad individuare una caratteristica che si apprezza tutta sul piano degli effetti potenzialmente derivanti dal rilascio della notizia. Affinché un'informazione possa dirsi precisa, risulta invero essenziale non solo che la stessa sia dotata di un sufficiente grado di concretezza, ma anche che - sulla base di un giudizio che si accosta a quello diretto ad accertare la sensibilità dell'informazione¹¹⁸ - sia possibile prevedere in termini di certezza la direzione, positiva o negativa, dell'alterazione dalla stessa potenzialmente derivante sulle quotazioni.

Da osservare come la circostanza per cui l'elemento della specificità dell'informazione, già previsto all'articolo 1, paragrafo 1, della direttiva n. 2003/124, compare oggi anche all'art. 7 del regolamento n. 596/2014 imponga di ritenere definitivo il superamento della contraria opinione espressa dalla Corte di Giustizia europea nella recente pronuncia Jean-Bernard Lafonta¹¹⁹.

Con la sentenza richiamata la Corte era stata invero investita dalla Corte di Cassazione francese della questione pregiudiziale inerente l'interpretazione dell'art. 1, punto 1, della

¹¹⁷ Si richiama, sul punto, il par. 4.2. del capitolo I.

¹¹⁸ Così anche MUCCIARELLI, *Sub. art. 184, cit.*, p. 2330; NAPOLEONI, *op. cit.*, p. 585.

¹¹⁹ Corte di Giustizia, 11 marzo 2015, Causa C-628/13.

direttiva 2003/6/CE e dell'art. 1, paragrafo 1, della direttiva 2003/124/CE; nello specifico, alla Corte si chiedeva di chiarire se le nome indicate “debbono essere interpretate nel senso che possono costituire informazioni a carattere preciso solo quelle per le quali sia possibile dedurre, con un grado di probabilità sufficiente, una volta rese pubbliche, che eserciteranno in un senso determinato la loro potenziale influenza sul prezzo dello strumento finanziario interessato, oppure anche quelle che non hanno tale caratteristica”¹²⁰.

Ebbene, fornendo risposta negativa al quesito proposto, la Corte di Giustizia aveva allora osservato come dal tenore letterale delle disposizioni europee “non risulta che le informazioni aventi carattere preciso siano costituite unicamente da quelle che rendono possibile stabilire il senso che potrebbe prendere una variazione del prezzo degli strumenti finanziari di cui trattasi o degli strumenti finanziari derivati ad essi connessi”. Invero, “secondo il significato comunemente attribuito ai termini impiegati all’articolo 1, paragrafo 1, della direttiva 2003/124, si deve affermare che, perché la condizione [della precisione della notizia] sia soddisfatta, è sufficiente che l’informazione sia sufficientemente concreta o specifica da poter fungere quale base che consenta di valutare se il complesso di circostanze o l’evento costituente l’oggetto dell’informazione stessa sia suscettibile di avere un effetto sui prezzi degli strumenti finanziari ai quali quest’ultima si riferisce”, con la conseguenza che “la disposizione suddetta esclude dalla nozione di informazione privilegiata unicamente le informazioni vaghe o generiche, che non consentono di trarre alcuna conclusione riguardo al loro possibile effetto sui prezzi degli strumenti finanziari di cui trattasi”. A sostegno di quanto affermato, il Collegio aveva evidenziato come un’informazione riservata possa essere utilizzata da un investitore ragionevole come uno degli elementi alla base delle sue decisioni di investimento, così soddisfacendo la condizione di cui all’articolo 1 paragrafo 2 della citata direttiva, anche laddove non consenta di prevedere la variazione in un senso determinato del prezzo degli strumenti interessati. A tale conclusione inducevano, secondo la Corte, sia la crescente complessità dei mercati finanziari, che rende sempre più difficile la previsione della direzione della variazione delle quotazioni, soggette all’influenza di plurimi fattori suscettibili di letture diverse, sia l’esigenza di tutela dell’integrità delle piattaforme finanziarie sottesa alla disciplina

¹²⁰ Sul punto ATRIGNA, *Il carattere preciso dell’informazione privilegiata secondo la Corte di Giustizia UE: osservazioni alla sentenza 11 marzo 2015, seconda sezione, nella causa C-628/13, in Banca Borsa Titoli di credito*, 2015 (6), p. 656 ss.

degli abusi di mercato, che si troverebbe ad essere irrimediabilmente pregiudicata dalla promozione di un'interpretazione restrittiva della nozione di informazione privilegiata.

La decisione richiamata, pur inserendosi nel filone interpretativo, allora condiviso dall'Avvocato generale, diretto a favorire una più ampia applicazione della normativa in materia di *market abuse*, non ha mancato di sollevare critiche in dottrina.

Sotto un primo profilo, è stato invero osservato come la conclusione cui è giunta la Corte si fondi sull'indebita sovrapposizione di due nozioni distinte, quali sono quella della precisione dell'informazione e quella riguardante l'idoneità della stessa ad influire sulle quotazioni. Se infatti, come si avrà modo di osservare con maggior dettaglio più avanti, il giudizio diretto ad accertare l'elemento della *price sensitivity* si traduce in una prognosi postuma *ex ante* avente ad oggetto gli effetti potenzialmente derivanti dal rilascio della notizia, "l'analisi ai fini della sussistenza della precisione deve richiedere (...) un *quid pluris*, atteso che l'influenza teorica sul prezzo è cosa ben distinta: deve consentire nello specifico di ipotizzare un effetto sul prezzo, una conseguenza ben precisa, che poi potrebbe rivelarsi errata, si badi bene, ma che astrattamente deve fondarsi su basi quanto meno probabilistiche"¹²¹.

L'erroneità dell'accostamento delle suddette fattispecie si avverte in modo particolare laddove gli elementi della *price sensitivity* e della precisione siano esaminati nella prospettiva del rischio gravante in capo al soggetto che faccia impiego della notizia riservata. Se invero la sola idoneità ad incidere sulle quotazioni nulla dice circa la direzione dell'effetto, positivo o negativo, che il rilascio dell'informazione determinerà sulle quotazioni, sicché chi sfrutta la notizia sul mercato si assume il rischio dell'esito negativo dell'operazione realizzata, deve concludersi diversamente laddove l'informazione utilizzata appaia, oltre che potenzialmente idonea ad influenzare i prezzi, anche precisa; in tale ultimo caso, invero, il soggetto che acquista o vende titoli sulla base di dati ignoti al pubblico degli investitori corre un rischio prossimo allo zero, in quanto la previa conoscenza del senso in cui avverrà lo scostamento delle quotazioni lo pone nelle condizioni di predisporre operazioni destinate ad avere un esito positivo - in assenza di fattori sopravvenuti e imprevedibili - certo.

Se si considera che il disvalore dell'illecito di abuso di informazioni privilegiate risiede esattamente nel consentire a determinati soggetti di operare sul mercato al di fuori delle regole del gioco, realizzando – o permettendo a terzi di realizzare – transazioni prive dell'alea

¹²¹ Così ATRIGNA, *op. cit.*, p. 664.

connaturata ad ogni operazione negoziale, appare evidente come detta indebita condizione di vantaggio possa configurarsi solo a fronte del possesso di informazioni precise, che consentano all'agente di prevedere il futuro corso delle quotazioni; una caratteristica, questa, che non può riconoscersi a una notizia "che in egual modo accredita[i] la probabilità di un effetto favorevole ovvero sfavorevole sul prezzo", attagliandosi piuttosto a tale situazione "la qualifica di indeterminato, incerto, equivoco, concettualmente opposti a specifico"¹²².

2.2. La riservatezza della notizia.

Quello della non pubblicità è il secondo elemento che concorre a determinare l'informazione privilegiata. Configurandosi il vantaggio informativo dell'*insider* a fronte della disponibilità di notizie rilevanti e ignote al pubblico degli investitori, è invero agevole comprendere come il momento in cui tali informazioni perdono il carattere della riservatezza coincide con quello in cui la suddetta condizione di disparità viene meno. L'individuazione di tale momento non appare peraltro agevole, ed è stata oggetto di un intenso dibattito che ha impegnato a lungo gli interpreti nazionali e stranieri.

All'interno del panorama dottrinale e giurisprudenziale internazionale appare invero possibile distinguere una duplicità di approcci sul tema che si va analizzando. Il primo, sensibile a esigenze di certezza del diritto, ravvisa il momento della pubblicità della notizia con quello formale della sua diffusione al pubblico; l'altro, più propenso a farsi interprete di istanze di giustizia sostanziale, individua il momento in cui l'informazione può dirsi pubblica in quello del suo assorbimento da parte del mercato¹²³. Nessuna delle interpretazioni indicate appare peraltro soddisfacente, scontando la prima un'esigenza di effettività della disciplina, ben potendo affermarsi come la mera diffusione della notizia riservata e rilevante - sia che avvenga attraverso i canali tipici individuati dalla legge, sia che si avvalga di strumenti comunicativi alternativi - non appare il più delle volte sufficiente, di per sé, a garantire la sua concreta accessibilità da parte del pubblico degli investitori, occorrendo a tal fine un tempo variabile in

¹²² Così CONSULICH-MUCCIARELLI, *op. cit.*, p. 187. La soluzione prospettata risulta condivisa anche dalla giurisprudenza inglese; nella pronuncia resa nel caso FCA v Hannam UKUT 0233 del 27 maggio 2014, par. 12(b), l'Upper Tribunal ha invero affermato che l'aggettivo "possibile", accostato al termine "effetto", deve essere inteso nel senso che l'informazione impiegata deve consentire l'individuazione della direzione della variazione di prezzo da essa potenzialmente derivante.

¹²³ Individuano tale diversità di interpretazioni NAPOLEONI, *op. cit.*; MUCCIARELLI, *Sub. art. 184, cit.*, p. 2331 s.

base a numerosi fattori, tra cui vi sono la natura dell'informazione, quella degli strumenti interessati e le caratteristiche del mercato che viene in rilievo¹²⁴. Ugualmente critico appare l'opposto indirizzo, promosso negli Stati Uniti dalla Securities and Exchange Commission, che afferma come una notizia possa dirsi pubblica solo una volta trascorso un *reasonable waiting period*, successivo alla diffusione¹²⁵, utile alla comprensione dell'informazione da parte del pubblico e alla sua incorporazione all'interno delle quotazioni; al di là delle difficoltà di individuazione di detto periodo, la cui variabilità dipende dalle peculiarità della vicenda concreta, la lettura in esame affida invero completamente l'individuazione del carattere della pubblicità alla valutazione del caso di specie, così collidendo con l'esigenza di chiarezza e prevedibilità del precetto penale. In conclusione, non è apparsa risolutiva nemmeno un'interpretazione mediana tra le precedenti, avanzata da una dottrina statunitense, che nell'intento di conciliare l'esigenza di certezza del diritto con quella di effettività della disciplina suggerisce la predeterminazione di lassi temporali variabili in base alla natura delle notizie e degli strumenti che vengono in rilievo, oltre che ai caratteri degli emittenti e delle piattaforme di negoziazione coinvolte, la cui idoneità all'effettiva disseminazione delle informazioni sul mercato viene posta ad oggetto di una presunzione relativa che non esclude la possibilità, per l'agente che operi sul mercato prima dello scadere dei termini indicati, di provare l'intervenuta pubblicità delle informazioni impiegate¹²⁶.

In sede di attuazione della direttiva europea n. 6/2003, il legislatore italiano ha mostrato di prediligere l'esigenza di certezza della normativa a quella dell'effettività, ancorando il momento della pubblicità della notizia a quello formale della sua pubblicazione, così riproponendo la formulazione dell'art. 3 della legge n. 157/1991 e discostandosi dalla

¹²⁴ A tale riguardo la dottrina statunitense ha efficacemente messo in luce come il tempo necessario affinché le quotazioni riflettano le nuove informazioni possa variare da una frazione di sole 24 ore, idonee al recepimento di notizie riguardanti strumenti negoziati sulle piattaforme principali, a un lasso temporale di otto giorni, periodo ritenuto congruo per la diffusione di notizie pubblicate sul WSJ, fino a un tempo più esteso per informazioni riguardanti eventi incerti o implicanti valutazioni connotate da un grado maggiore di soggettività. Sulla necessità che l'estensione del termine indicato sia valutata in concreto, LANGEVOORT, *Insider Trading*, cit., p. 5.20 s.

¹²⁵ Viene in rilievo a tale proposito quanto affermato nella decisione resa nel caso *In re Certain Trading in the Common Stock of Faberge, Inc.*, 45 S.E.C. 249 (1973): "what constitutes a reasonable waiting period must be dictated by such surrounding circumstances as the form of dissemination and the complexity of the information, i.e. whether it is readily translatable into investment action". Sottolinea l'incertezza sussistente in materia COLESANTI, "We'll Know It When We Can't Her It": A Call For A Non-Pornography Test Approach To Recognizing Non-Public Information", in *Hofstra Law Review*, 2006, p. 539 s.

¹²⁶ Sul punto HUANG, *International Securities Markets: Insider Trading Law in China*, in *Alphen an den Rijn*, 2006, p. 213.; LANGEVOORT, *Insider Trading*, cit., p. 5.24.

previsione di cui al previgente art. 180, comma 3, t.u.f., che ravvisava l'informazione privilegiata in "quella di cui il pubblico non dispone"¹²⁷.

Nell'individuare una coincidenza tra il momento della pubblicità dell'informazione e quello della pubblicazione, il legislatore ha ancorato il disposto dell'art. 181 t.u.f. - oggi art. 180 co. 1 lett. b-ter) - a quello dell'art. 114, che prevede l'obbligo di informazione continua in capo agli emittenti con riguardo alle notizie di cui alla norma precedente, demandando a un regolamento Consob, da individuarsi nel regolamento emittenti, da ultimo modificato con delibera n. 20250 del 2017, l'individuazione delle modalità a ciò necessarie. Da osservare peraltro che, sebbene le due norme appaiano avvinte da un vincolo innegabile, "esprimendo (...) due momenti correlati di contrasto dell'approfittamento di situazioni di vantaggio informativo: l'uno preventivo, l'altro repressivo"¹²⁸, le stesse divergono sensibilmente nell'ambito applicativo, stante la maggiore ampiezza della categoria delle informazioni rilevanti ai fini del divieto di *insider trading* rispetto a quella riguardante le notizie soggette ai doveri di comunicazione continua. Da un lato, infatti, come si avrà modo di constatare più avanti, il divieto di abuso di informazioni privilegiate si rivolge indifferentemente alle *corporate information* e alle *market information*, mentre i doveri di informazione continua hanno ad oggetto le sole notizie *corporate*, ossia le quelle concernenti circostanze che riguardano l'emittente, le società controllate o collegate allo stesso e le società controllanti; dall'altro lato, le informazioni rilevanti ai sensi degli artt. 114 e 180 co. 1 lett. b-ter) t.u.f. divergono anche in punto di specificità contenutistica, rivolgendosi il dovere di comunicazione periodica unicamente alle notizie dotate di un sufficiente grado di determinatezza (c.d. *hard information*), caratteri che non appaiono invece necessari ai fini dell'operatività del divieto di *insider trading*¹²⁹.

I predetti rilievi evidenziano la necessità di declinare il disposto dell'art. 7 co. 1 lett. a) del regolamento n. 596/2014 all'intero di una valutazione del caso concreto, che miri ad individuare il momento della pubblicità dell'informazione in quello della sua potenziale

¹²⁷ Sul punto NAPOLEONI, *op. cit.*, p. 586 s.

¹²⁸ *Ibidem*.

¹²⁹ Le condotte di *insider trading* appaiono invero rivolgersi in maniera preponderante alle informazioni c.d. *soft*, ossia inerenti a circostanze future, incerte e soggette a divergenti valutazioni, che assumono un rilievo fondamentale ai fini della definizione delle scelte di investimento. A tale riguardo ZANNOTTI, *Il nuovo diritto penale dell'economia*, 2008, p. 415 osserva che "il valore atteso di un investimento non dipende tanto dall'analisi di dati tecnici, quanto da quello che pensano gli altri circa il livello di prezzo che dovrebbe raggiungere quel titolo".

accessibilità da parte del pubblico, e ciò sia laddove si tratti di notizie sottratte all'obbligo di informazione continua (come le *market information*), sia qualora si tratti di dati informativi oggetto del dovere di *disclosure*, che si trovino peraltro ad essere divulgati attraverso canali atipici. L'individuazione delle modalità di diffusione delle informazioni privilegiate, contenuta nel regolamento emittenti, non è invero tassativa, ben potendo dette notizie raggiungere il pubblico attraverso mezzi differenti, finanche contrari alla legge (si pensi alla notizia che divenga nota a seguito di un'indebita *disclosure* da parte di un *insider*), purché idonei a raggiungere una platea indeterminata di individui. Affinché l'informazione perda il carattere di riservatezza, che connota di illiceità la condotta diretta al suo sfruttamento, occorre invero che la stessa trovi diffusione presso una classe di soggetti insuscettibili di individuazione, come accade, ad esempio, nell'ipotesi dell'inserimento della notizia su una piattaforma *online* consultata con regolarità da un numero indeterminato di persone; da escludersi, invece, sono i casi in cui la trasmissione dell'informazione raggiunga destinatari specifici o, comunque, quantitativamente determinabili¹³⁰.

2.3. L'oggetto dell'informazione.

L'oggetto dell'informazione privilegiata, come definito dalla direttiva n. 6/2003 e dall'abrogato art. 181 t.u.f., non sembra aver subito mutazioni di rilievo per effetto dell'attuazione della recente normativa europea. Specularmente all'art. 181 t.u.f., l'art. 7 del regolamento n. 596/2014 individua invero nell'informazione privilegiata quella afferente, direttamente o indirettamente, uno o più emittenti strumenti finanziari o uno o più strumenti finanziari. Appare riproposta pertanto immutata la bipartizione tra *corporate information* e *market information*, notizie distinte sul piano contenutistico ma ugualmente rilevanti ai sensi della normativa in materia di *market abuse*.

Richiamando acquisizioni ormai pacifiche nell'interpretazione dottrinale e giurisprudenziale, pare opportuno rammentare come le notizie *corporate* - che da sole, a differenza delle *market information*, costituiscono oggetto anche degli obblighi di informazione continua facenti capo agli emittenti -, si caratterizzino per l'inerire alle condizioni economico-finanziarie della società, alla composizione dell'organo gestorio della stessa, alle operazioni di

¹³⁰ Sul punto D'ALESSANDRO, *Regolatori del mercato, cit.*, p. 121 esclude che possa ravvisarsi la pubblicità dell'informazione laddove la stessa sia ottenibile solo attraverso lunghe e complesse indagini e ricerche, difettando, in tal caso, il requisito della immediata accessibilità della notizia.

maggior rilievo che la riguardano (quali progetti di fusione, acquisizione e scissione, progetti di quotazione ovvero particolari determinazioni riguardanti l'attività d'impresa), nonché alle prospettive di sviluppo¹³¹. Le *market information*, al contrario, rappresentano circostanze estranee agli emittenti, ma destinate cionondimeno a riflettersi sulle quotazioni; le stesse possono riguardare fatti specifici, quali, ad esempio, le condizioni del mercato sul quale si trova ad operare la società o un'importante scoperta scientifica, ovvero circostanze di natura più ampia, quali un'imminente decisione politica di natura industriale o fiscale o, più in generale, le prospettive di sviluppo di un paese¹³².

Da notare come un'estensione dell'oggetto dell'informazione derivi dall'attuazione, nell'ordinamento interno, della direttiva n. 65/2014 (MiFID II), che all'art. 4 para. 1 punto 15) include nella categoria degli strumenti finanziari le quote di emissione; la norma è richiamata dall'art. 3 del regolamento n. 596/2014 e si pone in linea con l'intento, perseguito dai recenti strumenti eurounitari, di estendere l'ambito applicativo della disciplina del *market abuse* alle condotte aventi ad oggetto una qualsiasi tipologia di strumento finanziario e realizzate in qualunque sede di negoziazione, anche non regolamentata (inclusi, pertanto, i mercati OTC)¹³³.

In conclusione, occorre evidenziare come sotto il profilo inerente la specificità del contenuto informativo nella notizia privilegiata, le informazioni idonee ad assumere rilievo ai fini degli artt. 184 e 187 *bis* t.u.f. si dividono in notizie *hard*, inerenti a fatti "straordinari" (nell'ordinamento statunitense, *special facts*), dotati di significato oggettivo e suscettibili di essere tradotti direttamente in una variazione positiva o negativa delle quotazioni¹³⁴, e notizie *soft*, dalla natura più indiziaria, non apprezzabili in via immediata e autonoma ma valutabili solo all'interno di un quadro più ampio, comprensivo di ulteriori dati conoscitivi idonei ad

¹³¹ Sul punto MUCCIARELLI, *Sub art. 184, cit.*, p. 2333 s.; D'ALESSANDRO, *Regolatori del mercato, cit.*, p. 122 s.

¹³² D'ALESSANDRO, *Regolatori del mercato, cit.*, p. 122; BRUDNEY, *Insiders, Outsiders, cit.*, p. 331.

¹³³ Viene in rilievo a tale proposito l'art. 1 co. 5 della direttiva 57/2014, che afferma come le disposizioni in essa contenute si applichino a qualsiasi operazione, ordine o altra condotta relativi gli strumenti finanziari di cui ai paragrafi 2 e 4, indipendentemente dal fatto che detta operazione, ordine o condotta avvenga in una sede di negoziazione. Sulle implicazioni da ciò derivanti sul piano delle modalità di recepimento della normativa sovranazionale e sulle criticità legate all'inerzia finora mantenuta sul punto dal legislatore nazionale MUCCIARELLI, *Riforma penalistica del market abuse: l'attesa continua*, in *Dir. pen. e proc.*, 2018(1), p. 5 ss. Sul punto anche BASILE, *Una nuova occasione, cit.*, p. 277 ss.; LOMBARDO, *L'informazione privilegiata*, in *Società*, 2016 (2), p. 150 s.

¹³⁴ Si tratta solitamente di informazioni *corporate*; si pensi, ad esempio, alla notizia inerente l'imminente conclusione di un progetto di fusione.

esplicitarne la portata¹³⁵; si tratta di una distinzione, quest'ultima, che appare destinata ad assumere rilievo ai fini del giudizio circa la *price-sensitivity* della notizia.

2.4. La *price-sensitivity*.

L'ultimo elemento fondante l'informazione privilegiata è la c.d. *price-sensitivity*, che l'abrogato art. 181 t.u.f. indicava quale idoneità della notizia, una volta divenuta pubblica, ad influire in modo sensibile sui prezzi degli strumenti finanziari. Al fine di meglio delineare il carattere in analisi - e recependo sul punto le indicazioni di cui all'art. 2 della direttiva 2003/124 CE¹³⁶ -, la norma, al comma 4, affermava che per informazione *price-sensitive* deve intendersi una notizia che, presumibilmente, un investitore ragionevole utilizzerebbe come uno degli elementi su cui fondare le proprie decisioni di investimento.

L'elemento descritto appare riproposto secondo i medesimi termini all'art. 180 co. 1 lett. b-ter) t.u.f. che, richiamando l'art. 7 co. 1 lett. a) del regolamento n. 596/2014, individua l'informazione privilegiata in quella che “se resa pubblica, potrebbe avere un effetto significativo sui prezzi di tali strumenti finanziari o sui prezzi di strumenti finanziari derivati collegati”, aggiungendo, al comma 4, che “per informazione che, se comunicata al pubblico, avrebbe probabilmente un effetto significativo sui prezzi degli strumenti finanziari, degli strumenti finanziari derivati, dei contratti a pronti su merci collegati o dei prodotti oggetto d'asta sulla base di quote di emissioni, s'intende un'informazione che un investitore ragionevole probabilmente utilizzerebbe come uno degli elementi su cui basare le proprie decisioni di investimento”. La sostituzione dell'espressione “influenza sensibile” con “effetto significativo sui prezzi” - insieme alla specificazione intervenuta in ordine all'oggetto dell'alterazione, che si arricchisce della previsione degli strumenti finanziari derivati, dei contratti a pronti su merci collegati e dei prodotti oggetto d'asta - non sembra invero tale da comportare un mutamento dei connotati essenziali della figura in esame, che si ripresenta, pertanto, con i medesimi profili critici che le appartenevano nel regime previgente¹³⁷.

¹³⁵ Si pensi alla notizia inerente la pendenza di trattative negoziali tra due emittenti

¹³⁶ Nel dare attuazione all'art. 1 punto 1 della direttiva n. 6 del 2003, l'art. 181 co. 1 affermava invero che “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 si intende un'informazione che presumibilmente un investitore ragionevole utilizzerebbe come uno degli elementi su cui fondare le proprie decisioni di investimento”.

¹³⁷ Sul punto LOMBARDO, *L'informazione privilegiata*, cit., p. 150 evidenzia che l'irrelevanza della sostituzione del termine “sensibile” con l'aggettivo “significativa” emerge dall'esame del testo inglese del regolamento, rimasto immutato rispetto alla formulazione dell'art. 1 para. 1 della direttiva 124/2003 CE. Nel tentativo di

Sono invero risalenti nel tempo le voci dottrinali che sollevano critiche in punto di determinatezza della nozione di informazione *price-sensitive*, che appare lacunosa in ordine all'indicazione sia della misura dell'alterazione del prezzo idonea a segnalare la natura sensibile della notizia, sia dei tratti distintivi dell'investitore ragionevole, figura di matrice anglosassone che non ha trovato ancora un'adeguata collocazione all'interno dell'ordinamento nazionale. Sul punto non è stato di aiuto il recente intervento del legislatore sovranazionale, che nell'emanare il regolamento n. 596/2014 non è intervenuto né a correggere l'incongruenza della previsione di un criterio soggettivo di accertamento della *price-sensitivity* – quale è quello legato alle possibili scelte di investimento di un investitore ragionevole – destinato a prevalere sul criterio oggettivo concernente l'alterazione delle quotazioni potenzialmente derivante dall'informazione¹³⁸, né a chiarire i tratti distintivi di una fattispecie, quale quella del *reasonable investor*, difficilmente collocabile a fronte della pluralità e della varietà degli operatori di mercato¹³⁹.

Se l'incertezza della nozione in commento non suscita particolari preoccupazioni all'interno degli ordinamenti di common law, quale quello statunitense, dove la tipizzazione della norma penale si giova dell'intervento dell'elaborazione pretoria, chiamata a definire in

attribuire una portata innovativa alla modifica indicata, CONSULICH-MUCCIARELLI, *Informazione e tutela penale*, cit., p. 184, evidenziano come “*si potrebbe accreditare alla clausola di più fresca fattura una connessione meno stretta del collegamento con il “prezzo” rispetto a quanto invece stabilito da quella che compare nell’ancor vigente art. 181 TUF: e ciò argomentando a partire dal valore evocativo del termine “influire”, che, congiunto alla nota modale (“in modo sensibile”), sembra suggerire una più diretta e immediata efficienza causale (seppur in termini prognostici) sul prezzo. L’impiego dell’aggettivo “significativo” riferito all’effetto pare infatti diversamente connotato da una valenza più generica, destinata a vincolare in forme meno stringenti l’interprete nel momento della valutazione (prognostica, ancorché postuma) circa l’idoneità (dell’informazione) a dispiegare l’effetto medesimo (...) la maggiormente approssimativa connotazione espressa dal termine “significativo” potrebbe permettere d’introdurre direttamente nello spettro della definizione legale anche notizie concernenti, ad esempio, l’offerta o la domanda di strumenti finanziari (che sono ipotesi autonomamente contemplate dal già ricordato all’art. 5, § 2, lett. a), alinea i), Dir. 57/2014 in tema di manipolazione del mercato, ricalcato pedissequamente sullo schema dall’art. 12, § 1, lett. a), aliena i), Reg. 596/2014), ferma restando l’esigenza di documentarne poi la probabile rilevanza sul prezzo degli stessi”.*

¹³⁸ Sottolinea la maggiore imprecisione e, pertanto, la minore affidabilità del criterio soggettivo rispetto a quello oggettivo NAPOLEONI, *op. cit.*, p. 588 s. Critici sul punto anche TRIPODI, *Informazioni privilegiate*, cit., p. 242 ss. e GIAVAZZI, *L’abuso di informazioni privilegiate*, in *Diritto penale delle società*, a cura di G. Canzio, L.D. Cerqua e L. Lupária, 2014, p. 716.

¹³⁹ Per una critica della scelta di non intervenire a chiarimento dei profili indicati BRUSEGAN, *Nuove frontiere in materia di insider trading: verso una regolamentazione europea omogenea?*, in *Archivio penale*, 2015 (1), p. 13. Negativo, sul punto, anche il parere n. 2011/0295 reso dal Comitato Economico e Sociale Europeo (CESE) sulla proposta di regolamento europeo, che segnalava potenziali difficoltà nell’applicazione delle norme in esso contenute, derivanti “*dalla mancanza di precisione nella loro formulazione nonché dell’impiego di nozioni giuridiche non ben definite (indeterminate)*”.

via interpretativa gli elementi costitutivi del fatto di reato¹⁴⁰, la stessa solleva invece problemi di compatibilità costituzionale all'interno di un ordinamento, quale quello nazionale, imperniato sulle regole di precisione e determinatezza del precetto criminale, stridenti con tecniche di formulazione della fattispecie ricorrenti ad elementi destinati ad essere compiutamente delineati sul piano del fatto concreto¹⁴¹. L'attrito della nozione di informazione *price-sensitive*, come definita, con i canoni di precisione e determinatezza - i quali costituiscono espressione diretta del principio di legalità di cui all'art. 25 Cost. e 2 c.p. - si fa tanto più grave alla luce del rilievo che le regole richiamate hanno assunto sul piano sovranazionale in forza dell'art. 7 della Convenzione Europea dei Diritti dell'Uomo¹⁴² che, interpretando un'esigenza di prevedibilità della riposta sanzionatoria alla condotta contraria alla legge, esplicita in modo ancor più pregnante lo statuto garantistico del principio *nullum crimen sine lege*.

Allo scopo di delineare con maggior dettaglio i profili di criticità evidenziati, occorre prendere le mosse dall'esame della nozione di investitore ragionevole, concetto, come anticipato, difficilmente individuabile a fronte della platea dei soggetti che operano sul mercato finanziario, i quali si distinguono sia per preparazione e capacità analitica, sia per obiettivi¹⁴³.

A tale riguardo va chiarita anzitutto l'incongruenza di un riferimento alla figura dell'*homo eiusdem condicionis et professionis*, nozione afferente allo statuto penale della colpa

¹⁴⁰ Da osservare a tale riguardo come la giurisprudenza statunitense individui nell'informazione *material* quella idonea ad alterare il complesso degli elementi conoscitivi ("total mix") a disposizione del soggetto agente; tale definizione compare per la prima volta nella pronuncia TSN Industries v. Northway, 426 US 438, 1976. Sul punto LANGEVOORT, *Insider Trading*, cit., p. 154 ss.

¹⁴¹ La giurisprudenza di merito (Trib. Siracusa, ord. 10.6.2003 e Trib. Roma, ord. 6.10.2003) aveva invero sollevato, sul punto, questione di legittimità costituzionale dell'allora art. 180 t.u.f. per violazione degli artt. 3 e 25 co. 2 Cost., ritenendo che la norma non contenesse "parametri sufficientemente determinati per stabilire quando l'influenza sul prezzo dei titoli, determinata dalla condotta incriminata, debba considerarsi sensibile". Il Giudice delle leggi ha peraltro dichiarato l'inammissibilità della questione, osservando come, da un lato, si richiedesse alla Corte l'esercizio di una facoltà a lei preclusa, ossia l'integrazione del contenuto dispositivo della norma censurata con criteri aggiuntivi di identificazione dell'informazione sensibile e come, dall'altro lato, sulla disciplina in analisi sarebbe di lì a poco intervenuto il legislatore in attuazione del diritto sovranazionale (Corte Cost. 14.12.2004, n. 382).

¹⁴² Nel riportare il principio *nullum crimen, nulla poena sine lege*, la norma afferma che "nessuno può essere condannato per una azione o una omissione che, al momento in cui è stata commessa, non costituiva reato secondo il diritto interno o internazionale. Parimenti, non può essere inflitta una pena più grave di quella applicabile al momento in cui il reato è stato commesso", operando, secondo quanto chiarito da Corte Cost., pronunce n. 347 e 348 del 2007, come parametro interposto di legittimità delle disposizioni interne.

¹⁴³ Sul punto NAPOLEONI, *op. cit.*, p. 588 s. evidenzia che "nei mercati finanziari intervengono categorie di investitori profondamente diverse, sia «culturalmente» che in rapporto agli scopi perseguiti (di breve, medio e lungo termine; «semplici», professionali e istituzionali; ecc.), come tali diversamente reattive di fronte alle medesime informazioni", sicché "la spersonalizzazione del tipo in un investitore «mediamente ragionevole» costituisce operazione dagli esiti largamente opinabili". Allo stesso modo TRIPODI, *Informazioni privilegiate*, cit., p. 245; MUCCIARELLI, *Sub art. 184*, cit., p. 2341; D'ALESSANDRO, *Regolatori del mercato*, cit., p. 125.

e perciò rispondente a una funzione – quella propria dell’agente modello, diretto a fungere da parametro su cui calibrare il dovere di cautela imposto alla collettività nei riguardi del bene giuridico tutelato – diversa da quella assolta dall’investitore ragionevole, che rappresenta un elemento costitutivo della fattispecie di cui all’art. 180 co. 1 lett. b-ter) t.u.f.

Ciò posto, nemmeno sembra accoglibile la tesi che afferma come la nozione di investitore ragionevole debba interpretarsi secondo la valenza semantica primaria di investitore razionale, il cui agire tende all’adozione di decisioni di investimento alla luce di un quadro informativo “tendenzialmente completo, aggiornato e corretto”¹⁴⁴. Da osservare come la prospettiva in commento miri a superare l’annoso dibattito teso alla caratterizzazione soggettiva della clausola in discorso ponendo l’accento sull’interesse che ogni operatore di mercato ha ad integrare il quadro conoscitivo a propria disposizione, indipendentemente dalle finalità concretamente perseguite, e così concludendo come la sensibilità della notizia dipenda “dalla circostanza che la sua presenza nel patrimonio conoscitivo di un qualunque investitore ne avrebbe orientato diversamente (per segno o per entità) la decisione”¹⁴⁵. Ebbene, pare possibile argomentare come la maturazione di un interesse ad acquisire un’informazione sia una conseguenza diretta della percezione e della comprensione della notizia stessa, attività che presuppongono capacità di comprensione e valutazione legate inevitabilmente alla - maggiore o minore - preparazione dell’operatore di mercato.

Chiarito come la connotazione soggettiva della figura dell’investitore ragionevole rappresenti un passaggio imprescindibile del processo di delineazione della sensibilità della notizia, pare corretto aderire all’opinione dottrinale secondo cui nell’investitore contemplato dalle fonti sovranazionali e dall’odierno art. 180 co.1 lett. b-ter) t.u.f. deve ravvisarsi il soggetto, se non professionale, quantomeno “preparato”¹⁴⁶, con esclusione dell’operatore meramente occasionale e del neofita; una conclusione, quest’ultima, cui induce la considerazione della sempre maggiore complessità dei mercati finanziari e del ruolo di primo piano in esso rivestito dagli agenti istituzionali e professionali, in termini di volume di transazioni eseguite e, conseguentemente, di orientamento degli scambi.

¹⁴⁴ Così MUCCIARELLI, *Sub art. 184, cit.*, p. 2341 s.

¹⁴⁵ MUCCIARELLI, *Sub art. 184, cit.* p. 2341, il quale evidenzia come “*ciò che muta in relazione al tipo d’investitore è semmai la decisione operativa assunta sulla base della medesima informazione, non già l’invariante interesse per la conoscenza della stessa*”.

¹⁴⁶ Così ANNUNZIATA, *Abusi di mercato e tutela del risparmio*, 2005, p. 15.

Così delineato il criterio di accertamento soggettivo della *price-sensitivity*¹⁴⁷, occorre osservare come difficoltà non minori sorgano laddove si voglia interpretare il canone oggettivo previsto, attualmente, all'art. 7 co. 1 lett. a) del regolamento n. 596/2014, imperniato sull'“effetto significativo” operato dall'informazione sulle quotazioni. Si tratta invero di un concetto di carattere relativo, non inquadrabile all'interno di confini predeterminati ma destinato ad essere individuato caso per caso secondo una prognosi postuma *ex ante* in concreto che tenga conto del tipo di strumento negoziato e delle condizioni del mercato di riferimento¹⁴⁸.

Alla considerazione indicata induce l'inammissibilità delle proposte - ispirate dall'esigenza di garantire il rispetto del canone di determinatezza nella sua massima estensione - che mirano ad individuare sul piano della fattispecie astratta dei valori-soglia al raggiungimento dei quali ancorare l'integrazione dell'illecito penale. Se infatti non è percorribile la strada che assegna al giudice del caso concreto il compito di individuare tali limiti, e così di concorrere a delineare un elemento costitutivo della fattispecie di reato in aperta violazione dei principi di riserva di legge e di separazione tra i poteri giudiziario e legislativo¹⁴⁹, neppure può ammettersi una definizione di tali parametri a livello normativo, stante l'assenza di criteri utili a tal fine; poiché infatti l'entità della variazione provocata sulle quotazioni dalla diffusione di informazioni rilevanti dipende in maniera essenziale dalle caratteristiche degli strumenti che di volta in volta vengono in rilievo, “una stessa soglia (ad es., del 5%) può essere estremamente significativa per titoli con andamento stabile o basso flottante, ma insignificante rispetto a titoli ordinariamente soggetti ad ampie oscillazioni o con flottante elevato”¹⁵⁰.

¹⁴⁷ Per completezza pare opportuno rammentare che nell'individuare la notizia *price-sensitive* quale informazione che “presumibilmente un investitore ragionevole utilizzerebbe come uno degli elementi su cui fondare le proprie decisioni di investimento”, l'art. 181 co. 4 t.u.f. - oggi art. 180 o. 1 lett. b-ter) - non fa riferimento solo ai dati conoscitivi dotati di autonomo rilievo ai fini della definizione della strategia di investimento, ovvero capaci di ribaltare una pregressa risoluzione di vendita o acquisto, ma intende richiamare ogni elemento informativo utile ad integrare e a completare il quadro conoscitivo del soggetto agente anche al fine di confermare una decisione di investimento precedentemente definita. L'impiego del termine “fondare” vale così, nella fattispecie in analisi, a richiamare il paradigma causale delineato agli artt. 40 e 41 c.p., improntato su un modello di causalità agevolatrice. Sul punto MUCCIARELLI, *Sub art. 184, cit.*, p. 2338 s.; TRIPODI, *Informazioni privilegiate, cit.*, p. 248.

¹⁴⁸ In questo senso NAPOLEONI, *op. cit.*, p. 589 s.; MUCCIARELLI, *Sub art. 184, cit.*, p. 2343. In giurisprudenza, Cass. pen., Sez. V, 20 giugno 2012, n. 40393.

¹⁴⁹ A tale riguardo MUCCIARELLI, *Sub art. 184, cit.*, p. 2344 osserva che “*poiché la norma non fissa con un valore numerico il limite dell'alterazione rilevante ai fini dell'integrazione del tipo, accreditare in via ermeneutica una soglia quantitativamente determinata, oltre la quale l'influenza diviene penalmente rilevante, significherebbe violare il principio di riserva di legge, posto che un'opzione di tal genere non può essere affidata ad altri che al legislatore*”.

¹⁵⁰ NAPOLEONI, *op. cit.*, p. 589.

La costante evoluzione dei mercati e la varietà delle notizie in grado di orientare le scelte di investimento, infine, rendono impraticabile un'elencazione tassativa delle informazioni connotate dal carattere della sensibilità; soluzione, anch'essa, che, ove percorribile, assicurerebbe la piena compatibilità del precetto penale con i canoni di precisione e determinatezza¹⁵¹.

Le criticità indicate impongono pertanto di affidare l'individuazione dell'elemento della *price-sensitivity* a una valutazione svolta caso per caso, che potrà avere riguardo, al fine di giovare di parametri di riferimento, alle notizie indicate in via esemplificativa dalle linee guida del CESR¹⁵², nonché alle informazioni contemplate dalla normativa di matrice legislativa e regolamentare in materia di informazione continua degli emittenti (art. 114 t.u.f.). Tali conclusioni appaiono in linea con le recenti direttive europee. Nel delineare i criteri sulla scorta dei quali ravvisare la rilevanza di un'informazione agli occhi di un investitore ragionevole, il considerando n. 14 del regolamento n. 596/2014 afferma invero come a tal fine occorra considerare “l'impatto previsto dell'informazione alla luce dell'attività complessiva dell'emittente in questione, 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 su merci collegati o i prodotti oggetto d'asta sulla base delle quote di emissione”.

3. Il *front running*.

L'art. 181, comma 5, t.u.f. affermava che “nel caso delle persone incaricate dell'esecuzione di ordini relativi a strumenti finanziari, per informazione privilegiata si intende anche l'informazione trasmessa da un cliente e concernente gli ordini del cliente in attesa di esecuzione, che ha un carattere preciso 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”. La norma, anch'essa di diretta derivazione eurounitaria¹⁵³, disciplinava la fattispecie di c.d. *front running*, espressione che

¹⁵¹ *Ibidem*.

¹⁵² Si veda sul punto CESR, *Market Abuse Directive, Level 3*.

¹⁵³ L'art. 1 della direttiva n. 6/2003 afferma infatti che “nel caso delle persone incaricate dell'esecuzione di ordini relativi a strumenti finanziari, per «informazione privilegiata» si intende anche l'informazione trasmessa da un cliente e concernente gli ordini del cliente in attesa di esecuzione, che ha un carattere preciso e che concerne, direttamente o indirettamente, uno o più emittenti di strumenti finanziari o uno o più strumenti finanziari, che, se

rimanda alla condotta, posta in essere da un intermediario finanziario, volta ad anticipare un ordine di acquisto o vendita inoltrato da un cliente comprando o alienando gli strumenti interessati in modo da poter profittare della variazione determinata sulle quotazioni dall'esecuzione dell'ordine stesso.

La disposizione indicata appare riproposta secondo i medesimi termini all'art. 7, comma 1 lett. d) del regolamento europeo n. 596/2014, secondo cui “nel caso di persone incaricate dell'esecuzione di ordini relativi a strumenti finanziari, s'intende anche l'informazione trasmessa da un cliente e connessa agli ordini pendenti in strumenti finanziari del cliente, avente un carattere preciso e concernente, direttamente o indirettamente, uno o più emittenti o uno o più strumenti finanziari e che, se comunicata al pubblico, potrebbe avere un effetto significativo sui prezzi di tali strumenti finanziari, sul prezzo dei contratti a pronti su merci collegati o sul prezzo di strumenti finanziari derivati collegati”.

Appare evidente come la fattispecie in analisi si configuri quale ipotesi speciale di *insider trading* sotto il duplice profilo dell'autore della condotta, corrispondente al professionista di mercato intermediario di negoziazione, e dell'oggetto dell'informazione sfruttata, riguardante un ordine di compravendita prossimo all'esecuzione. Le disposizioni richiamate mirano pertanto ad esplicitare una conclusione cui sarebbe stato possibile giungere in via interpretativa già alla luce della disciplina generale del reato di abuso di informazioni privilegiate, emergendo con chiarezza la *materiality* della notizia concernente il fatto storico relativo all'operazione imminente di acquisto o vendita – laddove connotata dagli elementi della riservatezza e della *price-sensitivity*, quest'ultimo evidentemente dipendente dall'entità dell'ordine e dalla qualità degli strumenti negoziati – e, di conseguenza, la condizione di privilegio in cui versa chi ne disponga in via confidenziale e anticipata rispetto al pubblico degli investitori¹⁵⁴.

Pare utile evidenziare, in conclusione, come il regolamento n. 596/2014 non sia intervenuto sulla tipizzazione della figura in esame, ma si sia limitato ad estendere l'ambito di influenza dell'informazione sfruttata includendovi, oltre agli strumenti direttamente negoziati, anche i contratti a pronti su merci e gli strumenti finanziari derivati collegati¹⁵⁵.

resa pubblica, potrebbe influire in modo sensibile sui prezzi di tali strumenti finanziari ovvero sui prezzi di strumenti finanziari derivati connessi”.

¹⁵⁴ Così anche MUCCIARELLI, *Sub art. 184, cit.*, p. 2349.

¹⁵⁵ Art. 7, co. 1 lett. d).

4. La fattispecie di *scalping*.

Il *front running* si distingue dalla diversa figura di *scalping*, termine che indica la condotta dell'operatore professionale - solitamente un consulente finanziario o un giornalista specializzato - che, nella consapevolezza dell'imminente pubblicazione di una propria raccomandazione di investimento, suscettibile di ripercuotersi in una significativa alterazione delle quotazioni alla luce della notorietà della fonte, prende posizione sugli strumenti interessati dall'analisi così da avvantaggiarsi degli effetti provocati dalla pubblicazione del consiglio di investimento. La fattispecie indicata pone da tempo dubbi all'interprete relativi all'opportunità dell'applicazione della sanzione penale e, in ipotesi di risposta di segno negativo, all'individuazione di modalità alternative di censura della condotta indicata.

Sul punto le opinioni dottrinali appaiono divergenti. Da un lato, si registra la tesi secondo cui in nessun caso la condotta di *scalping* può essere attratta all'interno dell'ambito applicativo della disciplina in materia di *market abuse*, consistendo la stessa in un'attività legittima in quanto diretta allo sfruttamento di informazioni di proprietà del soggetto agente¹⁵⁶. Se la bontà di tale posizione può essere vagliata solo a seguito di una più attenta riflessione circa il rilievo penale del c.d. *insider* di se stesso, tema che verrà affrontato più avanti¹⁵⁷, appare opportuno osservare fin d'ora come un opposto indirizzo interpretativo abbia posto in evidenza che, da un lato, la circostanza dell'imminente pubblicazione della raccomandazione all'investimento dota l'informazione di una valenza oggettiva ostativa alla sua totale riconducibilità al soggetto agente; dall'altro lato, è stato rilevato come la tesi a favore della liceità dello *scalping* ometta di considerare le storture da esso potenzialmente derivanti, incentrate sulla possibile diffusione di consigli di investimento volti esclusivamente ad alterare il corso le quotazioni a vantaggio del professionista¹⁵⁸.

Se l'opinione che sostiene la legittimità dello *scalping* solleva interrogativi di non poco conto, altrettanto tortuosa appare l'interpretazione volta ad affermarne l'illiceità. Chiarito come la fattispecie in analisi abbia ad oggetto lo sfruttamento della notizia inerente la prossima pubblicazione di una raccomandazione di investimento da parte dell'autore della stessa - ricadendo pacificamente all'interno dell'ambito applicativo dell'art. 184 t.u.f. la diversa ipotesi

¹⁵⁶ MUCCIARELLI, *Speculazione mobiliare*, cit., p. 32 s.

¹⁵⁷ Si rinvia sul punto al par. 5.

¹⁵⁸ Così SEMINARA, *Le responsabilità penali connesse alla intermediazione finanziaria on line*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2000(4), p. 471. Più in generale sul tema SEMINARA, *Disclose or abstain*, cit., p. 360 s.

di impiego di tale informazione ad opera di un terzo¹⁵⁹ -, appare difficile scorgere una piena sovrapposibilità della figura così descritta con quella dell'abuso di informazioni privilegiate. E invero, come è stato affermato in dottrina, "l'esigenza di un effettivo sfruttamento della informazione postula la dimostrazione che il consiglio o la raccomandazione fosse fin dall'inizio finalizzata a scopi di profitto personale: ciò (...) non ricorre per il consulente che, convinto della bontà dell'operazione proposta, abbia innestato le proprie operazioni di borsa su valutazioni espresse con assoluta serietà e correttezza e si sia poi astenuto dal rivendere i titoli"¹⁶⁰.

Consistenti difficoltà si pongono pertanto sul piano della dimostrazione sia del nesso causale esistente tra la diffusione del consiglio di investimento e l'operazione di borsa realizzata dal professionista, sia dell'elemento soggettivo del reato, apparendo ardua la distinzione dell'ipotesi del consulente che compie l'operazione di mercato al solo fine di giovare degli effetti della diffusione delle sue valutazioni dal diverso caso in cui la transazione viene realizzata in buona fede alla luce delle medesime considerazioni fondanti il consiglio di investimento.

Ciò chiarito, ulteriori perplessità sorgono a fronte alla constatazione delle incongruenze cui l'accoglimento della tesi a favore dell'illiceità dello *scalping* darebbe luogo. Tale prospettiva condurrebbe invero ad imporre in capo ai consulenti finanziari il divieto di porre in essere operazioni di compravendita sugli strumenti oggetto di analisi, così determinando una compressione della loro libertà di negoziazione difficilmente compatibile con i canoni di eguaglianza e ragionevolezza della sanzione penale. Ciò senza contare che, laddove si sciogliesse il nodo inerente la titolarità dei consigli di investimento a favore dell'autore degli stessi, sarebbe difficile negare che la compravendita di strumenti finanziari orientata da tali valutazioni consista in una legittima modalità di impiego delle stesse.

Si comprende così come, nell'intento di trovare un punto di equilibrio nel dualismo esistente tra "la dubbia equità di una soluzione repressiva e l'esigenza di evitare pratiche disoneste"¹⁶¹, la giurisprudenza di matrice anglosassone individui nell'omessa comunicazione del (potenziale) conflitto di interessi in cui versa l'operatore che si trovi a raccomandare l'acquisto o la vendita di strumenti finanziari su cui abbia precedentemente preso posizione

¹⁵⁹ Sul punto si registra consenso unanime. Per tutti SEMINARA, *Insider trading*, cit., p. 195.

¹⁶⁰ SEMINARA, *Le responsabilità penali*, cit., p. 472.

¹⁶¹ Così SEMINARA *Insider Trading* cit., p. 197.

l'elemento su cui porre l'accento per affermare l'illiceità dello *scalping*; secondo la prospettazione in commento, l'assenza di tale dato informativo all'interno del quadro conoscitivo dell'investitore precluderebbe invero la piena e corretta valutazione delle indicazioni ricevute e sarebbe conseguentemente idonea ad indurre in errore circa la bontà delle operazioni prospettate, così determinando l'integrazione di un'ipotesi di *fraud* assimilabile alla manipolazione del mercato¹⁶².

Da osservare, in conclusione, come i profili critici finora evidenziati non abbiano l'effetto di porre in dubbio l'illiceità della diffusione di valutazioni di investimento sprovviste di valido fondamento e univocamente orientate ad alterare il corso delle quotazioni, fattispecie che ricade pacificamente nell'ambito applicativo dell'art. 185 t.u.f. quale ipotesi di manipolazione informativa.

Ciò posto, deve censurarsi il regolamento (UE) n. 596/2014 laddove individua tra le ipotesi di manipolazione del mercato la condotta volta a “trarre vantaggio da un accesso occasionale o regolare ai mezzi di informazione tradizionali o elettronici diffondendo una valutazione su uno strumento finanziario, un contratto a pronti su merci collegato o un prodotto oggetto d'asta sulla base di quote di emissioni (o indirettamente sul suo emittente) dopo aver precedentemente preso delle posizioni su tale strumento finanziario, contratto a pronti su merci collegato o prodotto oggetto d'asta sulla base di quote di emissioni, beneficiando successivamente dell'impatto della valutazione diffusa sul prezzo di detto strumento, contratto a pronti su merci collegato o prodotto oggetto d'asta sulla base di quote di emissioni, senza aver

¹⁶² Si veda sul punto la pronuncia della Suprema Corte degli Stati Uniti SEC v. Capital Gain Research Bureau 375 US 180 (1963), secondo cui “*perché lo scopo normativo trovi attuazione, u investitore che riceva il consiglio di un consulente finanziario deve essere in grado di valutare tali motivazioni sovrapposte attraverso un'adeguata informazione, così da giudicare se l'operatore professionale sta servendo due padroni o uno solo*”. Sul punto SEMINARA, *Insider Trading cit.*, p. 197. Il medesimo indirizzo interpretativo appare riproposto nella sentenza Zweig v. Hearst Corporation, 594 F.2d 1261 (1979) e, nel panorama inglese, nella pronuncia inerente la vicenda “Daily Slickers”. Il caso riguardava due giornalisti del Daily Mirror, condannati per manipolazione del mercato a seguito dell'accertamento della prassi, da questi posta in essere, di inserire nella rubrica dedicata alle strategie di investimento curata dagli stessi consigli di acquisto relativi a strumenti finanziari sui quali avevano assunto precedentemente posizione, che rivendevano subito dopo la pubblicazione del giornale al fine di avvantaggiarsi dell'incremento del prezzo determinatosi nel frattempo (si veda sul punto www.telegraph.co.uk/finance/2924159/Mirror-writers-manipulated-the-market.html). Da un punto di vista di opportunità della disciplina deve osservarsi che la soluzione proposta, benché encomiabile per il tentativo di fissare dei punti di riferimento su un terreno che presenta plurime criticità, solleva degli interrogativi a fronte della difficile configurabilità della presa di posizione personale da parte dell'*advisor* sulle operazioni di mercato suggerite quale circostanza idonea ad ingenerare dei dubbi circa la bontà dei consigli di investimento ricevuti, ben potendo la stessa operare all'opposto quale elemento utile a corroborare la convinzione circa la genuinità delle predette valutazioni.

contemporaneamente comunicato al pubblico, in modo corretto ed efficace, l'esistenza di tale conflitto di interessi"¹⁶³. Nel riproporre la fattispecie indicata nei medesimi termini con cui la stessa compare nell'ordinamento previgente¹⁶⁴, il recente intervento europeo ha perso un'importante occasione per correggere una delle incongruenze della disciplina in materia di *market abuse*, che configura lo *scalping* quale ipotesi di manipolazione del mercato sulla base di una presunzione inerente sia l'effetto distorsivo derivante dalla diffusione del consiglio di investimento, sia il dolo di manipolazione da parte del professionista¹⁶⁵.

5. L'alterità dell'informazione e il regime del c.d. *insider* di se stesso.

Un ulteriore problema inerente lo statuto dell'informazione privilegiata – che solo per comodità espositiva si tratta in chiusura del capitolo – è quello relativo alla punibilità delle condotte di *trading* di cui all'art. 184 t.u.f. laddove le stesse siano poste in essere dal soggetto autore dell'informazione sfruttata (c.d. *insider* di se stesso). Il tema si intreccia con quello riguardante la fonte dell'informazione e, nello specifico, con il problema inerente la necessità di rintracciare un rapporto di alterità tra l'*insider* e la notizia da questi impiegata sul mercato.

A livello semantico, una ragione a favore della liceità dello sfruttamento di informazioni privilegiate da parte dell'*insider* di se stesso viene individuata dalla dottrina nella presenza, all'interno della norma incriminatrice, del termine "informazione", il quale "designa una situazione nella quale un soggetto viene a disporre di una conoscenza che in precedenza gli era ignota"¹⁶⁶.

¹⁶³ Art. 12 co. 2 lett. d) del regolamento n. 596/2014, destinato a trovare attuazione sul piano interno attraverso l'art. 74 del Regolamento Mercati Consob adottato con delibera n. 20249 del 28 dicembre 2017.

¹⁶⁴ La norma indicata ricalca invero il testo dell'art. 1 n. 2 della direttiva n. 6/2003, secondo cui integra l'illecito di manipolazione del mercato "l'avvantaggiarsi di un accesso occasionale o regolare ai mezzi di informazione tradizionali o elettronici diffondendo una valutazione su uno strumento finanziario (o indirettamente sul suo emittente) dopo aver precedentemente preso posizione su quello strumento finanziario, beneficiando di conseguenza dell'impatto della valutazione diffusa sul prezzo di detto strumento, senza aver allo stesso tempo comunicato al pubblico, in modo corretto ed efficace, l'esistenza di tale conflitto di interessi".

¹⁶⁵ Sul punto SEMINARA, *Disclose or abstain*, cit., p. 362.

¹⁶⁶ MUCCIARELLI, *Sub art. 184*, cit., p. 2326, che evidenzia come "l'informazione (...) riguardata dal versante della sua oggettività, consiste in un qualunque elemento cognitivo idoneo ad arricchire il patrimonio di conoscenze e soggetto che ne era all'oscuro. In questo senso l'informazione non sconta necessariamente un trasferimento di conoscenze intersoggettivo, bensì semplicemente l'alterità della notizia rispetto al soggetto che in precedenza di quella notizia non disponeva", che lo stesso potrebbe acquistare anche "attraverso la lettura di un documento ovvero osservando un evento cui assistette per ragioni di lavoro, sicché l'estremo effettivamente rilevante sembra dover essere colto nella precedente non conoscenza della notizia, nell'estraneità dunque della stessa al patrimonio conoscitivo". Allo stesso modo PESUCCI, *Possibili ricadute penalistiche dell'affermata punibilità dell'insider "di se stesso" da parte della cassazione civile*, in *Cass. pen.*, 2018(7-8), p. 2617 ss., che

A fronte di tale rilievo l'opposto indirizzo interpretativo osserva che l'art. 184 t.u.f., a differenza dell'art. 2 della legge n. 151//1991 - che censurava lo sfruttamento di informazioni "ottenute in virtù" delle circostanze indicate dalla norma, così sancendo la necessaria alterità dell'informazione rispetto al soggetto agente -, punisce l'impiego di notizie di cui l'*insider* sia "in possesso", determinando l'estensione dell'ambito applicativo del divieto alle condotte di sfruttamento di informazioni riconducibili al soggetto agente¹⁶⁷. La tesi che afferma la rilevanza penale dell'*insider* di se stesso chiama in causa inoltre la *ratio* della disciplina in materia di abusi di mercato, evidenziando come l'impiego di informazioni proprie riveli, nei riguardi degli interessi legati all'integrità del mercato e alla fiducia del pubblico degli investitori, la medesima attitudine lesiva espressa dalle condotte di *insider trading* aventi ad oggetto informazioni estranee al soggetto agente¹⁶⁸.

L'analisi di alcuni arresti giurisprudenziali che si sono confrontati con il problema in esame appare necessaria al fine di una migliore comprensione dei suoi plurimi profili critici.

Vengono in rilievo a tale riguardo le pronunce rese sulla vicenda Cremonini, riguardante il rastrellamento di titoli della società Cremonini s.p.a. ad opera della Cremofin s.r.l., socio di controllo facente parte dell'omonimo gruppo, in un tempo precedente il lancio di un'offerta pubblica di acquisto sulle azioni della società, volta al *delisting* della stessa. La Consob aveva contestato l'illecito di abuso di informazioni privilegiate a tre soggetti appartenenti agli organi di amministrazione e controllo della Cremonini s.r.l., ideatori dell'operazione, i quali sono stati accusati di aver sfruttato l'informazione inerente l'imminente lancio dell'o.p.a. acquistando titoli della società ad un prezzo inferiore a quello determinatosi a seguito della pubblicazione della notizia.

Secondo le regole processuali all'epoca vigenti, la delibera dell'Autorità di vigilanza è stata opposta dinanzi al T.A.R. Lazio, che l'ha annullata sulla base di due ordini di ragioni¹⁶⁹.

evidenzia come sia lo stesso principio di legalità ad imporre una lettura letterale del termine "informazione" di cui all'art. 184 t.u.f., che conduca ad affermare l'irrilevanza dell'*insider* di se stesso.

¹⁶⁷ SEMINARA, *La Consob e la tutela penale del mercato mobiliare*, in AA. VV., *Manuale di diritto penale dell'impresa*, 1998, p. 464.

¹⁶⁸ TRIPODI, *Informazioni privilegiate*, cit., p. 291, secondo cui anche l'*insider* di se stesso pone in essere un abuso di posizione, sfruttando vantaggi conoscitivi "non legalmente colmabili da parte degli investitori, a prescindere dalla loro diligenza". Allo stesso modo CONFALONIERI, *I rischi di insider trading nelle fasi propedeutiche all'o.p.a.: problemi e prospettive*, in *Società*, 2016, p. 1272 ss.

¹⁶⁹ TAR Lazio, sez. I, 10 luglio 2012, n. 6257

Una prima considerazione - attualmente priva di rilievo alla luce della recente riforma legislativa in tema di rilevanza, ai fini dell'art. 180 co. 1 lett. b-ter) t.u.f., delle informazioni concernenti fattispecie a formazione progressiva¹⁷⁰ - riguardava l'impossibilità di individuare nella notizia riguardante il futuro lancio di un'offerta pubblica di acquisto un'informazione privilegiata, difettando la stessa, al tempo della condotta, del necessario elemento della precisione¹⁷¹.

Il secondo motivo di accoglimento del ricorso - di maggior interesse in questa sede - riguardava invece l'impossibilità, secondo la Corte, di attrarre l'*insider* di se stesso all'interno della categoria dei soggetti attivi del reato di *insider trading*. A sostegno di tale conclusione sono stati evidenziati, sul piano semantico, il significato del termine "informazione", che presuppone l'alterità tra la fonte della notizia e il suo utilizzatore, e, sul piano normativo, il disposto del considerando n. 30 della direttiva n. 6/2003, a tenore del quale "poiché l'acquisizione o la cessione di strumenti finanziari implica necessariamente una decisione preliminare di acquisire o di cedere da parte della persona che procede ad una di queste operazioni, non si dovrebbe considerare che il fatto di effettuare questo acquisto o cessione costituisca di per sé un'utilizzazione di un'informazione privilegiata". Tali elementi, insieme alla considerazione della *ratio* della normativa in materia di *insider trading*, che mira a "*punire chi sfrutta indebitamente conoscenze acquisite per ragioni professionali*", hanno indotto il giudice amministrativo a ravvisare il difetto, in capo ai ricorrenti, di "*quel particolare rapporto con l'emittente che costituisce ex art. 187 bis, il presupposto per punirne la condotta*".

¹⁷⁰ Si rimanda sul punto a quanto evidenziato al par. 2.

¹⁷¹ Ai paragrafi n. 2.7 e 2.8., la sentenza in commento afferma a tal proposito: "*pare al Collegio pacifico che il rastrellamento dei titoli effettuato tra gennaio e febbraio non sia l'effetto di un'informazione privilegiata sull'offerta pubblica totalitaria, giacché questa acquistò attualità, per quanto sin qui osservato, soltanto intorno alla metà del mese di marzo. Non v'è dubbio che la Cremofin - e, nella sostanza, i Cremonini acquistarono azioni della Cremonini S.p.A. del periodo compreso tra gennaio e febbraio in vista di tale operazione, ma assai prima che fosse possibile sapere se e quando la stessa sarebbe divenuta attuale: sicché lo stesso prezzo pagato per azione sul mercato è risultato vantaggioso nella prospettiva dell'o.p.a. soltanto retrospettivamente, e cioè in rapporto all'epoca, allora del tutto incerta, in cui l'offerta venne poi formalizzata*".

Le conclusioni del T.A.R. Lazio sono state ribaltate dalla Corte d'appello di Bologna¹⁷² con una decisione che ha trovato conferma in sede di legittimità¹⁷³.

Riprendendo le fila del discorso avviato dal giudice di merito, la Corte di Cassazione ha anzitutto negato la necessità di ravvisare un rapporto di alterità tra l'informazione privilegiata e il soggetto che ne faccia impiego, osservando come, all'interno della disciplina vigente in materia di *market abuse*, il termine "informazione" non risulti "accompagnat[o] da alcun riferimento alla relativa provenienza e v[enga] usat[o] in senso meramente oggettivo e statico, come sinonimo di "conoscenza" o "notizia" oggetto di possesso", sicché non assume alcun rilievo, ai fini dell'applicabilità dell'art. 187 *bis* t.u.f., che la notizia impiegata sia stata trasmessa all'agente ad opera di terzi¹⁷⁴.

In secondo luogo, la Corte ha negato l'applicabilità, alla vicenda in esame, del considerando n. 30 della direttiva n. 6/2003, il quale presuppone "l'identità tra le operazioni oggetto della previa decisione e le operazioni successivamente poste in essere dall'operatore in esecuzione della stessa" e non trova pertanto applicazione all'ipotesi in cui l'utilizzo dell'informazione privilegiata - in questo caso concernente l'imminente lancio di un'o.p.a. - avvenga attraverso "operazioni di acquisto e vendita di titoli effettuate non in esecuzione dell'OPA ma prima del relativo lancio".

Secondo i giudici di legittimità, tali conclusioni non risultano smentite dal disposto dell'art. 9 co. 3 del regolamento (UE) n. 596/2014 - cui si accosta il considerando n. 31 - che, nello stabilire che "ai fini degli articoli 8 e 14, il semplice fatto che una persona utilizzi la propria cognizione di aver deciso di acquisire o cedere strumenti finanziari per l'acquisizione o la cessione di tali strumenti finanziari non costituisce di per sé utilizzo di informazioni

¹⁷² Nelle more della pubblicazione della decisione è invero intervenuta Corte Cost., 27 giugno 2012, n. 162, che ha dichiarato "l'illegittimità costituzionale degli articoli 133, comma 1, lettera a), 135, comma 1, lettera c) e 134, comma 1, lettera c) del decreto legislativo 2 luglio 2010 n. 104, nella parte in cui attribuiva la giurisdizione esclusiva del giudice amministrativo, con cognizione estesa al merito ed alla competenza funzionale del TAR del Lazio alle controversie in materia di sanzioni irrogate dalla Commissione Nazionale per la società e la borsa (Consob)". Alla pronuncia indicata è seguito l'annullamento della decisione del TAR Lazio ad opera del Consiglio di Stato, che ha dichiarato, sul punto, la giurisdizione del giudice ordinario.

¹⁷³ Cass. civ., Sez. II, 16 ottobre 2017, n. 24310.

¹⁷⁴ Sul punto la Corte specifica che "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 dell'art. 2, primo comma, della l. n. 157/1991, l'aggettivo "ottenute") né nel testo dell'art. 187-*bis* T.U.F., né nel testo dell'art. 1, n. 1, della Direttiva 2003/[6]/CE (...); 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".

privilegiate”, postula anch’esso una “relazione biunivoca tra le operazioni oggetto di previa decisione e le operazioni effettuate in attuazione di tale decisione”. Tale relazione è stata giudicata insussistente nel caso di specie, stante l’alterità delle operazioni contestate ai ricorrenti, consistenti nell’acquisto di titoli della società bersaglio dell’o.p.a. in data anteriore al lancio dell’operazione, rispetto all’oggetto della decisione da questi assunta, rappresentato dall’acquisto di azioni in esecuzione dell’o.p.a.

Per finire, la Corte ha evidenziato come l’esigenza di garantire la parità di trattamento tra gli operatori di mercato, perseguita dalla normativa in *market abuse*, imponga di operare una distinzione, ai fini dell’applicabilità della disciplina incriminatrice, tra l’o.p.a. finalizzata alla scalata e l’o.p.a. finalizzata al *delisting*. Se infatti l’acquisto di titoli da parte del detentore (e autore) di una notizia inerente il prossimo lancio di un’o.p.a. per la scalata può ritenersi scriminato ai sensi del considerando n. 30 della MAD, trattandosi di un negozio strumentale all’attuazione dell’operazione perseguita dall’*insider*¹⁷⁵, deve concludersi diversamente nell’ipotesi in cui venga in rilievo una notizia concernente un’o.p.a. finalizzata al *delisting*, operazione nell’ambito della quale “l’iniziativa parte non da un soggetto esterno alla società

¹⁷⁵ Esigenze di precisione impongono di osservare come la questione della compatibilità con le finalità di tutela perseguite dalla normativa in materia di abusi di mercato dello sfruttamento di un’informazione concernente il prossimo lancio di un’o.p.a. per la scalata non sia stata affrontata dalla Corte di Cassazione, in quanto estranea all’oggetto del giudizio intentato in sede di legittimità. La stessa, tuttavia, ha costituito oggetto di analisi ad opera della Corte d’appello di Bologna, secondo cui “*in caso di Opa per finalità di scalata vi è una deroga al principio della parità di condizioni ed 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, non appartenente al gruppo di comando e dunque non insider rispetto alla società, il quale ha deciso di promuovere un’OPA per tentare di porre in essere sul mercato acquisti volti a garantire il controllo di una determinata società e che è del tutto incerto sull’andamento dell’operazione. Il soggetto che opera la scalata non ha obblighi di informazione “price sensitive”, ma solo l’obbligo di informare l’emittente ed il mercato dell’avvenuto superamento di determinate soglie di partecipazione ritenute rilevanti. L’ipotesi non compresa nell’ambito dell’insider trading è quella degli acquisti effettuati sul mercato anteriori al lancio dell’OPA (rastrellamenti) al fine di poter acquisire una posizione di mercato idonea, prima di effettuare la scalata*”. Rilevante è come la Corte abbia evidenziato che “*l’eccezione al principio della parità di condizioni si giustifica, in questo caso, in base all’esigenza di tutela dell’efficienza del mercato azionario e per favorire la concorrenza tra più soggetti offerenti*”. All’opposto, “*diversa è la situazione in ipotesi di OPA per delisting, lanciata da parte dell’azionista di maggioranza della società, il quale versa in una situazione di privilegio in quanto l’operazione è stata concepita e realizzata all’interno della stessa società, secondo i tempi e le modalità dalla stessa definiti, in base a un progetto di cui è a conoscenza sin dalle fasi iniziali e di cui è in grado di avvantaggiarsi e trarre profitto. L’OPA del socio di maggioranza, finalizzata al delisting, è un’operazione che non è funzionale all’efficienza ed alla trasparenza del mercato societario (art. 91 TUF), ma al contrario, proprio in quanto finalizzata al ritiro dalla quotazione di una società dal mercato, è finalizzata a realizzare l’interesse proprio del gruppo di controllo della stessa società del tutto opposto all’interesse di mercato. In tale ipotesi non vi sono ragioni idonee a giustificare il sacrificio del principio della parità di condizioni, previsto in ipotesi di rastrellamenti ante OPA da scalata, in quanto in caso contrario si consentirebbe al gruppo di controllo della società di operare acquisti sul mercato, prima della promozione dell’OPA da delisting, ovvero di trarre profitto dalla conoscenza del progetto da realizzare a breve ai danni degli azionisti di minoranza, del tutto ignari delle vicende societarie*”.

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”.

Alla citata pronuncia di legittimità, che ha chiuso il filone civilistico della vicenda in analisi, è seguita la pronuncia del Tribunale di Milano, che ha ravvisato la responsabilità dei componenti degli organi direttivi della Cremonini s.r.l. ai sensi dell'art. 184 t.u.f.¹⁷⁶.

Le argomentazioni svolte dalla difesa davanti alla corte di merito ricalcavano in parte quelle già citate a favore della tesi della non punibilità dell'*insider* di se stesso. Tra queste, vi è il rilievo della compatibilità delle operazioni di *trading* orientate da propositi del soggetto agente rispetto alla *ratio* della normativa in materia di abusi di mercato, non configurandosi nel caso dell'*insider* di se stesso l'abuso funzionale censurato dalla disciplina.

Tra gli indici sistematici a favore di tale prospettazione, è stato inoltre valorizzato il disposto dell'art. 184 co. 2 t.u.f. che, prevedendo la punibilità del *criminal insider*, individuierebbe una deroga alla regola generale dell'irrelevanza delle condotte volte allo sfruttamento di informazioni riconducibili al soggetto agente¹⁷⁷. Alla norma richiamata si aggiungono altresì il considerando n. 30, prima evidenziato, della direttiva 6/2003 e l'art. 184 co. 1 t.u.f. che, nel riportare l'espressione “in ragione di”, imporrebbe “chiaramente una provenienza *ab externo* dell'informazione privilegiata”¹⁷⁸.

Ebbene, le considerazioni svolte dalla difesa non hanno trovato accoglimento presso il Tribunale. La corte ha invero evidenziato, con riferimento alla fattispecie del *criminal insider*, come tale disposizione non possa intendersi volta a delineare una deroga alla regola della non punibilità dell'*insider* di se stesso, rispondendo la stessa alla diversa funzione di estendere la categoria dei soggetti attivi di reato oltre i confini stabiliti al primo comma dell'art. 184 t.u.f. Anche l'espressione “in ragione di”, che ha sostituito la precedente “ottenute in virtù di” di cui

¹⁷⁶ Trib. Milano, Sez. III, 12 novembre 2015, n. 12149.

¹⁷⁷ In questo senso anche MUCCIARELLI, *Sub art. 184, cit.*, p. 2327; MORELLO, *L'insider che crea ed utilizza l'informazione privilegiata: uso o abuso?*, in *Riv. dir. banc.*, 2013.

¹⁷⁸ Così CONFALONIERI, *op. cit.*, p. 1275.

all'art. 2 della l. n. 157/1991 - clausola espressiva, secondo alcuni, dell'esigenza di un'alterità dell'informazione rispetto al soggetto agente - deve intendersi diretta a sancire la punibilità delle condotte di sfruttamento di informazioni proprie. Quanto al considerando n. 30 della MAD, infine, la Corte ha evidenziato come tale disposizione, interpretando un principio "proprio della logica dell'economia di mercato, che chi concepisce una iniziativa economica, sopportandone gli oneri, possa porla in esecuzione (...) postula una precisa corrispondenza tra l'oggetto della decisione di intervenire sul mercato finanziario e l'operazione concretamente posta in essere, che ne deve costituire la diretta realizzazione e, pertanto, non esclude la rilevanza penale dell'utilizzo delle informazioni privilegiate che, come nella specie, non traggono origine dalla decisione di effettuare una data operazione, bensì dall'intento di sfruttare la conoscenza di tale decisione".

I rilievi esposti, insieme alla considerazione riguardante la contrarietà dello sfruttamento di informazioni proprie alla finalità di tutela della normativa in materia di *insider trading*, che è "primariamente quella di inibire lo sfruttamento di informazioni privilegiate (e, pertanto, qualsiasi forma di sfruttamento, senza alcuna esclusione degli emittenti) e non già di inibire la traslazione della informazione riservata"¹⁷⁹, hanno condotto la Corte a sancire, in via generale, l'attrazione dell'*insider* di se stesso all'interno della categoria dei soggetti attivi di reato e, sul piano concreto, ad affermare la penale responsabilità degli imputati.

La posizione rigorosa assunta dalle pronunce indicate è stata criticata da plurime voci dottrinali, che vi hanno ravvisato non solo l'incongruenza rispetto alle finalità di tutela perseguite dalla disciplina in materia di *insider trading*, ma anche il rischio di aprire la strada a un orientamento idoneo a compromettere l'integrità del mercato attraverso l'ostacolo di attività necessarie al suo regolare funzionamento. Nell'ambito della tesi in esame, che si ritiene di condividere, è stata in primo luogo evidenziata l'inammissibilità dell'interpretazione offerta dalle Corti del considerando n. 30 della direttiva n. 6/2003 - oggi considerando n. 31 del regolamento n. 596/2014 -, diretta a ravvisarne l'applicabilità solo ai casi in cui vi sia una perfetta corrispondenza tra le operazioni negoziali dirette allo sfruttamento dell'informazione concernente la decisione di investimento del soggetto agente e le operazioni costituenti

¹⁷⁹ A tale riguardo la Corte aggiunge che "se il disvalore della fattispecie incriminatrice fosse da cogliere esclusivamente nell'intento del legislatore di inibire le dinamiche circolatorie della informazione privilegiata sarebbe scarsamente comprensibile (se non incomprensibile) la comminatoria di sanzioni penali per il solo *insider* primario, relegando l'*insider* secondario al mero ambito della rilevanza amministrativa."

l'attuazione di tale decisione. Come è stato efficacemente evidenziato, una simile lettura renderebbe invero la norma del tutto priva di scopo, attribuendole la funzione di affermare la liceità di ogni transazione finanziaria idonea ad incidere sui corsi azionari¹⁸⁰. Occorrendo, alla luce di tale ultimo rilievo, individuare un significato ulteriore della disposizione in esame, pare corretto attribuire alla stessa la finalità di escludere dall'area della punibilità tutti gli atti di disposizione che siano realizzati allo scopo di agevolare l'attuazione dell'operazione avuta di mira dal soggetto agente e che assumono pertanto, in relazione alla stessa, la veste di atti propedeutici¹⁸¹.

Una simile conclusione non solo non si pone in contrasto con la *ratio* della normativa in materia di *insider trading*, ma si fa interprete dell'esigenza di salvaguardare l'integrità e il corretto funzionamento delle piattaforme di scambio. Da un lato, invero, non appare configurabile nella condotta dell'*insider* di se stesso, come descritta, alcun abuso funzionale diretto a uno sfruttamento parassitario di informazioni altrui¹⁸²; dall'altro lato, la realizzazione di negozi diretti ad assicurare una migliore riuscita della decisione di investimento del soggetto agente "assum[e] financo le sembianze di condott[a] a momenti doveros[a]", nella misura in cui venga intesa quale "frutto del legittimo ed, anzi, doveroso esercizio di prerogative *lato sensu* gestorie le quali originano, in capo all'*insider*, una naturale (perché istituzionale) asimmetria decisionale prima ancora che un privilegio informativo"¹⁸³.

Sotto il medesimo profilo, sono stati segnalati i rischi derivanti dall'accoglimento della tesi fatta propria dalla giurisprudenza in termini di ostacolo alle attività gestorie e di ricerca necessarie a garantire il corretto svolgimento delle negoziazioni; invero, "la possibilità di essere ritenuti responsabili di abuso di informazioni privilegiate per il mero fatto di aver deciso una certa strategia di investimento o disinvestimento, da attuarsi in diverse fasi, esporrebbe gli operatori a un rischio e un'incertezza inaccettabili"¹⁸⁴.

¹⁸⁰ A tale riguardo VENTORUZZO, *Qualche nota sul cosiddetto "insider di sé stesso" alla luce del regolamento UE sugli abusi di mercato*, in *Società*, 2018(6) p. 739 ss., che evidenzia come, nell'interpretazione della Corte "la portata della previsione sarebbe questa: mentre lanciare un'o.p.a. dopo aver deciso di farlo sarebbe lecito, non così acquisiti e vendite di titoli prima del relativo lancio", concludendo come "il riferimento normativo, a maggior ragione alla luce dell'ulteriore specificazione introdotta con il MAR, significhi qualcosa in più, e segnatamente che la propria cognizione di intendere operare non è informazione privilegiata".

¹⁸¹ MORELLO, *op. cit.*; MUCCIARELLI, *Sub art. 184, cit.*, p. 2327; RECCIA, *Insider di se stesso e la distinzione tra o.p.a. per la scalata e o.p.a. per il delisting*, in *Giurisprudenza commerciale*, p. 568 ss.

¹⁸² Così anche MORELLO, *op. cit.*

¹⁸³ *Ibidem*

¹⁸⁴ Così VENTORUZZO, *op. cit.*, p. 748.

Si ritiene pertanto che sia alla luce delle finalità proprie della normativa in materia di *insider trading*, più che in forza di riferimenti normativi ondivaghi, che deve ammettersi l'irrelevanza penale dei negozi posti in essere prima della pubblicazione di una notizia concernente un'operazione finanziaria avuta di mira dal soggetto agente in modo strumentale rispetto all'attuazione dell'operazione stessa. Così delimitato l'ambito di liceità delle operazioni di sfruttamento di informazioni proprie, deve eliminarsi ogni dubbio in ordine all'attrazione, all'interno dell'ambito applicativo dell'art. 184 t.u.f., delle condotte dirette all'impiego di informazioni di natura diversa (si pensi ad esempio, all'amministratore di società che venda i titoli in suo possesso prima di rassegnare le proprie dimissioni, così evitando di subire gli effetti della svalutazione determinata dalla diffusione di tale informazione)¹⁸⁵ che, lungi dall'agevolare l'esito di operazioni finanziarie, hanno il solo scopo di consentire al soggetto agente di profittare della propria posizione di superiorità informativa in violazione del principio di parità di trattamento degli investitori. Da notare come una traccia di tale percorso interpretativo possa cogliersi nelle pronunce giurisprudenziali esaminate che, nel distinguere le fattispecie dell'o.p.a. finalizzata alla scalata e di quella volta al *delisting*, hanno posto in luce la diversa finalità delle operazioni di acquisto di titoli precedenti il lancio delle operazioni, evidenziando come solo nell'ipotesi dell'o.p.a. volta alla scalata le stesse integrino una forma legittima di sfruttamento della propria iniziativa economica.

6. Le nuove frontiere della disciplina degli abusi di mercato: il *trading* algoritmico.

In chiusura del capitolo relativo all'informazione, occorre dar conto del fenomeno che attualmente rappresenta una delle maggiori sfide per la disciplina del *market abuse*, ossia il *trading* algoritmico, modalità di negoziazione finanziaria che si avvale dell'impiego di algoritmi, ideati per acquisire, elaborare e reagire alle informazioni di mercato inviando meccanicamente ordini di acquisto o vendita su strumenti finanziari¹⁸⁶.

¹⁸⁵ L'esempio è riportato da VENTORUZZO, *op. cit.*, p. 750. Sul medesimo piano si pone altresì l'ipotesi del giornalista che acquisti i titoli oggetto del proprio consiglio di investimento prima della pubblicazione dello stesso, così da giovare dell'effetto rialzista seguente alla pubblicazione (ipotesi integrante la fattispecie di *scalping*).

¹⁸⁶ La direttiva 2014/65/UE (c.d. MiFID II) definisce il *trading* algoritmico come la "negoziazione di strumenti finanziari in cui un algoritmo informatizzato determina automaticamente i parametri individuali degli ordini, come ad esempio se avviare l'ordine, i tempi, il prezzo o la quantità dell'ordine o come gestire l'ordine dopo la sua presentazione, con intervento umano minimo o nullo e non comprende i sistemi utilizzati unicamente per trasmettere ordini a una o più sedi di negoziazione, per trattare ordini che non comportano la determinazione di parametri di trading, per confermare ordini o per eseguire il trattamento post-negoziazione delle operazioni eseguite" (art. 4 co. 1 n. 39).

Tale forma di negoziazione, diffusasi recentemente nel territorio nazionale e all'estero, costituisce un'autentica novità per la realtà dei mercati finanziari, sia sotto il profilo degli autori delle transazioni - che sono gli algoritmi stessi, programmati per operare autonomamente nella formulazione e attuazione degli ordini di acquisto e vendita -, sia sotto il profilo delle modalità di definizione delle scelte di investimento, che non si orientano alla luce dell'informazione finanziaria - come nota, secondo la formula classica, quale complesso di dati conoscitivi su cui un investitore ragionevole fonda le proprie decisioni finanziarie -, ma appaiono guidate da valutazioni di ordine matematico-quantistico riguardanti il variare delle quotazioni di mercato e la frequenza con cui determinati strumenti finanziari o emittenti compaiono sui circuiti informatizzati. A destare il maggior interesse è, nello specifico, l'*high frequency trading*, una particolare modalità di trading algoritmico connotata dal ricorso ad infrastrutture tecnologiche sofisticate (sia in termini di *software* che di *hardware*), che permettono di processare le informazioni di mercato e inviare ordini di compravendita in tempi eccezionalmente brevi, pari a poche frazioni di millesimi di secondo (c.d. *low latency*)¹⁸⁷.

I principali dubbi concernenti il *trading* ad alta frequenza riguardano - oltre agli effetti da esso derivanti sulla qualità del mercato, attualmente oggetto di giudizi contrastanti nella letteratura economica - la sua idoneità a favorire la commissione di abusi di mercato attraverso l'elevata rapidità operativa e la disponibilità di servizi, quali la *co-location* e i c.d. *private data feed*, idonei ad assicurare una condizione di vantaggio informativo ed operativo sugli *slow trader*. Ebbene, se gli studi più recenti hanno evidenziato come alcune delle strategie più aggressive realizzabili mediante l'alta frequenza siano suscettibili di integrare ipotesi di manipolazione del mercato e abuso di informazioni privilegiate, sono consistenti le criticità che la negoziazione algoritmica pone sul piano regolatorio, derivanti, sotto un primo profilo, dall'impossibilità di ricondurre al fenomeno in esame alcune delle categorie fondanti la normativa in materia di *market abuse* - prima tra tutte, la nozione di informazione privilegiata

¹⁸⁷ Come si apprende in ERMINI, *Ordini falsi e velocità supersoniche. Così i calcolatori manipolano i listini*, in *La Repubblica*, 2012, gli ordini inviati attraverso l'alta frequenza impiegano circa 0,03 millesimi di secondo per raggiungere il mercato, a fronte dello 0,1 impiegato dagli ordini inviati da un normale investitore. Sul punto, più di recente, ADRIAN, *Informational Inequality: How High Frequency Traders use premier Access to information to Prey on Institutional Investors*, in *Duke L. & Tech. Rev.*, 2016, p. 256 ss.; SOKOL, *High Frequency Litigation: Sec Responses to High Frequency Trading as a Case Study in Misplaced Regulatory Priority*, in *Colum. Sc. & Tech. L. Rev.*, 2016, p. 402 ss.

come ancorata al paradigma del *reasonable investor* - e, su un piano più generale, dalla difficile compatibilità della negoziazione automatizzata con i meccanismi di imputazione soggettiva dell'illecito penale.

Di seguito, dopo una breve analisi dei tratti distintivi del *trading* ad alta frequenza, si evidenzieranno i profili di rilevanza penale di tale modalità operativa e le conseguenti difficoltà che ne derivano sul piano normativo, sotto il duplice profilo dell'imputazione soggettiva dell'illecito e dell'individuazione dell'elemento soggettivo del reato.

6.1. Il *trading* ad alta frequenza: aspetti definitivi.

Come si è avuto modo di anticipare, negli ultimi anni il *trading* ad alta frequenza si è significativamente diffuso sui mercati internazionali, fino ad arrivare a rappresentare circa il 70% del volume degli scambi negli Stati Uniti¹⁸⁸ e una quota compresa tra il 10 e il 50% delle negoziazioni sui mercati europei, con una stima pari al 20% sul territorio nazionale¹⁸⁹.

Tale circostanza ha fatto sì che il fenomeno, già da tempo all'attenzione dell'autorità di vigilanza statunitense¹⁹⁰, fosse preso in considerazione anche dal legislatore europeo, che all'art. 4 co. 1 n. 40 della direttiva n. 65/2014 (c.d. MiFID II) lo individua quale ipotesi di negoziazione algoritmica - figura a sua volta definita all'art. 4 co. 1 n. 39¹⁹¹ - caratterizzata da “a) il ricorso ad infrastrutture volte a ridurre al minimo le latenze di rete e di altro genere, compresa almeno una delle strutture per l'inserimento algoritmico dell'ordine (co-ubicazione, hosting di prossimità o accesso elettronico diretto a velocità elevata); b) la determinazione da parte del sistema dell'inizializzazione, generazione, trasmissione o esecuzione dell'ordine senza intervento umano per il singolo ordine o negoziazione; c) l'elevato traffico infragiornaliero di messaggi consistenti in ordini, quotazioni o cancellazioni”.

Ciò che distingue i *trader* ad alta frequenza dagli altri operatori di mercato è esattamente l'impiego di programmi informatici che consentono l'invio di migliaia di ordini di

¹⁸⁸ YADAV, *Beyond Efficiency in Securities Regulation*, 2014, working paper, in <http://ssrn.com/abstract=2400527>.

¹⁸⁹ CAIVANO ET. AL, *Il trading ad alta frequenza. Caratteristiche, effetti, questioni di policy*, in *Consob, Discussion Papers*, 2012, p. 13 ss.; CARLINI, *Piazza Affari, il flash trading pesa per il 22%*, in *IlSole240re*, 2014.

¹⁹⁰ Già nel 2010 la Securities and Exchange Commission si era occupata di delineare alcuni dei tratti caratteristici del *trading* ad alta frequenza, oltre alle strategie di investimento tipiche realizzate attraverso la negoziazione automatizzata (SEC, *Equity market structure, Concept release* n. 34-61358, 2010, in www.sec.gov, p. 45 ss.).

¹⁹¹ Art. 4 co. 1 n. 39 della direttiva 65/2014, riportato alla nota 186.

compravendita al secondo¹⁹², che vengono modificati e cancellati continuamente in base all'evoluzione delle condizioni del mercato, decifrate dagli algoritmi in tempo reale mediante l'elaborazione delle informazioni trasmesse attraverso la fluttuazione delle quotazioni¹⁹³. A consentire un simile volume di scambi sono la disponibilità di *software* sofisticati e il collocamento degli *hardware* in prossimità dei *server* delle piattaforme di negoziazione (*co-location*), circostanza che consente di ridurre al minimo il tempo di latenza, ossia il periodo intercorrente tra la formulazione e l'esecuzione della decisione di investimento (*low latency*)¹⁹⁴. La descritta rapidità operativa consente agli operatori ad alta frequenza non solo di conquistare sempre le prime posizioni sui *book* di negoziazione, ma anche di sfruttare le più brevi finestre di investimento prima ancora che gli *slow trader* possano individuarne l'esistenza, nell'esecuzione di transazioni che, da sole, determinano margini di profitto contenuti, ma che assicurano guadagni elevati ove considerate in una prospettiva integrata¹⁹⁵. Tale finalità di profitto a breve termine conduce gli operatori ad alta frequenza ad assumere posizioni non superiori a una seduta di borsa e a prediligere gli strumenti più liquidi, il cui tempo di detenzione varia da pochi secondi ad alcuni minuti.

L'espansione conosciuta recentemente dall'*high frequency trading* non ha mancato di sollevare preoccupazioni in merito ai potenziali effetti negativi da esso derivanti sulla qualità del mercato borsistico, in termini sia di incidenza negativa sulla liquidità, sia di alterazione della capacità informativa delle quotazioni¹⁹⁶; l'elevata complessità della negoziazione automatizzata e la sua continua evoluzione, data dalla crescente sofisticazione degli algoritmi,

¹⁹² Secondo CAIVANO, *op. cit.*, p. 8, gli operatori ad alta frequenza sono in grado di immettere sul mercato fino a 5000 ordini al secondo.

¹⁹³ Per un'analisi dettagliata delle strategie di investimento poste in essere dagli operatori ad alta frequenza, tra cui compaiono l'arbitraggio statistico, il *market making* e il *trading on news*, PUORRO, *High Frequency Trading: una panoramica*, in *Questioni di Economia e Finanza, Occasional papers*, 2013, p. 13 ss.; CAIVANO, *cit.*, 2012, p. 8 ss.

¹⁹⁴ PUORRO, *cit.*, p. 9 ss.

¹⁹⁵ CAIVANO, *cit.*, p. 8.

¹⁹⁶ Si segnala che, nel 2011, la International Organization of Securities Commissions (IOSCO) ha rilasciato un rapporto contenente osservazioni in merito ai rischi che l'HFT comporta per la qualità e l'integrità dei mercati finanziari, cui sono seguite delle raccomandazioni volte ad individuare le misure atte a fronteggiare tali minacce. In ambito comunitario l'ESMA, nel 2011, ha pubblicato degli Orientamenti (*Guidelines on systems and controls in a highly automated trading environment for trading platforms, investment firms and competent authorities*), diretti a suggerire interventi su elementi di microstruttura del mercato volti al controllo dell'HFT e alla prevenzione di eventuali ripercussioni negative sull'ordinato funzionamento mercato. Il legislatore europeo è intervenuto in materia con la direttiva n. 65 del 2014, dettando previsioni - rivolte sia alle imprese di investimento che fanno ricorso al *trading* algoritmico, sia alle piattaforme di negoziazione - miranti a identificare gli scambi riconducibili alla negoziazione automatizzata e a contenerne potenziali effetti destabilizzanti. Sul punto, ampiamente, CAIVANO, *cit.*, p. 30 ss.

fanno peraltro sì che gli studi che ne indagano le ripercussioni siano ancora limitati e giungano sovente a conclusioni divergenti¹⁹⁷.

Se le ripercussioni di tipo economico del *trading* ad alta frequenza sono ancora incerte, più consistenti appaiono i rischi che tale pratica di negoziazione comporta per l'integrità delle piattaforme finanziarie. E' invero stato accertato come la disponibilità di strumenti tecnologici sofisticati, l'elevata rapidità operativa e la possibilità di ricorrere a servizi offerti dalle piattaforme di negoziazione, quali la *co-location* e i canali informativi individuali (c.d. *private data feed*) - i quali sono formalmente offerti a tutti gli operatori di mercato ma sono concretamente accessibili solo a una parte ridotta di questi, stanti gli elevati costi di fruizione - consentano agli operatori ad alta frequenza di godere di una condizione di privilegio, operativo e informativo, rispetto agli altri investitori e di porre in essere agevolmente strategie di investimento idonee a manipolare i prezzi dei titoli e ad accedere in via preferenziale ad informazioni rilevanti.

6.2. Profili di rilevanza penale dell'*high frequency trading*.

L'accostamento che per primo è giunto all'attenzione delle autorità di vigilanza è quello tra *trading* ad alta frequenza e manipolazione del mercato, stante la capacità di molte delle strategie di investimento suscettibili di essere eseguite attraverso la negoziazione algoritmica di determinare l'alterazione delle quotazioni. Tra queste vanno menzionate, in via esemplificativa, lo *stuffing*, pratica che prevede l'immissione di un elevato numero di ordini sul mercato, che abbia l'effetto di impedire agli *slow trader* di avere una chiara visione delle modalità di evoluzione dei *book*, consentendo agli operatori ad alta frequenza di profittare in via prioritaria di opportunità di investimento. Ad essa si aggiungono lo *smoking*, consistente

¹⁹⁷ La letteratura economica sul tema – prevalentemente di matrice anglosassone – si mostra invero divisa tra quanti affermano che l'HFT produce effetti positivi sul mercato, in termini di aumento di liquidità, riduzione del *bid-ask spread* e miglioramento dell'efficienza informativa dei prezzi, e quanti invece sostengono come il trading ad alta frequenza non incida significativamente sulla liquidità del mercato, influisca negativamente sulla volatilità, amplificando movimenti anomali dei prezzi, e aumenti il rischio sistemico di shock di mercato. A tal riguardo si segnalano i lavori di BROGAARD, *High Frequency Trading and its Impact on Market Quality*, 2010, working paper, SSRN; BROGAARD, *High Frequency Trading and Volatility*, 2012, working paper, SSRN; HASBROUCK-SAAR, *Low Latency Trading*, 2010, NYU working paper; JARROW-PROTTER, *A Dysfunctional Role of HFT in Electronic Markets*, 2011, Johnson School Research Paper Series; MENKVELD, *High Frequency Trading and the New Market Makers*, 2011, University of Amsterdam working paper; EGGINTON ET AL. *Quote stuffing*, 2016, working paper, SSRN; SORNETT-VON DER BECKE, *Crashes and High Frequency Trading*, 2011, Swiss Finance Institute, Research Paper Series; KIRILENKO ET AL., *The Flash Crash: the Impact of HFT on an Electronic Market*, CFTC working paper, 2017.

nell'invio di “ordini civetta”, miranti ad attrarre altri investitori, che vengono prontamente modificati o cancellati prima dell'esecuzione, e lo *spoofing*, diretto ad immettere un elevato numero di ordini di acquisto o vendita su uno strumento finanziario, che vengono prontamente cancellati prima della loro attuazione, in modo da influenzarne il prezzo e giovare della variazione innescata attraverso la conclusione di operazioni di segno contrario rispetto a quelle inizialmente poste in essere¹⁹⁸.

L'attitudine distorsiva delle predette strategie è stata presa in considerazione dal legislatore europeo, che al considerando n 38 del regolamento (UE) n. 596/2014 prevede che “il presente regolamento dovrebbe prevedere misure in materia di manipolazione del mercato che possono essere adeguate a nuove forme di negoziazione o a nuove strategie potenzialmente abusive”, aggiungendo che “per rispecchiare il fatto che la negoziazione di strumenti finanziari è sempre più automatizzata, è auspicabile che la definizione di manipolazione del mercato fornisca esempi di strategie abusive specifiche che possono essere effettuate con qualsiasi strumento disponibile di negoziazione, incluse le negoziazioni algoritmiche e quelle ad alta frequenza”. Tali direttive trovano attuazione nell'art. 12 co. 2 lett. c) del regolamento, che prevede, quale ipotesi di manipolazione del mercato, l'inoltro di ordini in una sede di negoziazione, comprese le relative cancellazioni o modifiche, con ogni mezzo disponibile di negoziazione, anche attraverso mezzi elettronici, come le strategie di negoziazione algoritmiche e ad alta frequenza, e che determini un'alterazione della qualità dell'informazione finanziaria o una modificazione artificiosa delle quotazioni¹⁹⁹.

Così chiarite le potenzialità manipolative di alcune delle strategie finanziarie eseguite ad alta frequenza, occorre osservare come la negoziazione algoritmica sia suscettibile di determinare altresì la violazione del divieto di *insider trading*.

¹⁹⁸ Sul punto CAIVANO, *cit.*, p. 22 s.; PUORRO, *cit.*, p. 20 s.

¹⁹⁹ L'art. 12 co. 2 lett. c) del regolamento n. 596/2014, nello specifico, prevede quali forme di manipolazione del mercato ogni inoltro di ordini di compravendita che i) interrompa o ritardi, o è probabile che interrompa o ritardi, il funzionamento del sistema di negoziazione della sede di negoziazione; ii) renda più difficile per gli altri gestori individuare gli ordini autentici sul sistema di negoziazione della sede di negoziazione, o è probabile che lo faccia, anche emettendo ordini che risultino in un sovraccarico o in una destabilizzazione del book di negoziazione (order book) degli ordini; oppure iii) crei, o è probabile che crei, un segnale falso o fuorviante in merito all'offerta, alla domanda o al prezzo di uno strumento finanziario, in particolare emettendo ordini per avviare o intensificare una tendenza. L'elencazione deve ritenersi esemplificativa, non escludendo la stessa la configurazione del delitto di manipolazione in relazione a strategie di investimento ivi non contemplate ma idonee a sortire i medesimi effetti distorsivi (si v. sul punto il considerando n. 38, ult. periodo).

Primario rilievo assume, nell'ambito in esame, la fruizione, da parte degli operatori ad alta frequenza, di servizi offerti dai gestori delle piattaforme di negoziazione quali la *co-location* e i *private data feed*. La *co-location*, come si è avuto modo di osservare, è il servizio che permette agli *high frequency trader* di posizionare i propri *hardware* in luoghi adiacenti ai *server* delle piattaforme di negoziazione, così da ridurre i tempi di esecuzione degli ordini di acquisto o vendita. I *private data feed*, invece, sono canali informativi concernenti i volumi di negoziazione e le quotazioni di mercato che le *trading venue* forniscono agli investitori che decidano di farne uso su base individuale e diretta.

Ebbene, è stato osservato come la disponibilità di canali informativi preferenziali e la vicinanza geografica alle piattaforme di negoziazione permetta agli *high frequency trader* di godere di un - sottile, ma rilevante - vantaggio informativo rispetto al restante pubblico degli investitori, consentendo loro di leggere i movimenti di mercato prima che gli stessi siano resi noti attraverso gli ordinari circuiti di diffusione.

Sebbene infatti tutte le informazioni concernenti la pendenza di ordini di acquisto e vendita su strumenti finanziari e la conclusione delle transazioni di mercato vengano inviate dalle *trading venue* ai circuiti di diffusione pubblica e ai canali informativi individuali nello stesso momento - essendo la contestualità del rilascio dei suddetti dati condizione necessaria per l'offerta dei *private data feed*²⁰⁰ -, esse raggiungono prima le piattaforme ad alta frequenza, collocate in prossimità delle piattaforme di scambio e collegate attraverso cavi in fibra ottica che assicurano un'estrema rapidità di trasmissione dei dati, e poi il resto del pubblico, a cui giungono solo una volta assemblate dagli *information provider* collettivi²⁰¹. Ciò assicura agli operatori ad alta frequenza un vantaggio temporale nella lettura dei movimenti di mercato pari ad alcune frazioni di secondo, sufficiente ad individuare gli ordini in arrivo degli *slow trader* e

²⁰⁰ Nel 2012 la SEC ha intentato un procedimento amministrativo avverso il NYSE per violazione della rule 603(a) del Securities Exchange Act, contestando la fornitura prioritaria, ai canali informativi individuali, dei dati inerenti alle quotazioni di mercato e il volume di negoziazione (nel caso di specie, Open Book Ultra e PDP Quotes), solo successivamente rilasciati al pubblico attraverso il *securities information processor*. Nel 2014, al NYSE è stato altresì contestato di aver offerto servizi di *co-location* attraverso “*individually negotiated [contracts] with private firms, which have not [been] submitted for SEC approval as required under § 19(b)(1) of the Exchange Act*”. Sul punto, SOKOL, *op. cit.*, p. 446 s.

²⁰¹ Sul punto STRAMPELLI, *L'informazione societaria a quindici anni dal t.u.f.: profili evolutivi e problemi*, in *Rivista delle Società*, 2014, p. 997, n. 19; COFFEE, *High Frequency Trading Reform: The Short Term and the Longer Term*, 2014, in <http://clsbluesky.law.columbia.edu/2014/07/21/high-frequency-trading-reform-the-short-term-and-the-longer-term/>; ID., *High Frequency Trading Risks Prompt Crackdown*, 2014, in <http://www.bloomberg.com/video/is-the-need-for-speed-hurting-the-market-Z4j7LKnSQf6rJLMD5vAfGg.html>; ROSSI, *Increased Public and Private Scrutiny of High-Frequency Trading*, 2014, p. 2 s., in <http://blogs.law.harvard.edu/corpgov>.

ad anticiparli nell'esecuzione di ciò che è stato definito un vero e proprio *front running* legalizzato²⁰².

È evidente come le descritte modalità operative dell'alta frequenza delineino un "mercato a due velocità"²⁰³ che mostra significativi profili di incompatibilità con il *level playing field* fondato sul principio della parità di accesso alle informazioni e perseguito dalla disciplina dei mercati finanziari, svelando in tal modo le potenzialità distorsive della negoziazione algoritmica nei riguardi dell'integrità del mercato e della fiducia del pubblico degli investitori nel suo corretto operare²⁰⁴. Se peraltro le proposte volte a regolamentare la negoziazione algoritmica sul piano amministrativo al fine di limitare le opportunità di guadagno, da parte degli operatori ad alta frequenza, di una condizione di privilegio sugli altri investitori non sono ancora giunte ad esiti certi, dovendo queste confrontarsi con la stessa opportunità di contenere

²⁰²LEWIS, *Flash Boys: A Wall Street Revolt*, 2014; MUNGER in *Why Charlie Munger Thinks HFT Is 'Basically Evil'*, 2014, in <http://www.cnbc.com/id/100746255?region=world#>. Sul punto, ADRIAN, *op. cit.*, p. 261 ss. fornisce una descrizione analitica delle strategie realizzate dagli operatori ad alta frequenza allo scopo di anticipare gli ordini degli *slow trader*, ascrivibili alla duplice categoria dell'*electronic front running* e del *dark pool arbitrage*. Sul punto deve altresì aggiungersi come l'impiego di algoritmi di seconda generazione, capaci di leggere le informazioni finanziarie, oltre alle quotazioni, consenta ai *trader* ad alta frequenza di instaurare un legame diretto con i circuiti di diffusione di notizie economiche; ulteriore circostanza, questa, che potrebbe consentire un'acquisizione prioritaria di informazioni sensibili. Sul punto YADAV, *cit.*, p. 32 ss.; STRAMPELLI, *cit.*, p. 997, n. 19.

²⁰³ L'espressione è di Eric Schneiderman, General Attorney di New York, in *NYAG Schneiderman: HFT is insider trading 2.0*, 2014, in www.cnbc.com/id/100746255?region=world. In tal senso anche ADRIAN, *op. cit.*, p. 266 ss.; SOKOL, *op. cit.*, p. 427 ss.

²⁰⁴ A tale riguardo ADRIAN, *op. cit.*, p. 269 evidenzia come la diffusione del *trading* ad alta frequenza rischi di determinare una contrazione della liquidità del mercato, incidendo negativamente sulla fiducia degli investitori sul corretto funzionamento delle piattaforme di scambio e favorendo il ricorso a forme alternative di allocazione del risparmio. A conferma di tale prospettazione, *Computerized Trading: What Should the Rules of the Road Be?, Hearing Before the Subcomm. on Sec., Ins. and Inv. of the S. Comm. on Banking and Urban Affairs*, 112th Cong. 20 (2012).

l'espansione del fenomeno in esame²⁰⁵, non appare più semplice il ricorso, in relazione ai profili di illiceità evidenziati, alla normativa in materia di abusi di mercato²⁰⁶.

Concentrandoci in particolare sulla configurabilità delle fattispecie di *front running* sopra indicate quali ipotesi di *insider trading* censurabili alla luce dell'art. 184 t.u.f., deve invero osservarsi come le peculiarità dell'alta frequenza ostino non solo all'applicazione, nell'ambito in analisi, delle categorie classiche della normativa in tema di abusi di mercato - prima tra tutte, la nozione di informazione privilegiata, come ricostruita alla luce del canone dell'investitore ragionevole -, ma anche all'impiego di alcuni dei principi cardine dell'ordinamento penale, quali quelli regolanti l'imputazione del fatto illecito e l'individuazione dell'elemento soggettivo del reato.

²⁰⁵ Sul punto ADRIAN, *op. cit.*, p. 270 ss. evidenzia quelle che sono le principali proposte di regolazione del fenomeno attualmente all'attenzione dell'autorità di vigilanza negli Stati Uniti. Alcune di queste comprendono interventi mirati diretti a inserire dei correttivi all'interno del sistema di gestione degli scambi, idonei a ristabilire un equilibrio tra le possibilità di profitto degli HFTr e le opportunità di investimento degli altri operatori, quali la previsione di disposizioni che obblighino le piattaforme di negoziazione ad attendere un determinato lasso di tempo prima di dare esecuzione agli ordini di acquisto e di vendita ricevuti (c.d. *speed bump*) o l'apposizione di una maggiore quantità di fibra ottica attorno al *server* idonea a ritardare l'arrivo degli ordini di compravendita automatizzati; altre proposte mirano invece a una ridefinizione generale della regolazione del mercato, che includa l'eliminazione dell'offerta dei servizi quali la co-location. In Europa, la direttiva n. 65/2014 contiene una serie di previsioni dirette a garantire il controllo e la segnalazione degli ordini inviati attraverso la negoziazione automatizzata, la sospensione della negoziazione in ipotesi di forte oscillazione delle quotazioni, l'equità nell'offerta dei servizi di co-ubicazione e accesso elettronico diretto, nonché l'introduzione di meccanismi idonei ad assicurare che "i sistemi algoritmici di negoziazione non possano creare o contribuire a creare condizioni di negoziazione anormali sul mercato e per gestire qualsiasi condizione di negoziazione anormale causata da tali sistemi algoritmici di negoziazione, tra cui sistemi per limitare il rapporto tra ordini non eseguiti e operazioni inserite nel sistema da un membro o partecipante, per poter rallentare il flusso di ordini in caso di rischio che sia raggiunta la capacità del sistema e per limitare la dimensione minima dello scostamento di prezzo che può essere eseguita sul mercato e garantirne il rispetto" (art. 4 par. 6). In Italia, la legge 24 dicembre 2012, n. 228 ha assoggettato le transazioni ad alta frequenza ad una specifica imposta, i cui effetti sono oggetto di discussione (CELLINO, *Al via oggi la Tobin Tax «all'italiana» sui derivati. Subito in calo i volumi scambiati*, in www.ilsole24ore.com, 2 settembre 2013; ADRIAN *op. cit.*, p. 275, secondo cui "some of the negative effects of a broad tax can be seen in France and Italy, who in 2012 both instituted a tax on all trades occurring in 0.5 seconds or faster.¹²⁶ While European trading volume as a whole was up 14% from 2012 to 2013, the volumes in Italy and France both fell over 10%.¹²⁷ Whether this will have a long-term impact on those markets remains to be seen").

²⁰⁶ Se negli Stati Uniti il dipartimento di giustizia ha annunciato di stare conducendo delle indagini per appurare se il trading ad alta frequenza determini la violazione delle norme in materia di *insider trading* e manipolazione del mercato (si veda sul punto NOKED, *Increased Scrutiny of High Frequency Trading*, in *Har. L. Sch. F. On Corp. Governance And Fin. Reg.*, 2014, in <http://blogs.law.harvard.edu>) la Securities and Exchange Commission ha intentato diversi procedimenti per violazione della sezione 10(b) del Securities Exchange Act avverso intermediari finanziari che hanno fatto impiego degli algoritmi nel porre in essere strategie turbative dei mercati (si veda, sul punto, SOKOL, *op. cit.*, p. 438 ss.).

6.2.1. La crisi del paradigma dell'investitore ragionevole e le criticità concernenti l'imputazione soggettiva dell'illecito.

Un primo profilo di conflitto tra il *trading* ad alta frequenza e la normativa in materia di *market abuse* si registra con riferimento alla nozione di investitore ragionevole, attualmente fondante l'individuazione dell'informazione rilevante ai sensi della normativa sovranazionale degli abusi di mercato e, sul piano interno, dell'art. 180 co.1 lett. b-ter) t.u.f.

Come si è avuto modo di constatare in precedenza, la nozione classica di informazione finanziaria rimanda invero a tutti quegli elementi sulla base dei quali un investitore ragionevole fonda le proprie decisioni di investimento, quali il valore effettivo dei titoli, le condizioni dell'emittente, nonché le ulteriori variabili di mercato idonee ad influire sugli strumenti finanziari²⁰⁷. Ebbene, la figura, così definita, di informazione sensibile non trova applicazione con riferimento alla negoziazione algoritmica ad alta frequenza, che, come si è osservato, appare orientata non da valutazioni inerenti al valore fondamentale degli strumenti finanziari, ma da calcoli di ordine matematico-quantitativo concernenti le informazioni finanziarie e l'oscillazione delle quotazioni. Gli elementi sulla base dei quali vengono disposti gli ordini di compravendita automatizzati vanno individuati, in particolare, negli “*scostamenti dei titoli in un dato periodo, oppure il numero delle volte in cui il nome dello strumento finanziario [o di un emittente] compare nei circuiti informatizzati di diffusione di informazioni e sulle varie piattaforme di comunicazione adoperate dagli operatori*”²⁰⁸, fattori del tutto avulsi dalle circostanze normalmente idonee ad orientare il comportamento finanziario degli operatori fisici. Dalla constatazione dei profili evidenziati deriva, secondo una dottrina, il rischio di un'espansione incontrollata della categoria delle informazioni *price-sensitive*, che dovrebbe giungere ad includere, accanto alle circostanze già previste dalla normativa vigente, anche dati conoscitivi “*rilevanti (per alcuni intermediari assai importanti per l'andamento delle*

²⁰⁷Sul punto si richiama il considerando n. 14 del regolamento n. 596/2014, secondo cui “un investitore ragionevole basa le proprie decisioni di investimento sulle informazioni già in suo possesso, vale a dire su informazioni disponibili precedentemente. 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 precedentemente disponibili. Nell'effettuare una tale analisi, occorre considerare l'impatto previsto dell'informazione alla luce dell'attività complessiva dell'emittente in questione, 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 su merci collegati o i prodotti oggetto d'asta sulla base delle quote di emissione”.

²⁰⁸ CONSULICH, *Il nastro di Möbius. Intelligenza artificiale e imputazione penale nelle nuove forme di abuso del mercato*, in *Banca borsa tit. di credito*, 2018, p. 195 ss.

quotazioni, quelli algoritmici ad alta frequenza), ma non ragionevoli, perché del tutto indipendenti da profili di meritevolezza economica dell'oggetto della transazione"²⁰⁹.

Posta l'impossibilità di consentire tale estensione della nozione di informazione privilegiata, foriera di incongruenze idonee ad ostacolare il funzionamento del mercato finanziario²¹⁰, e la conseguente opportunità di predisporre una normativa specifica del *trading* ad alta frequenza, che consenta di limitare l'applicabilità del paradigma dell'investitore ragionevole ai soli operatori fisici di mercato, occorre osservare come un argine al problema evidenziato possa forse ravvisarsi nell'esigenza di accertare, ai fini dell'individuazione dell'informazione privilegiata, un carattere ulteriore rispetto a quello della sensibilità della notizia, quale quello della riservatezza.

Se infatti appare indubbio il vantaggio operativo che deriva dall'impiego di presidi tecnologici capaci di funzionare ad elevata velocità e di esaminare in modo integrato una quantità di informazioni insuscettibile di analisi per l'operatore individuale, non sempre può configurarsi, in relazione alle strategie di negoziazione realizzate attraverso l'alta frequenza, anche un vantaggio informativo derivante dall'acquisizione in via prioritaria di notizie rilevanti e riservate. Non può invero dubitarsi del fatto che lo sfruttamento di dati inerenti al disallineamento delle quotazioni ovvero la frequenza con cui un determinato strumento o emittente viene citato dai circuiti informatizzati si pone, di per sé, al di fuori dell'ambito applicativo dell'illecito di *insider trading*, costituendo tali informazioni, ove non siano rese disponibili agli operatori ad alta frequenza in via anticipata rispetto al mercato, delle notizie di dominio pubblico.

Se il reato di *insider trading* non potrà configurarsi rispetto all'esecuzione di tutte quelle transazioni che siano state poste in essere a seguito della mera disamina, benché rapida e integrata, di dati disponibili sul mercato, non sussistono invece dubbi in ordine all'integrazione dell'illecito rispetto alle ipotesi in cui l'impiego degli algoritmi avviene al fine di anticipare gli ordini degli *slow trader* in arrivo presso le sedi di negoziazione, ravvisandosi l'informazione

²⁰⁹ Così CONSULICH, *Il nastro di Möbius*, cit., p. 215.

²¹⁰ Sul punto CONSULICH, *op. ult. cit.*, p. 215 evidenzia invero che "l'espansione dell'informazione price sensitive può dunque volgersi, in breve tempo, in un'ipertrofia incontrollabile dei doveri di comunicazione e astensione che sostanziano la disciplina degli abusi di informazione privilegiata, onerando gli operatori di tali e tanti adempimenti da rendere impossibile ogni operazione economica senza una giustificazione razionale, posto che le informazioni considerate dagli algoritmi sono spesso prive di rilevanza economica e attengono, ad esempio, a episodici e rapidissimi disallineamenti di prezzo tra domanda ed offerta di un titolo, di valore per altro per lo più infinitesimo".

privilegiata, in tale fattispecie di *front running*, nella decisione di investimento prossima all'esecuzione, che viene intercettata dagli algoritmi in un momento precedente alla sua pubblicazione.

Così delineate le criticità che si pongono sul piano dell'individuazione dell'informazione privilegiata, occorre osservare come difficoltà consistenti attengano anche il profilo dell'imputazione soggettiva dell'illecito commesso per il mezzo della negoziazione algoritmica. L'indipendenza operativa degli algoritmi ad alta frequenza, che vengono ideati e programmati per analizzare autonomamente le informazioni di mercato e reagire alle stesse mediante la definizione di strategie negoziali, pone invero diversi problemi sul piano dell'attribuzione dell'operazione illecita - di manipolazione o di abuso di informazioni privilegiate - eventualmente realizzata dalla macchina, non essendo immediatamente ravvisabile un nesso tra detta transazione di mercato e una condotta umana censurabile sul piano penalistico²¹¹. Più in particolare, deve osservarsi che, se non si pongono particolari problemi in ordine all'iscrizione della transazione contraria alla legge all'ente – nello specifico, si tratterà di una banca di investimento – che abbia fatto impiego dell'algoritmo da cui è partito l'ordine di acquisto o vendita contestato, maggiori problemi si registrano sul piano dell'attribuzione del reato alla persona fisica responsabile del funzionamento del presidio tecnologico e, in particolare, del programmatore dello stesso.

Prendendo le mosse dal primo dei profili evidenziati, occorre anzitutto evidenziare come il d.lgs. n. 231/2001 preveda la responsabilità amministrativa dell'ente nel cui interesse o a vantaggio del quale venga commesso uno dei reati indicati agli artt. 24 ss. del d.lgs. n. 231/01, tra cui rientrano sia la manipolazione del mercato, sia l'*insider trading* (art. 25 *sexies*). I criteri di imputazione del fatto sono, oltre a quello oggettivo già delineato, anche quello soggettivo consistente nella c.d. colpa di organizzazione, ravvisata in tutte le ipotesi in cui l'ente non abbia predisposto o adeguatamente attuato meccanismi idonei a scongiurare la commissione di condotte illecite da parte dei suoi organi apicali ovvero degli individui soggetti alla loro direzione (*compliance programs*). La responsabilità dell'ente, che presuppone la commissione di un fatto illecito da parte dell'*intraeus* e si configura come accessoria rispetto a quella della

²¹¹ Sul punto CONSULICH, *op. ult. cit.*, p. 207 evidenzia come il ricorso alla negoziazione algoritmica determini “la rottura del rapporto di autoria tra transazione finanziaria ed operatore fisico”, sicché “la riferibilità del fatto alla persona fisica diviene, per il tramite degli operatori algoritmici, tendenziale e oggetto di necessaria prova in giudizio”.

persona fisica, non necessita della previa condanna dell'autore del reato, sussistendo in via autonoma anche qualora quest'ultimo non sia stato identificato o non sia imputabile (art. 8 co. 1 lett. a)). Ne deriva la possibilità di ascrivere alla persona giuridica che ricorra alla negoziazione algoritmica ad alta frequenza, e che si sia avvantaggiato delle transazioni illecite realizzate per mezzo della stessa, il reato commesso, verosimilmente attraverso l'applicazione dell'art. 6 del d.lgs. 231/2001, potendo immaginarsi come il ricorso alle tecniche di negoziazione automatizzate - e le implicazioni illecite derivanti dal ricorso a determinate strategie di investimento - costituiscano l'esito di decisioni assunte a livello manageriale.

Tanto chiarito con riguardo alla responsabilità penale dell'utilizzatore del presidio tecnologico autore della transazione illecita e, pertanto, del diretto beneficiario della stessa, più difficile appare l'individuazione di una responsabilità penale del programmatore dell'algoritmo. L'autonomia esecutiva della macchina, che necessita dell'intervento umano solo nella fase iniziale di progettazione ed è poi indipendente nell'ideazione e nell'invio degli ordini di acquisto o vendita, è stata invero valorizzata dalla dottrina per escludere la possibilità di ascrivere al programmatore dell'algoritmo l'operazione illecita da questo posta in essere, in relazione alla quale, in ultima analisi, non sarebbe ravvisabile il dolo, di *insider trading* o di manipolazione del mercato, della persona fisica. La mera programmazione di un algoritmo capace di porre in essere strategie di investimento idonee a realizzare effetti contrari alla legge non sarebbe invero sufficiente a ravvisare una consapevolezza e una volontà concrete dell'agente rispetto alle singole transazioni illecite eseguite, con la conseguenza di dover ritenere insussistente il fatto di reato a meno di non voler configurare lo stato soggettivo del soggetto quale *dolus generalis*, comprensivo di una previsione e di una volontà del fatto illecito meramente astratte e potenziali²¹².

In realtà tali conclusioni, se possono considerarsi astrattamente valide per le ipotesi in cui la persona fisica si limiti ad ideare e a cedere un algoritmo di cui conosca solo le modalità operative illecite, sembrano più difficilmente estendibili ai casi in cui il programmatore conosca, oltre alle capacità della macchina - e dunque alla sua idoneità a porre in essere strategie

²¹² Così CONSULICH, *op. ult. cit.*, p. 219 secondo cui, se è l'algoritmo "che seleziona lo strumento finanziario da colpire, analizzando l'andamento delle sue quotazioni in un dato periodo e le sue caratteristiche (ad esempio, se è un titolo liquido o illiquido), può difettare il dolo del fatto della persona fisica, a meno di trasformare quest'ultimo in una sorta di *dolus generalis* che consenta di accontentarsi della intenzione di perturbare il mercato, prescindendo dalla rappresentazione e volontà delle concrete modalità di manipolazione e del tipo di titoli oggetto della condotta".

di investimento contrarie alla legge e alle modalità concrete di esecuzione delle stesse -, anche le caratteristiche dei mercati su cui la stessa sarà destinata ad operare e, quindi, il tipo di strumenti finanziari negoziati e l'entità degli ordini potenzialmente gestibili. Così delineata la sfera di conoscenze del programmatore, appare dubbia l'affermazione secondo cui lo stesso, non potendo prevedere *ex ante* il momento esatto in cui l'algoritmo determinerà l'esecuzione della transazione illecita, la natura degli strumenti implicati e l'esatto numero in cui questi verranno coinvolti, non sarebbe nelle condizioni di conoscere gli elementi essenziali del fatto di reato e verterebbe pertanto, rispetto allo stesso, in una condizione psicologica meramente potenziale, inidonea a fondare una pronuncia di responsabilità. Nella consapevolezza degli elementi indicati, i quali appaiono sufficienti a circostanziare la successiva operazione illecita posta in essere dall'algoritmo, non sembrerebbe invero impossibile ravvisare una previsione sufficientemente specifica del reato, rispetto al quale la concreta qualità ed entità degli strumenti negoziati, oltre al momento esatto di esecuzione della transazione, sembrano integrare piuttosto profili inerenti alla contingenza del fatto, che appare già delineato, nella mente del soggetto agente, secondo i suoi profili essenziali.

Da osservare, in ultimo, come tali rilievi potrebbero forse servire a superare gli ostacoli che la dottrina in esame individua rispetto all'impiego, nell'ambito in analisi, dell'istituto dell'*actio libera in causa*, figura tipizzata nell'ordinamento interno agli artt. 87 e 92 c.p.²¹³, che determina la punibilità di chi si pone preordinatamente nella condizione di commettere un illecito ogniqualvolta il fatto realizzato, non avvinto all'agente da un nesso psicologico nel momento della sua commissione, corrisponda a quello che il soggetto aveva in mente al tempo in cui ha posto in essere la condotta oggetto del rimprovero penale²¹⁴. La fattispecie in esame,

²¹³ Nell'ordinamento interno la figura dell'*actio libera in causa* compare agli artt. 87 e 92 c.p., che affermano la responsabilità penale di chi si ponga preordinatamente in una condizione di incapacità di intendere e di volere (attraverso l'assunzione di bevande alcoliche o stupefacenti) allo scopo di commettere un reato. Al fine di evitare l'attribuzione dell'illecito a titolo di responsabilità oggettiva, la dottrina richiede che il reato commesso dall'agente corrisponda a quello che lo stesso aveva in mente nel momento in cui si è posto nella condizione di non imputabilità. Sul punto MARINUCCI-DOLCINI, *Manuale di diritto penale*, 2015, p. 392.

²¹⁴ L'esigenza che il fatto illecito commesso corrisponda a quello avuto di mira al momento della condotta oggetto del rimprovero penale conduce CONSULICH, *op. ult. cit.*, p. 223 a ritenere inapplicabile la figura dell'*actio libera in causa* al caso del programmatore che realizza l'algoritmo capace di porre in essere operazioni integranti abusi di mercato, evidenziando come "anche nel contesto di questo istituto, infatti, l'imputazione del fatto commesso al soggetto presuppone una perfetta coincidenza tra il reato realizzato e il piano configuratosi *ex ante* dal reo, sulla base di una corrispondenza guidata da intenzionalità, dato che sembra spesso mancare nelle ipotesi di turbative determinate da operazioni autonomamente condotte dall'operatore algoritmico"; sulla scorta di tali considerazioni, l'autore conclude che "allorché l'abuso di mercato consegua a scelte autonome dell'algoritmo ad alta frequenza, deve registrarsi la mancanza in capo alla persona fisica del dolo, correttamente inteso quale

estendibile solo attraverso una norma *ad hoc* all'ipotesi del programmatore dell'algoritmo ad alta frequenza che ponga in essere operazioni contrarie alla legge, potrebbe invero indurre a ritenere sussistente la responsabilità penale della persona fisica ogniqualvolta l'operazione illecita realizzata dalla macchina rifletta i connotati delle transazioni per le quali la stessa è stata ideata - in termini di modalità esecutiva della negoziazione, natura ed entità degli strumenti presi in considerazione -, dovendo invece escludersi la possibilità di muovere un rimprovero al soggetto nel caso in cui, in ragione di una particolare congiuntura di mercato ovvero di un errore esecutivo, l'algoritmo si trovi a funzionare secondo modalità anomale, determinando l'esecuzione di operazioni che siano del tutto imprevedibili da parte dell'ideatore e dell'utilizzatore dello stesso.

Se la riflessione concernente i criteri di imputazione soggettiva degli illeciti realizzati attraverso la negoziazione automatica appare essere ancora agli esordi nella letteratura nazionale e internazionale, la stessa riveste nondimeno profili di urgenza, stante la rapidità che caratterizza il processo di trasformazione della realtà dei mercati finanziari e l'esigenza di adeguare il diritto penale a tale mutato assetto, allo scopo di evitare che vengano poste in essere condotte connotate da un'elevata attitudine offensiva nei riguardi dell'integrità del mercato ma acefale e, in quanto tali, insuscettibili di censura.

specchio del fatto nei suoi snodi storici essenziali, con conseguente impossibilità di un'imputazione penalistica in capo all'operatore, nemmeno ricorrendo allo schema dell'actio libera in causa".

Capitolo III

IL SISTEMA SANZIONATORIO: IL REGIME DEL C.D. DOPPIO BINARIO

1. Rilievi introduttivi: il doppio binario sanzionatorio in tema di abusi di mercato e il divieto di *bis in idem*.

È noto come la disciplina degli abusi di mercato, come delineata dalla legge 18 aprile 2005, n. 62, sia improntata a un c.d. doppio binario procedimentale e sanzionatorio, che accosta alle fattispecie penali di abuso di informazioni privilegiate e manipolazione del mercato analoghe fattispecie di natura amministrativa. L'art. 184 t.u.f., nello specifico, descrive le condotte di *insider trading* in termini del tutto sovrapponibili a quelli di cui all'art. 187 *bis* t.u.f., che prevede la violazione amministrativa assicurando, mediante la clausola di salvezza posta in apertura della norma, l'applicazione della sanzione più afflittiva nell'ipotesi in cui la condotta illecita integri anche la fattispecie di reato. Tale assetto comporta, sul versante processuale, l'attivazione di due procedimenti a fronte della commissione del medesimo fatto, uno penale, destinato a concludersi con l'irrogazione delle sanzioni previste dall'art. 184 t.u.f., l'altro amministrativo, diretto all'applicazione delle misure, pecuniarie e interdittive, di cui agli artt.

187 *bis* e 187 *quater* t.u.f.²¹⁵. Il cumulo, che si configura come eccezionale a fronte dei normali criteri di raccordo tra illecito penale ed amministrativo²¹⁶, risponde alla logica di assicurare una più efficace repressione delle condotte integranti abuso di mercato, che si giovi al contempo della rapidità del procedimento amministrativo e degli effetti stigmatizzanti e dissuasivi propri della sanzione penale²¹⁷.

Sul piano interno, il rapporto tra i due giudizi è disciplinato dagli artt. 187 *decies* ss. t.u.f., che prevedono la collaborazione tra la Consob e l'autorità giudiziaria nell'attività di accertamento delle violazioni, la legittimazione dell'autorità di vigilanza a costituirsi parte civile nel processo penale e la prosecuzione del procedimento amministrativo - e dell'eventuale giudizio di opposizione di cui all'art. 187 *septies* - nelle more della definizione di quello penale. Il rigore sanzionatorio derivante dal regime descritto, infine, è temperato dalla previsione di cui all'art. 187 *terdecies* t.u.f., che delinea un meccanismo compensativo destinato ad operare nelle ipotesi di cumulo delle misure punitive.

Tanto chiarito, occorre notare come l'assetto delineato, costituente l'esito dell'applicazione dell'art. 14, co. 1, della direttiva n. 6/2003 - che poneva in capo agli Stati membri l'obbligo di prevedere sanzioni amministrative efficaci, proporzionate e dissuasive a salvaguardia degli interessi finanziari dell'Unione, facendo salva la facoltà di predisporre fattispecie penali²¹⁸ -, non sia mutato per effetto dell'entrata in vigore del d.lgs. n. 107/2018

²¹⁵ Il medesimo meccanismo è previsto, per la manipolazione del mercato, agli artt. 185 e 187 *ter* del d.lgs. n. 58/1998.

²¹⁶ Il rapporto tra le due fattispecie è invero solitamente regolato tramite l'operatività di due criteri. Da un lato si pone il principio di specialità, sancito dall'art. 9 del d.lgs. n. 689/1981, che impone l'applicazione della norma speciale nell'ipotesi in cui un medesimo fatto integri gli elementi costitutivi di un reato e di un illecito amministrativo. Dall'altro lato, qualora vengano in rilievo fattispecie legate da una relazione di interferenza o di c.d. specialità reciproca, l'applicazione congiunta delle relative sanzioni viene evitata attraverso la previsione di clausole di sussidiarietà in favore dell'illecito penale.

²¹⁷ In questi termini FLICK-NAPOLEONI, *Cumulo tra sanzioni penali e amministrative: doppio binario o binario morto? "materia penale", giusto processo e ne bis in idem nella sentenza della Corte Edu, 4 marzo 2014, sul market abuse*, in www.rivistaaic.it.

²¹⁸ L'interpretazione della disposizione richiamata è stata oggetto di dibattito in dottrina. Secondo una prima ricostruzione (SCOLETTA, *Doppio binario sanzionatorio*, cit., p. 218; SOTIS, *Il diritto senza codice. Uno studio sul sistema penale europeo vigente*, 2007, p. 86), la norma sarebbe formulata in termini così vaghi da non vincolare in alcun modo il legislatore in ordine al presidio da adottare in adempimento dei vincoli europei. In senso contrario, CONSULICH, *La giustizia e il mercato. Miti e realtà di una tutela penale dell'investimento mobiliare*, 2010, p. 178 ha evidenziato come la tradizionale predilezione eurounitaria per la sanzione amministrativa limiti l'operatività del rimedio penale, ridotto a tutela aggiuntiva e non esclusiva avverso le condotte di *market abuse*. Un terzo indirizzo interpretativo, in ultimo, ha sottolineato come, ferma la necessità di introdurre sanzioni amministrative a presidio degli interessi finanziari dell'Unione, il sistema del doppio binario fosse una soluzione obbligata per il legislatore nazionale, in considerazione dell'esigenza di evitare che l'esclusiva previsione di fattispecie amministrative desse luogo a un'irragionevole disparità di trattamento, posto che per altre forme di

che, nel dare attuazione al regolamento (UE) n. 596/2014, ha aggravato il comparto sanzionatorio amministrativo previsto in materia di *insider trading* riproponendo la fattispecie di cui all'art. 187 *bis* t.u.f., riformulata mediante rinvio all'art. 14 della fonte sovranazionale, in termini analoghi a quelli di cui alla disciplina previgente²¹⁹.

La riforma indicata non è pertanto valsa a sanare i profili di incompatibilità ravvisati, all'indomani della nota pronuncia Grande Stevens²²⁰, tra la disciplina domestica del doppio binario sanzionatorio e il divieto di *bis in idem* processuale posto, sul piano interno, all'art. 649 c.p.p. e, a livello sovranazionale, agli artt. 4, prot. 7 CEDU e 50 della Carta di Nizza. A tale riguardo occorre osservare che se il *ne bis in idem* - rispondente a una logica di garanzia del diritto individuale a non essere sottoposto a giudizio due volte per il medesimo fatto e dell'interesse collettivo alla certezza e alla stabilità delle decisioni giudiziarie²²¹ -, appare privo di rilievo costituzionale nell'ordinamento nazionale e, operando con riferimento alle sole ipotesi di convergenza di due giudizi penali, non trova applicazione in ipotesi di doppio binario penale e amministrativo²²², lo stesso assume valore più pregnante nell'ordinamento sovranazionale, dove, in forza della nozione autonoma di materia penale adottata dalla Corte di Strasburgo, ha un ambito di applicabilità più ampio, esteso ai casi in cui a un giudizio penale si accosti un procedimento formalmente amministrativo ma sostanzialmente penale in applicazione dei noti criteri Engel²²³.

aggiotaggio, meno offensive rispetto alla manipolazione del mercato, si era già optato per il ricorso al presidio penale (FLICK-NAPOLEONI, *op. cit.*, p. 2).

²¹⁹ Sul punto si rimanda al par. 6, dove viene esaminata l'attuale formulazione della fattispecie di cui all'art. 187 *bis* t.u.f. e si dà conto altresì dell'aggravio sanzionatorio operato dal d.lgs. 107/2018 per mezzo della riscrittura dell'art. 187 *quater*, disposizione volta a prevedere le sanzioni interdittive applicabili a fronte di fatti integranti abusi di mercato.

²²⁰ Grande Stevens c. Italia, C. Eur. Dir. Uomo, sez. II, 4 marzo 2014, in *Cass. pen.*, 2014, p. 2304.

²²¹ Il divieto di *bis in idem* processuale, così descritto, si distingue dal *ne bis in idem* sostanziale, regola espressiva dell'esigenza che il disvalore del fatto illecito non venga remunerato più volte attraverso l'applicazione di plurime norme incriminatrici astrattamente convergenti sullo stesso. Sul punto, PAGLIARO, *Il reato*, in GROSSO-PADOVANI-PAGLIARO (diretto da), *Trattato di diritto penale. Parte generale*, 2007, p. 202; PROSDOCIMI, *Sub art. 84*, in DOLCINI-MARINUCCI, *Codice penale commentato*, 2011, p. 1380. La giurisprudenza, come noto, limita l'operatività della regola alle ipotesi in cui tra le fattispecie astratte intercorra un rapporto di specialità unilaterale, ritenendo inammissibili, in ossequio al principio di legalità formale, i criteri sostanzialistici della consunzione e dell'assorbimento avanzati dall'interpretazione dottrinale. Rilevante, sul punto, *Cass. pen.*, Sez. Un., 19 gennaio 2011, n. 1235.

²²² Così VIGANO', *Doppio binario sanzionatorio e ne bis in idem: verso una diretta applicazione dell'art. 50 della Carta?*, in *www.penalecontemporaneo.it*, 2014, p. 224, che ha osservato come, se anche si volesse ammettere un fondamento costituzionale del *ne bis in idem*, il principio, trovando applicazione solo in ipotesi di duplicità di procedimenti penali, non opererebbe comunque in relazione alla disciplina degli abusi di mercato, che accosta a un giudizio penale un procedimento amministrativo.

²²³ E' invero noto come, a partire dalla pronuncia Engel e a. c. Paesi bassi (8 giugno 1976), la Corte europea dei diritti dell'uomo faccia applicazione, ai fini dell'individuazione della natura penale dell'illecito e della sanzione

Sulla scorta di tali considerazioni, i giudici di Strasburgo hanno ravvisato la contrarietà all'art. 4, prot. 7, CEDU del doppio binario sanzionatorio previsto dalla disciplina nazionale degli abusi di mercato, che consente l'applicazione, in ordine a un medesimo fatto, di sanzioni penali e di misure formalmente amministrative ma sostanzialmente penali in ragione della loro severità e *ratio* afflittiva. La decisione indicata ha aperto la strada a un'evoluzione giurisprudenziale che ha consentito un dialogo articolato tra Corti nazionali e sovranazionali - oltre a mutamenti di orientamento all'interno dei medesimi consessi - e che ancora oggi appare lontana dall'approdo ad esiti certi.

L'analisi delle pronunce che dal 2014 ad oggi si sono susseguite sul problema della legittimità convenzionale della normativa interna in tema di abusi di mercato si fa tanto più urgente a seguito dell'emanazione della direttiva (UE) n. 57/2014, che, nel riformare la disciplina in materia di *insider trading* e manipolazione del mercato, ha fornito importanti indicazioni in punto di trattamento sanzionatorio proprio allo scopo di assicurare il rispetto del divieto di doppio giudizio. L'inerzia del legislatore nazionale, che ad oggi non ha ancora dato attuazione alla direttiva e che, nel riformare il compendio sanzionatorio amministrativo degli abusi di mercato, ha omesso di intervenire sui profili di criticità indicati, fa sì che il problema del conflitto tra l'attuale assetto regolatorio del testo unico della finanza e il canone di *ne bis in idem* sovranazionale sia, ad oggi, ancora aperto e ponga l'urgenza di un'indagine volta al suo superamento.

2. L'incompatibilità convenzionale del doppio binario: la pronuncia *Grande Stevens*.

Come si è avuto modo di anticipare, il problema concernente la compatibilità della disciplina domestica del doppio binario sanzionatorio con il canone sovranazionale del *ne bis in idem* è stato esaminato in prima battuta dalla Corte di Strasburgo nella sentenza *Grande Stevens c. Italia*. Il ricorso è stato proposto, nel caso in esame, nell'ambito di un processo penale, intentato a fronte di un fatto di manipolazione del mercato in relazione al quale avevano

nazionale che vengono in rilievo, di criteri autonomi rispetto a quelli stabiliti dagli ordinamenti interni, quali la formale qualificazione giuridica della fattispecie nella disciplina domestica; la severità – in astratto e in concreto – della sanzione ad essa ricollegata e la finalità, retributiva o compensativa, perseguita dalla misura. L'impiego degli indici indicati è diretto a garantire la più ampia applicazione delle garanzie connotanti il comparto punitivo penalistico, da assicurarsi in ogni caso in cui venga in rilievo una misura a cui debba riconoscersi carattere sostanzialmente penale, anche in contrasto con la diversa qualifica giuridica eventualmente apprestata dall'ordinamento.

già trovato applicazione, in via definitiva, le sanzioni amministrative di cui agli artt. 187 *ter* ss. t.u.f. A fronte di tale circostanza, i ricorrenti lamentavano la contrarietà del cumulo procedimentale e sanzionatorio previsto dalla normativa nazionale in materia di abusi di mercato con l'art. 4, prot. 7, CEDU, norma che riconosce il rango di diritto fondamentale all'interesse del singolo a non subire un nuovo procedimento in relazione ad un fatto per il quale è già stato giudicato con decisione definitiva.

In estrema sintesi, lo scrutinio svolto dalla Corte Edu per verificare la compatibilità del doppio binario sanzionatorio previsto dal d.lgs. n. 58/1998 con il parametro convenzionale si è tradotto nell'esame di tre distinte questioni, inerenti alla natura sostanziale delle sanzioni amministrative irrogate dalla Consob, la legittimità della clausola di riserva apposta dall'Italia al settimo protocollo CEDU e la ricostruzione della nozione di *idem factum*, presupposto applicativo della garanzia in esame.

La soluzione delle prime due tematiche assumeva natura pregiudiziale, in quanto risultava necessaria ad accertare la natura effettiva delle misure, formalmente amministrative, che venivano in rilievo nel caso di specie, dunque apparentemente sottratte all'applicazione dell'art. 4, prot. 7, CEDU e degli ulteriori presidi connotanti il procedimento di irrogazione delle sanzioni penali²²⁴. È invero noto come fin dalla pronuncia Engel²²⁵ i giudici di Strasburgo si siano riservati la facoltà di delineare una nozione autonoma di illecito penale, idonea ad assicurare l'applicazione delle garanzie previste in ambito penalistico in tutte le ipotesi in cui vengano in rilievo misure che, a di là della qualificazione giuridica formale assunta all'interno dell'ordinamento nazionale, possiedano natura sostanzialmente criminale, ravvisata alla luce della severità della sanzione inflitta e della finalità retributiva perseguita²²⁶. Sulla scorta di tali coordinate ermeneutiche, la Corte - riportando considerazioni replicabili anche in riferimento all'illecito di *insider trading* - ha affermato come al comparto punitivo previsto in relazione alla fattispecie amministrativa di manipolazione del mercato di cui all'art. 187 *ter* t.u.f. debba

²²⁴Tra questi assumono particolare rilievo, oltre al divieto di *bis in idem*, il diritto all'equo processo di cui all'art. 6 CEDU, il principio di irretroattività della legge penale, con i relativi corollari sancito dall'art. 7 CEDU, il diritto al doppio grado di giudizio e il diritto alla riparazione degli errori giudiziari.

²²⁵ Corte Eur. Dir. Uomo., 8 giugno 1976, Engel e a. c. Paesi bassi.

²²⁶ I criteri indicati sono stati poi specificati in successive pronunce, quali Corte Eur. Dir. Uomo., 21 febbraio 1984, Ozturk c. Germania e Corte Eur. Dir. Uomo., 24 febbraio 1994, Bendenoun c. Francia.

riconoscersi natura penale, in ragione dell'elevato ammontare delle sanzioni pecuniarie irrogate dalla Consob e della particolare incisività delle misure interdittive seguenti al fatto illecito²²⁷.

Così risolta la questione inerente la natura sostanziale delle misure sanzionatorie irrogate dall'autorità di vigilanza, la Corte si è occupata di verificare l'applicabilità del divieto di *bis in idem* alla vicenda oggetto di giudizio attraverso un'indagine dell'operatività della clausola di riserva con cui l'Italia, allo scopo di neutralizzare la dottrina Engel, aveva previsto che gli artt. 2, 3 e 4, prot. 7, CEDU trovino attuazione solo in riferimento alle sanzioni identificate dall'ordinamento come formalmente penali. Ebbene, la Corte ha risolto negativamente l'interrogativo, osservando come la facoltà degli Stati membri di apporre riserve alle disposizioni convenzionali sia limitata, in forza dell'art. 57 CEDU, alle sole ipotesi in cui la norma sovranazionale censurata risulti confliggente con una disposizione vigente nell'ordinamento interno, sicché non possono ritenersi ammissibili riserve generali - come quella invocata dall'Italia -, volte a garantire la possibilità di legiferare *pro futuro* al di fuori dei vincoli convenzionali²²⁸.

Tanto chiarito in ordine alla portata applicativa del *ne bis in idem* e alla sua astratta applicabilità alla disciplina interna del doppio binario sanzionatorio, la Corte si è occupata di appurare se l'elemento dell'*idem factum*, costituente presupposto operativo della garanzia procedimentale, debba ravvisarsi, oltre che nel caso di insistenza di due fattispecie penali su un medesimo fatto, anche nell'ipotesi in cui la condotta sottoposta a giudizio costituisca oggetto di una fattispecie penale e di una previsione di natura amministrativa. Ebbene, anche tale questione è stata risolta in senso positivo dalla Corte, che, richiamando la giurisprudenza formatasi in relazione alla nozione di reato di cui all'art. 4 prot. 7 CEDU²²⁹, ha osservato come il termine indicato non debba intendersi riferito alla fattispecie legale astratta che viene in rilievo nel caso di specie, ma al fatto storico oggetto di accertamento²³⁰. Sulla scorta di tali

²²⁷ Tale presa di posizione appare conforme sia alle numerose pronunce che, sulla scorta di rilievi analoghi a quelli svolti in Grande Stevens, hanno ravvisato la natura penale delle sanzioni previste dall'ordinamento francese in materia di reati finanziari, sia alla sentenza Menarini Diagnostics s.r.l. c. Italia, che ha riconosciuto la soggezione alle garanzie convenzionali delle sanzioni irrogate dall'autorità garante della concorrenza e del mercato, connotate anch'esse da una speciale afflittività.

²²⁸ Si veda, a tal proposito, ALLEGREZZA, *Art. 4, prot. 7*, in BARTOLE-CONFORTI-ZAGREBELSKY, *Commentario breve alla Convenzione europea dei diritti dell'uomo*, 2012, p. 897, che aveva previsto tale risoluzione della questione.

²²⁹ Viene in rilievo a tal proposito la pronuncia Zolotoukhine c. Russia, Corte eur. dir. uomo, Grande Camera, 10 febbraio 2009.

²³⁰ Sul punto, le opinioni dissenzienti dei giudici Karakas e Pinto del Albuquerque hanno posto in evidenza come, anche accogliendo la prospettiva secondo cui l'individuazione dell'*idem factum* deve compiersi attraverso il

considerazioni, la Corte ha affermato la contrarietà della normativa interna in materia di abusi di mercato all'art. 4 prot. 7 CEDU, in quanto diretta a consentire l'instaurazione, in ordine a un medesimo fatto storico, di un doppio procedimento sanzionatorio di natura penale con conseguente duplicazione delle misure punitive²³¹.

Le conclusioni raggiunte dalla Corte, accolte con favore della dottrina maggioritaria, che segnalava da tempo le criticità insite nel cumulo procedimentale e sanzionatorio previsto in materia di abusi di mercato²³², ha aperto la strada alla ricerca di soluzioni ermeneutiche volte a superare i denunciati profili di illegittimità della normativa nazionale. Le plurime proposte avanzate sul tema si sono confrontate, tempo dopo, con un significativo *revirement* della giurisprudenza convenzionale, che ha condotto a una rimeditazione del problema, successivamente estesi anche in ambito eurounitario.

confronto tra fattispecie astratte, si sarebbe comunque pervenuti a ritenere violato il *ne bis in idem* convenzionale, considerata la relazione di specialità unilaterale che intercorre tra il delitto di manipolazione del mercato - che richiede l'accertamento del dolo del soggetto agente e del pericolo concreto determinato dalla condotta illecita - e il corrispondente illecito amministrativo, per la cui integrazione non è necessario l'accertamento del pericolo in concreto e, sul piano dell'imputazione soggettiva, può essere ascritto a titolo di colpa.

²³¹ L'impostazione indicata è stata confermata in pronunce successive emesse in materia di illeciti tributari. Anche in tale ambito normativo si registra invero l'impiego, da parte del legislatore, del meccanismo della duplicazione sanzionatoria e procedimentale, adottato allo scopo di soddisfare con maggiore rapidità l'interesse dell'erario alla riscossione dei tributi, affidando al contempo al processo penale la repressione delle condotte connotate da un più elevato disvalore. Sul punto, si veda Corte. eur. dir. uomo, sez. IV, 20 maggio 2014, Nykanen c. Finlandia, con nota di DOVA, *Ne bis in idem in materia tributaria: prove tecniche di dialogo tra legislatori e giudici nazionali e sovranazionali*, in www.penalecontemporaneo.it; Glantz c. Finlandia; Grande Camera, 23 novembre 2006; Jussila c. Finlandia, 27 novembre 2014, Lucky Dev c. Svezia, con nota di DOVA, *Ne bis in idem e reati tributari: una questione ormai ineludibile*, in www.penalecontemporaneo.it.

²³² Sul punto SEMINARA, *Disposizioni comuni agli illeciti di abuso di informazioni privilegiate e di manipolazione del mercato*, in *Dir. Pen. Proc.*, 2006, p. 11; PALIERO, *La riforma della tutela penale del risparmio: continuità e fratture nella politica criminale in materia economica*, in *Corr. merito*, 2006, p. 615 ss.; SGUBBI-FONDAROLI-TRIPODI, *op. cit.*, p. 55; ALESSANDRI, *Attività d'impresa e responsabilità penali*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 2005, p. 542 ss. La decisione della Corte, per vero, ha raccolto anche le critiche di chi vi ha ravvisato il rischio di una compromissione di altre garanzie fondamentali dell'individuo. Nello specifico, DI BITONTO, *Il ne bis in idem nei rapporti tra infrazioni finanziarie e reati*, in *Cass. pen.*, 2016, p. 1338 ha rilevato come la maggiore rapidità con cui giunge a termine il procedimento amministrativo rischi di determinare la tacita abrogazione delle fattispecie di reato in materia di *market abuse*, con l'effetto di assicurare centralità all'autorità amministrativa e al relativo procedimento a discapito delle istanze perseguite dalla misura penale e delle garanzie proprie del giudizio volto alla sua applicazione.

2.1. L'applicazione domestica dei principi Edu: l'interpretazione convenzionalmente orientata delle fattispecie amministrative di abuso di mercato e dell'art. 649 c.p.p.

In sede di primo commento alla pronuncia Grande Stevens, una parte della dottrina ha suggerito di risolvere il problema della contrarietà della normativa interna all'art. 4 prot. 7 CEDU attraverso l'interpretazione convenzionalmente orientata delle clausole di salvezza poste in apertura delle fattispecie amministrative di cui agli artt. 187 *bis* e 187 *ter* t.u.f. In particolare, la tesi in esame ha proposto di attribuire a dette clausole la finalità di rendere sussidiaria l'applicazione della sanzione amministrativa nell'ipotesi in cui il fatto illecito integri anche gli elementi costitutivi della fattispecie penale²³³.

L'impostazione indicata si è mostrata sin da subito impraticabile, apparendo, sotto un primo profilo, confliggente con l'esigenza – costituente un limite dell'attività interpretativa – di compatibilità tra la soluzione ermeneutica proposta e il dato letterale della norma, non riscontrabile nel caso di specie, che vede la lettura prospettata tradursi in una forzatura del testo legislativo. Sotto un secondo aspetto, l'interpretazione in esame appare inammissibile da un punto di vista sistematico, stante la sua contrarietà alle plurime previsioni del testo unico della finanza che presuppongono una duplicazione procedimentale a fronte di fatti integranti abusi di mercato; sul punto, vengono in rilievo in particolare l'art. 187-*duodecies*, che esclude la sospensione del procedimento amministrativo in ipotesi di pendenza del giudizio penale, e l'art. 187 *terdecies*, che regola l'applicazione congiunta delle sanzioni pecuniarie penali e amministrative²³⁴.

Secondo una diversa prospettiva, accolta da alcune decisioni di merito²³⁵, la strada dell'interpretazione convenzionalmente orientata dovrebbe essere intrapresa con riguardo alla disposizione di cui all'art. 649 c.p.p., di cui è stata suggerita una lettura estensiva, idonea ad ampliare - conformemente a quanto previsto in sede sovranazionale - l'ambito applicativo del *ne bis in idem* alle ipotesi di cumulo tra sanzioni penali e misure formalmente amministrative

²³³ TRIPODI, *Uno più uno (a Strasburgo) fa due. L'Italia condannata per violazione del ne bis in idem in tema di manipolazione del mercato*, in www.penalecontemporaneo.it, 2014.

²³⁴ Così, tra gli altri, FLICK-NAPOLEONI, *op. cit.*

²³⁵ Tribunale di Brindisi, 17 ottobre 2014, in *Dir. pen. e processo*, 2015, p. 438 ss. Sul punto, DI BITONTO, *Una singolare applicazione dell'art. 649 c.p.p.*, in *Dir. pen. e proc.*, 2015(4), p. 441 ss.

ma sostanzialmente penali²³⁶. Trattandosi di un principio generale, il divieto di *bis in idem* non soffrirebbe invero, secondo l'indirizzo in commento, alcuna limitazione in termini di interpretazione analogica, circostanza che troverebbe conferma nella lettura estensiva della regola proposta in passato dalla Corte di Cassazione²³⁷.

Da notare come l'interpretazione indicata sia stata osteggiata dalla prevalente giurisprudenza, che ha evidenziato come il canone di legalità che informa l'ordinamento penale imponga di orientare l'operatività del *bis in idem* secondo le indicazioni contenute nella formulazione letterale dell'art. 649 c.p.p., che ne circoscrive l'applicazione alle sole ipotesi di coesistenza di due procedimenti penali²³⁸.

2.2. La legittimità costituzionale dell'art. 649 c.p.p.

Accertata l'inammissibilità di un'interpretazione convenzionalmente orientata dell'art. 649 c.p.p., una parte della dottrina ha suggerito di sollevare questione di legittimità costituzionale della norma per violazione degli artt. 117, co. 1, Cost., 4, prot. 7, CEDU, censurando la disposizione nella parte in cui non consente l'estensione del divieto di un secondo giudizio all'ipotesi in cui un medesimo fatto sia oggetto di un giudizio penale e di un procedimento formalmente amministrativo ma sostanzialmente penale²³⁹.

Secondo la tesi in commento, la questione, così prospettata, non incontrerebbe l'ostacolo di alcun controlimite costituzionale. Da un lato non sarebbe invero invocabile l'art. 47 Cost., che, nel segnalare il rilievo costituzionale degli interessi protetti dalla normativa in materia di abusi di mercato, non impone la previsione di un compendio sanzionatorio informato a principi confliggenti con il diritto a non essere processati più volte per il medesimo fatto. Dall'altro lato, nessun profilo di contrasto sussisterebbe con l'art. 112 Cost., che, nel sancire l'obbligatorietà dell'azione penale, osta solo formalmente alla previsione di un divieto in ordine

²³⁶ Così D'ALESSANDRO, *Tutela dei mercati finanziari e rispetto dei diritti umani fondamentali*, in *Dir. pen. proc.*, 2014, p. 629; FLICK-NAPOLEONI, *op. cit.*, p. 7.

²³⁷ A tal proposito assume rilievo l'orientamento, ormai consolidato, secondo cui il *ne bis in idem* è destinato ad operare anche nel caso di contemporanea pendenza di due procedimenti penali, incardinati presso la medesima sede giudiziaria e su iniziativa dello stesso ufficio di pubblico ministero; sul punto, Cass., Sez. Un., 28 giugno 2005, n. 34665.

²³⁸ Si veda sul punto Cass., Sez. III, 22 giugno 2016, n. 25815, che ha annullato, su ricorso *per saltum*, la sentenza del Tribunale di Asti del 10 aprile 2015 con cui il giudice, sulla scorta di un'interpretazione convenzionalmente orientata dell'art. 649 c.p.p., aveva pronunciato sentenza di non doversi procedere in ordine al reato di cui all'art. 10 *ter* del d.lgs. 74 del 2000, osservando come l'imputato fosse stato già raggiunto, per il medesimo fatto, dalle sanzioni tributarie di cui al d.lgs. n. 471/1997.

²³⁹ FLICK-NAPOLEONI, *op. cit.*, p. 9.

all'instaurazione di un procedimento penale a fronte di un fatto che sia stato già oggetto di decisione amministrativa. Sul punto è stato invero osservato che la natura sostanzialmente criminale delle misure amministrative previste in materia di abusi di mercato fa sì che l'azione penale, sul piano concreto, si trovi comunque ad essere esercitata, benché da un organo - l'autorità di vigilanza - diverso dalla pubblica accusa²⁴⁰.

2.3. La pronuncia n. 102/2016 della Corte Costituzionale.

I suggerimenti avanzati dalla dottrina indicata sono stati parzialmente recepiti dalla Corte di Cassazione che, con due distinte ordinanze, ha posto all'attenzione della Consulta il problema della compatibilità della disciplina interna in materia di reati finanziari con il principio convenzionale del *ne bis in idem*.

La prima ordinanza²⁴¹, in particolare, è stata emessa dalla quinta sezione della Suprema Corte, chiamata a decidere del ricorso proposto avverso una sentenza di condanna del giudice penale, pronunciata in relazione a un fatto di *insider trading* che era stato oggetto di un precedente giudizio amministrativo conclusosi con decisione definitiva.

Nel corso del giudizio, la Corte ha sollevato una prima questione di legittimità con riguardo all'art. 187 *bis* t.u.f., ritenuto contrario agli artt. 117 Cost., 4 prot. 7 CEDU nella parte in cui, attraverso la clausola di salvaguardia posta in apertura, non esclude l'applicabilità della sanzione amministrativa nelle ipotesi in cui il fatto illecito integri altresì gli elementi costitutivi della fattispecie penale. Una seconda questione, sollevata in via subordinata, è stata inoltre prospettata in riferimento all'art. 649 c.p.p., ritenuto contrario agli artt. 117 Cost., 4 prot. 7 CEDU nella parte in cui non estende il divieto di un secondo giudizio ai casi in cui a un giudizio penale si accosti un procedimento amministrativo sostanzialmente penale.

Così delineati i rinvii proposti dalla Suprema Corte, occorre osservare come la Consulta abbia dichiarato l'inammissibilità per irrilevanza della prima questione sollevata²⁴², osservando

²⁴⁰ In conclusione, la prospettazione in analisi ha affermato l'infondatezza dell'eccezione, sollevata dal governo italiano dinanzi alla Corte EDU, inerente al conflitto tra l'art. 4, prot. 7, CEDU, come interpretato dalla Corte di Strasburgo, e la direttiva n. 6 del 2003, che, secondo la prospettazione dell'esecutivo, avrebbe imposto l'applicazione del doppio binario sanzionatorio in relazione alle condotte integranti abusi di mercato. Come si è avuto modo di osservare in precedenza, la MAD non ha invero prescritto la soluzione indicata, ma ha previsto l'obbligo per gli Stati membri di contrastare le condotte di *market abuse* con sanzioni amministrative efficaci, proporzionate e dissuasive, lasciando loro la facoltà di affiancarvi la misura penale.

²⁴¹ Cass., Sez. V, 10 novembre 2014, n. 3333.

²⁴² Corte Cost., 8 marzo 2016, n. 102.

come la norma censurata, ossia l'art. 187 *bis* t.u.f., non fosse destinata a trovare applicazione nel giudizio *a quo*, incardinatosi a fronte di un'imputazione *ex art.* 184 t.u.f. Sul punto, la Corte ha evidenziato altresì come l'accoglimento della questione di legittimità, nei termini indicati dal giudice del rinvio, non avrebbe comunque impedito, nel caso di specie, la violazione del diritto a non essere processati due volte, considerato che, anche una volta revocata la sanzione amministrativa ai sensi dell'art. 30 co. 4 della l. 87/1953, il processo penale intentato a carico dell'imputato si sarebbe comunque dovuto concludere.

Una volta rigettata la questione di costituzionalità prospettata in riferimento all'art. 187 *bis* t.u.f., la Consulta ha dichiarato l'inammissibilità anche della questione sollevata in relazione all'art. 649 c.p.p., osservando come l'interpretazione estensiva della norma, suggerita dal giudice remittente, si ponesse in conflitto con istanze di rilievo costituzionale diverse e ulteriori rispetto al *ne bis in idem*. Nello specifico, la Corte ha evidenziato come l'estensione del divieto di un secondo giudizio all'ipotesi di coesistenza di un giudizio penale e di un procedimento amministrativo determinerebbe anzitutto la violazione del principio di legalità penale, lasciando che l'applicazione della sanzione, criminale o amministrativa, nel caso di specie si trovi a dipendere dalla maggiore o minore celerità dei procedimenti intentati a fronte del fatto illecito, con conseguente impossibilità, per l'individuo, di prevedere le conseguenze della propria condotta. Sotto un diverso profilo, la tendenziale rapidità che caratterizza il procedimento amministrativo rischierebbe inoltre di marginalizzare l'intervento penale, con la conseguenza di rendere nel complesso meno effettiva la normativa in materia di reati finanziari in violazione delle indicazioni eurounitarie.

In conclusione, occorre osservare come la Corte Costituzionale abbia dichiarato inammissibile anche una terza questione di legittimità costituzionale, sollevata dalla sezione tributaria della Suprema Corte con riferimento all'art. 187 *ter* t.u.f.²⁴³. Nello specifico, la Suprema Corte si trovava a decidere del ricorso proposto avverso un'ordinanza della Corte d'appello, che aveva confermato le sanzioni irrogate dalla Consob a fronte di un illecito di manipolazione del mercato, contestato in relazione a un fatto che era già stato oggetto, in sede penale, di una sentenza definitiva di patteggiamento.

La Suprema Corte aveva allora prospettato la contrarietà della fattispecie di cui all'art. 187 *ter* t.u.f. agli artt. 117 Cost., 2 e 4 prot. 7 CEDU, chiedendo alla Corte Costituzionale di

²⁴³ Cass., Sez. Trib. 6 novembre 2014, n. 950.

“verificare se la obbligatorietà delle sanzioni amministrative nel sistema degli illeciti di *market abuse* sia configgente col sistema del c.d. divieto del *ne bis in idem*, allorché venga preliminarmente emessa una sanzione penale e se, eventualmente, quest’ultima, a prescindere dalla sua afflittività e proporzionalità, in relazione al fatto commesso, sia preclusiva alla comminatoria della sanzione amministrativa, o se ne debba solamente tenere conto al fine della successiva comminatoria della sanzione amministrativa”; ciò in considerazione della direttiva n. 6/2003, che aveva imposto agli Stati membri di prevedere sanzioni amministrative effettive, proporzionate e dissuasive a fronte di condotte integranti abusi di mercato, e degli artt. 187 *duodecies* e 187 *terdecies* t.u.f., che regolano la duplicazione procedimentale e sanzionatoria prevista in relazione ai fatti di *insider trading* e manipolazione del mercato.

Ebbene, nel caso in esame la Consulta ha evidenziato come il giudice remittente avesse ommesso di sciogliere il dubbio circa la compatibilità del *ne bis in idem* convenzionale con i principi posti in sede europea – profilo essenziale ad affermare la rilevanza e la non manifesta infondatezza della questione proposta – e di chiarire quale fosse l’intervento richiesto alla Corte, così formulando un *petitum* oscuro e, in quanto tale, ostativo a una pronuncia nel merito.

Da notare come le richiamate pronunce della Corte Costituzionale siano state raggiunte da diverse critiche in dottrina, che hanno evidenziato come, se una dichiarazione di inammissibilità era effettivamente inevitabile in relazione alla questione di legittimità prospettata in relazione all’art. 187 *bis* t.u.f., la scelta di non decidere la questione relativa all’art. 649 c.p.p. non sia apparsa in linea con le finalità di tutela attribuite alla Consulta, che è chiamata ad espungere dall’ordinamento ogni previsione legislativa contraria alle guarentigie costituzionali, indipendentemente dalle criticità sistematiche seguenti a tale espunzione, la cui risoluzione è affidata al legislatore²⁴⁴.

La posizione assunta dalla Corte - probabilmente in considerazione dell’imminente attuazione, da parte del legislatore italiano, della direttiva n. 57/2014 e dell’allora attesa pronuncia della Corte di Giustizia sulla compatibilità del doppio binario nazionale con il *ne bis in idem* europeo - ha fatto sì che, nella perdurante inerzia del legislatore, la ricerca di una soluzione al problema dell’illegittimità convenzionale della disciplina domestica restasse

²⁴⁴ Si vedano, sul punto, i rilievi di VIGANO’, *Ne bis in idem e doppio binario sanzionatorio in materia di abusi di mercato: dalla sentenza della Consulta un assist ai giudici comuni*, in www.penalecontemporaneo.it, 2016.

affidata ai giudici del merito, che hanno mostrato di accogliere, sul tema, alcune delle proposte avanzate dall'interpretazione dottrinale.

2.4. L'applicazione diretta dell'art. 50 della Carta di Nizza.

Un indirizzo dottrinale diverso da quelli finora esaminati ha proposto di superare le criticità connotanti la normativa interna in tema di doppio binario sanzionatorio mediante l'applicazione diretta dell'art. 50 della Carta dei diritti fondamentali dell'Unione, norma che prevede il principio del *ne bis in idem* a livello eurounitario²⁴⁵.

La tesi in esame ha anzitutto evidenziato come al *ne bis in idem* europeo debba riconoscersi portata coincidente con quella attribuita sul piano convenzionale, stante il disposto dell'art. 52, paragrafo terzo, della Carta di Nizza, secondo cui “*laddove la presente Carta 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*”. La regola si trova ad essere specificata nelle spiegazioni ufficiali della Carta dei diritti fondamentali²⁴⁶, secondo cui “*per quanto riguarda le situazioni contemplate dall'art. 4, prot. 7, Cedu, vale a dire l'applicazione del principio all'interno di uno Stato membro, il diritto garantito ha lo stesso significato e la stessa portata del corrispondente diritto sancito dalla CEDU*”.

In secondo luogo, è stato osservato come la Corte di Giustizia, sebbene non in modo del tutto esplicito, abbia avuto modo di chiarire, in passato, la contrarietà al diritto europeo della duplicazione sanzionatoria derivante dal cumulo di una sanzione penale e di una misura formalmente amministrativa ma sostanzialmente criminale; nella pronuncia Akerberg-Fransson²⁴⁷, la Corte aveva invero affermato come la legittimità eurounitaria del cumulo procedimentale e sanzionatorio previsto dalla normativa interna in tema di illeciti tributari possa

²⁴⁵ VIGANO', *Ne bis in idem e contrasto agli abusi di mercato: una sfida per il legislatore e i giudici italiani*, in www.penalecontemporaneo.it, 2016. L'unica particolarità del *ne bis in idem* europeo risiede invero nel suo perimetro applicativo che, coerentemente con la natura autonoma dell'ordinamento europeo, risulta esteso alle ipotesi in cui la pronuncia definitiva, idonea ad arrestare il corso del nuovo procedimento nel frattempo intentato, sia stata emessa da un giudice di uno Stato membro diverso da quello a cui appartiene l'autorità precedente.

²⁴⁶ Di cui occorre tenere conto a norma dell'art. 6 del Trattato Unico Europeo.

²⁴⁷ Corte di Giustizia, 26 febbraio 2013, causa C-617/10. Sul punto VOZZA, *I confini applicativi del principio del ne bis in idem interno in materia penale: un recente contributo della Corte di Giustizia dell'Unione europea*, in *Dir. pen. cont. – Riv. trim.*, 2013, p. 294 ss.

ravvisarsi nelle sole ipotesi in cui le sanzioni amministrative irrogate non siano qualificabili come pene in senso sostanziale alla luce dei noti criteri inerenti alla finalità punitiva e la severità della misura inflitta

Tanto chiarito sul piano della portata del divieto eurounitario di *bis in idem*, la dottrina in commento ha osservato come l'applicabilità sul piano interno dell'art. 50 della Carta di Nizza derivi dall'attrazione della disciplina degli abusi di mercato nell'ambito di competenza dell'ordinamento europeo; trattandosi di una previsione contemplata nei Trattati, con una formazione sufficientemente specifica, tale da non richiedere alcun atto di trasposizione interna, l'art. 50 risulta inoltre suscettibile di attuazione diretta da parte del giudice nazionale, che sarà chiamato a disapplicare le disposizioni interne con esso confliggenti.

Si avrà modo di osservare più avanti come la Corte di Cassazione abbia fatto impiego dei principi evidenziati per rimettere ai giudici di Lussemburgo due questioni pregiudiziali inerenti alla compatibilità con il *ne bis in idem* europeo della disciplina nazionale degli abusi di mercato e la possibilità, in ipotesi di accertato conflitto, di fare ricorso all'applicazione diretta all'art. 50 della Carta di Nizza²⁴⁸. La prima ordinanza, redatta nell'ambito di un procedimento avente ad oggetto l'illecito di manipolazione del mercato, ha sottoposto al giudice europeo l'ipotesi che vede il giudizio penale concludersi con sentenza definitiva di patteggiamento in pendenza del giudizio civile di opposizione alle sanzioni amministrative, irrogate dall'autorità amministrativa in relazione al medesimo fatto contestato dinanzi all'autorità giudiziaria²⁴⁹. La seconda ordinanza, sollevata in un giudizio pendente a fronte della contestazione dell'illecito di abuso di informazioni privilegiate, riguardava invece il caso in cui una sentenza penale di assoluzione acquisti autorità di giudicato in costanza del procedimento amministrativo²⁵⁰. Alle ordinanze indicate se ne è aggiunta una terza, sollevata dal Tribunale di Bergamo in ambito tributario, che attiene all'ipotesi, più fisiologica, in cui è il procedimento amministrativo a trovare definizione in via prioritaria rispetto al giudizio penale²⁵¹.

²⁴⁸ Si rimanda, sul punto, al par. n. 4.

²⁴⁹ Cass. Civ., Sez. Trib., 20 settembre 2016, n. 20675.

²⁵⁰ Cass. Civ., Sez. II, 15 novembre 2016, n. 23232.

²⁵¹ Trib. Bergamo, ord. 16 settembre 2015.

2.5. L'applicazione diretta art. 4 prot. 7 CEDU.

Un'ultima voce dottrinale ha proposto di superare le criticità segnalate dalla pronuncia Grande Stevens attraverso l'applicazione diretta dell'art. 4, prot. 7, CEDU²⁵².

Tale opzione ermeneutica, è stato argomentato, sarebbe compatibile con la natura di parametro c.d. interposto di legittimità delle disposizioni convenzionali²⁵³, alle quali non sarebbe preclusa un'efficacia precettiva diretta nelle ipotesi in cui venga in rilievo una fattispecie non disciplinata dall'ordinamento interno, non configurandosi, in tal caso, nessun conflitto tra normativa interna e disciplina sovranazionale. Secondo l'interpretazione in esame, una simile ipotesi ricorrerebbe in riferimento all'art. 4 prot. 7 CEDU, in quanto non vi è alcuna disposizione, all'interno dell'ordinamento nazionale, che regoli l'insistenza, su un medesimo fatto illecito, di un giudizio penale e di un procedimento formalmente amministrativo ma sostanzialmente penale.

Ebbene, occorre osservare come la prospettazione indicata, benché suggestiva, non sembri condivisibile, stante l'impossibilità di ravvisare, all'interno dell'ordinamento interno, una lacuna normativa idonea a consentire un'applicazione immediata nel *ne bis in idem* convenzionale. Nel circoscrivere il divieto di un secondo giudizio alla sola ipotesi di coesistenza di due procedimenti penali, l'art. 649 c.p.p. si fa invero espressione di una precisa scelta legislativa, volta ad escludere dall'ambito di operatività della garanzia le ipotesi in cui i procedimenti intentati a fronte di un medesimo fatto abbiano natura diversa. Così descritta la soluzione adottata dal legislatore, l'applicazione di disposizioni sovranazionali idonee ad estendere l'ambito applicativo del divieto di *bis in idem* si tradurrebbe in un'inammissibile violazione del principio di legalità.

3. La pronuncia A e B. c. Norvegia: il *revirement* della Corte di Strasburgo.

Il panorama interpretativo delineatosi a seguito della pronuncia Grande Stevens è mutato significativamente all'indomani della pronuncia A. e B. c. Norvegia, con cui la Corte

²⁵² VIGANO', *Ne bis in idem e doppio binario sanzionatorio: nuovo rinvio pregiudiziale della Cassazione in materia di abuso di informazioni di privilegiate*, in www.penalecontemporaneo.it, 2016.

²⁵³ La natura di parametro interposto di legittimità, riconosciuta alle disposizioni convenzionali a fare data dalle sentenze c.d. gemelle della Corte Costituzionale, n. 348 e 349 del 2007, comporta che, laddove una norma interna risulti in conflitto con una disposizione della CEDU, il giudice non può procedere a una disapplicazione diretta della stessa – strada percorribile solo in ipotesi di contrasto della norma interna con una previsione eurounitaria –, ma deve sollevare questione di legittimità costituzionale.

di Strasburgo, confrontandosi nuovamente col tema inerente la compatibilità con il principio del *ne bis in idem* della normativa in materia di doppio binario sanzionatorio – nel caso di specie previsto dall'ordinamento norvegese in materia di illeciti tributari –, ha mutato sensibilmente orientamento²⁵⁴.

Due sono state, in particolare, le questioni sottoposte al giudizio della Grande Camera.

In via preliminare, la Corte si è occupata di chiarire se le sovrattasse applicate dall'autorità amministrativa a fronte di un fatto integrante una violazione tributaria debbano considerarsi sanzioni sostanzialmente penali ai fini dell'art. 4, prot. 7, CEDU; sul punto, numerosi governi intervenuti in giudizio hanno sollecitato la Corte ad accogliere un'interpretazione della nozione di pena più restrittiva di quella delineata dalla giurisprudenza Engel in relazione all'art. 6 CEDU.

In secondo luogo, i giudici si sono occupati di accertare se l'art. 4 prot. 7 CEDU sia ostativo solo a una successione di procedimenti penali a fronte di un medesimo fatto o precluda anche una loro contestuale pendenza. I ricorrenti hanno evidenziato a tale riguardo come fosse già emersa nella giurisprudenza della Corte Edu la tendenza a ritenere il divieto di cui all'art. 4, prot. 7, CEDU operante nella sua portata massima nelle sole ipotesi in cui, successivamente alla conclusione di un giudizio penale, venga avviato un secondo procedimento a fronte del medesimo fatto, riconoscendovi una validità più limitata nel diverso caso di procedimenti paralleli.

Ebbene, quanto al primo profilo evidenziato, i giudici di Strasburgo hanno confermato la piena applicabilità dei criteri Engel anche nell'ipotesi in cui vengano in rilievo disposizioni diverse dall'art. 6 CEDU - nello specifico, l'art. 4 prot. 7 -, adottando una soluzione imposta da un'esigenza di coerenza della giurisprudenza convenzionale, ostativa all'accoglimento di esiti interpretativi differenziati in base alle disposizioni della Carta che di volta in volta giungono all'attenzione dell'autorità giudiziaria.

Per quanto attiene la questione inerente alla portata applicativa del *ne bis in idem* convenzionale - profilo che più rileva nell'ambito in analisi -, la Corte è invece giunta a una rimeditazione dell'orientamento espresso nella pronuncia Grande Stevens, evidenziando come l'esigenza di riconoscere agli Stati membri un margine di discrezionalità nel recepimento

²⁵⁴ C. Eur. Dir. Uomo, Grande Camera, A. e B. c. Norvegia, 15 novembre 2016. Sul punto VIGANO', *La Grande Camera della Corte di Strasburgo su ne bis in idem e doppio binario sanzionatorio*, in www.penalecontemporaneo.it, 2016.

dell'art. 4, prot. 7, CEDU imponga di non escludere l'ammissibilità di una disciplina improntata al modello del doppio binario sanzionatorio, laddove la duplicazione delle misure repressive non comporti un sacrificio eccessivo per l'interessato. Nello specifico, secondo il rinnovato orientamento della Corte, la duplicazione procedimentale e sanzionatoria appare compatibile con il divieto di cui all'art. 4 prot. 7 CEDU ogniqualvolta rifletta i caratteri di "un sistema integrato, che permette di affrontare i diversi aspetti dell'illecito in maniera prevedibile e proporzionata, nel quadro di una strategia unitaria". Ne deriva che, se deve ritenersi indubbiamente legittima una normativa che preveda dei meccanismi processuali idonei ad unificare i procedimenti sanzionatorie insistenti sul medesimo fatto storico ai fini dell'irrogazione di una medesima sanzione ad opera di un'unica autorità, il *ne bis in idem* convenzionale si trova ad essere rispettato altresì nei casi in cui l'ordinamento preveda la pendenza di procedimenti paralleli che siano avvinti da "una connessione temporale e sostanziale sufficientemente stretta", diretti all'applicazione di "risposte sanzionatorie nel loro complesso proporzionate e, comunque, prevedibili"²⁵⁵.

La sussistenza di tale connessione sostanziale e temporale va accertata, nella prospettiva della Corte, attraverso la verifica di alcuni indici sintomatici, di carattere sostanziale e procedurale.

Primario rilievo assumono, anzitutto, la previsione legislativa della duplicità procedimentale, idonea a garantire la prevedibilità, da parte del singolo, delle conseguenze della condotta illecita, e la divergenza delle finalità perseguite dai procedimenti sanzionatori, che determina la loro insistenza su profili distinti della medesima fattispecie. Nel caso esaminato dalla Corte, detto ultimo criterio è stato impiegato per individuare la diversa natura della sanzione amministrativa, rispondente a una finalità di compensazione degli sforzi profusi dall'amministrazione fiscale nell'attività di accertamento e di repressione degli illeciti fiscali, rispetto alla misura penale, che invece assolve a una funzione afflittiva e retributiva della condotta illecita.

²⁵⁵ Così descritti i principi posti dalla pronuncia A e B c. Norvegia, occorre osservare come gli stessi siano stati già oggetto di applicazione nella giurisprudenza convenzionale. Se invero alcune pronunce della Corte Edu hanno fatto impiego, in passato, dell'indicata nozione di connessione sostanziale e cronologica al fine di escludere la violazione del *ne bis in idem* (si vedano, in particolare, C. Eur. Dir. Uomo, Sez. II, Nilsson c. Svezia, 13 dicembre 2005 e Sez. IV, Boman c. Finlandia, 17 febbraio 2015), altre decisioni hanno affermato l'incompatibilità della normativa nazionale con la garanzia convenzionale proprio alla luce del mancato riscontro, nel caso di specie, degli indici sintomatici di un legame procedimentale sufficientemente stretto (C. Eur. Dir. Uomo, Sez. IV, 20 maggio 2014, Nykanen c. Finlandia).

Sotto il profilo procedimentale, deve inoltre essere garantito il coordinamento tra le autorità procedenti, volto ad evitare inutili e pregiudizievoli duplicazioni nelle attività di raccolta e valutazione delle prove.

Ancora sul piano sostanziale, deve essere assicurata la proporzionalità complessiva della risposta sanzionatoria attraverso la previsione di disposizioni normative volte a far sì che la sanzione irrogata all'esito del giudizio conclusosi per primo sia tenuta in considerazione nell'ambito del procedimento successivo.

Infine, per quanto attiene il profilo della connessione cronologica tra i giudizi, la Corte ha evidenziato come l'esigenza di un collegamento temporale tra i procedimenti non imponga la parallela celebrazione degli stessi, potendo ammettersi la legittimità convenzionale di una disciplina che preveda una successione tra i giudizi ogniqualvolta questa non si traduca in un onere eccessivo per il privato, esponendolo a una perdurante condizione di incertezza.

3.1. I confini incerti del *ne bis in idem* convenzionale.

E' stato correttamente evidenziato, già nei primi commenti alla pronuncia A e B c. Norvegia, come il nuovo orientamento inaugurato dalla Corte Edu rappresenti l'esito di una rinnovata considerazione dell'esigenza di bilanciamento delle garanzie individuali con gli interessi statali - legati alla riscossione delle imposte e alla tutela dell'integrità dei mercati finanziari -, oltre che delle difficoltà a cui l'indirizzo rigoroso inaugurato in Grande Stevens aveva esposto molti degli ordinamenti nazionali. Ciò posto, non può non notarsi come l'indirizzo interpretativo accolto nella pronuncia A e B c. Norvegia presenti plurime criticità, legate all'indeterminatezza della nozione di connessione sostanziale e cronologica tra procedimenti, ritenuta idonea ad escludere la violazione del divieto di doppio giudizio, e alla difficile identificazione dei fattori sintomatici della stessa.

Sotto un primo aspetto, appare invero ardua l'individuazione di una divergenza tra le finalità, afflittiva e compensativa, perseguite dai procedimenti penale e amministrativo intentati a fronte di condotte integranti abuso di mercato; accertamento che, nell'ordinamento italiano, si fa particolarmente critico alla luce della severità delle sanzioni irrogate dalla Consob, specialmente a seguito dell'aggravio operato dal d.lgs. n. 107/2018²⁵⁶.

²⁵⁶ Così anche FUSCO, *La tutela del mercato finanziario tra normativa comunitaria, ne bis in idem e legislazione interna*, in www.penalecontemporaneo.it, 2016. In tal senso si è espresso altresì il giudice Pinto De Albuquerque

Per quanto attiene il profilo concernente la garanzia della proporzionalità della risposta sanzionatoria, inoltre, consistenti perplessità sorgono dinanzi alla constatazione dell'estraneità di tale elemento rispetto all'ambito di operatività del divieto di *bis in idem*, principio diretto a proteggere l'individuo dalle conseguenze pregiudizievoli derivanti dalla sottoposizione a un duplice giudizio per il medesimo fatto, non dal sovraccarico sanzionatorio da ciò eventualmente derivante. In tal senso si era espresso anche il giudice Pinto De Albuquerque, che nella sua *dissenting opinion* aveva osservato come già la pronuncia Grande Stevens non aveva ritenuto decisiva, ai fini dell'accertamento della compatibilità della normativa italiana con l'art. 4 prot. 7 CEDU, l'esistenza del meccanismo compensativo di cui all'art. 187 *terdecies* t.u.f., stante la divergenza esistente tra la *ratio* sottesa al principio del *ne bis in idem* processuale e le finalità perseguite dal *ne bis in idem* sostanziale, quest'ultimo diretto ad evitare aggravii punitivi legati ad irragionevoli duplicazioni sanzionatorie.

Indefiniti, infine, appaiono i criteri del coordinamento istruttorio tra le autorità procedenti e della connessione cronologica tra i procedimenti. Ciò che la Corte non ha chiarito è invero se la sussistenza di tali requisiti vada accertata sul piano generale e astratto, attraverso la ricerca di norme dirette a prevedere la cooperazione tra le autorità competenti e a regolare la successione temporale tra i giudizi, o se vada invece ravvisata in concreto sulla base delle effettive modalità di svolgimento dei procedimenti. La preferenza per tale ultima soluzione, che sembrerebbe emergere dalla pronuncia esaminata, determina una situazione di incertezza incompatibile sia con il rango primario del *ne bis in idem*, sia con il principio di legalità penale, rimettendo la valutazione in ordine alla violazione dell'art. 4 prot. 7 CEDU a giudizi di merito mutevoli in base alle peculiarità del caso concreto, che rendono di fatto impossibile la prevedibilità, da parte del singolo, delle conseguenze della condotta illecita²⁵⁷.

I rilievi esposti sembrano trovare conferma all'indomani di una successiva applicazione, da parte dei giudici di Strasburgo, delle coordinate ermeneutiche elaborate in A e B c. Norvegia. Nella pronuncia resa sul caso *Jóhannesson e a. c. Islanda*²⁵⁸, riguardante la compatibilità

nella sua *dissenting opinion*, che ha evidenziato come sovente la sanzione amministrativa persegua i medesimi scopi retributivi e repressivi propri della misura penale.

²⁵⁷ Così anche FUSCO, *op. cit.* Sul punto CONFALONIERI, *Ne bis in idem e reati tributari: il Tribunale di Monza solleva eccezione di legittimità costituzionale dell'art. 649 c.p.p. Quale possibile destino della questione pendente, dopo la pronuncia A e B c. Norvegia?*, in www.penalecontemporaneo.it, 2016, osserva come la Corte non abbia chiarito se i criteri indicativi della connessione sostanziale e cronologica debbano trovare applicazione in via alternativa o cumulativa.

²⁵⁸ Corte Eur. Dir. Uomo, Sez. I, 18 maggio 2017, **ric. n. 22007/11**.

convenzionale del doppio binario sanzionatorio previsto dalla disciplina islandese degli illeciti fiscali, la Corte di Strasburgo ha invero ravvisato la violazione dell'art. 4 prot. 7 CEDU alla luce della scarsa collaborazione avutasi, nella vicenda oggetto di giudizio, tra le autorità procedenti e del notevole lasso di tempo trascorso tra la definizione del procedimento amministrativo e l'apertura del giudizio penale.

Da notare come un argomento simile a quello della Corte Edu sia emerso, sul piano interno, in una recente pronuncia della Suprema Corte²⁵⁹, che ha affermato la legittimità convenzionale del doppio binario sanzionatorio previsto per i reati fiscali in ragione della stretta connessione temporale riscontrata, nel caso di specie, tra il procedimento amministrativo e il giudizio penale intentati in ordine alla violazione tributaria. La decisione è stata criticata in dottrina sulla scorta delle medesime considerazioni svolte in ordine al recente arresto della Corte di Strasburgo, essendo stata censurata non solo la scelta, ad opera del giudice interno, di valorizzare il dato concreto a svantaggio della disciplina normativa dell'illecito, ma anche la predilezione, mostrata dalla Corte, per la tesi secondo cui il rispetto del *ne bis in idem* convenzionale sarebbe assicurato dalla sussistenza anche solo di una delle condizioni evidenziate dai giudici di Strasburgo, interpretazione che emergerebbe dall'esame esclusivo, ad opera del collegio giudicante, dei criteri della connessione cronologica tra i giudizi e della cooperazione tra le autorità procedenti²⁶⁰.

3.2. L'applicazione interna del nuovo orientamento Edu: l'ordinanza 6 dicembre 2016 del Tribunale di Milano.

Oltre che in materia di illeciti tributari, l'applicazione interna della rinnovata giurisprudenza di Strasburgo si è avuta anche in tema di abusi di mercato, stante la pronuncia con cui il Tribunale di Milano ha recentemente affermato la legittimità convenzionale del doppio binario sanzionatorio previsto dal testo unico della finanza facendo ricorso ai principi individuati nella decisione A e B c. Norvegia²⁶¹.

Nello specifico, il Tribunale si è trovato a decidere su un caso di manipolazione del mercato in relazione al quale gli imputati erano già stati giudicati in via definitiva dalla Consob,

²⁵⁹ Cass., Sez. III, 22 settembre 2017, n. 6993.

²⁶⁰ Si veda sul punto TRIPODI, *Ne bis in idem e sanzioni tributarie: la Corte di Cassazione "sfronda" il test della sufficiently close connection in substance and time*, in www.penalecontemporaneo.it, 2018.

²⁶¹ Trib. Milano, Sez. I, ord. 6 dicembre 2016.

essendo stata rigettata in sede d'appello l'opposizione proposta avverso i provvedimenti sanzionatori amministrativi. Alla luce di tale circostanza, la difesa chiedeva la pronuncia di una sentenza predibattimentale di non doversi procedere per *ne bis in idem*, domandando, in via subordinata, la proposizione di un rinvio pregiudiziale alla Corte europea al fine di accertare la compatibilità della disciplina interna del reato di manipolazione del mercato con l'art. 50 della Carta di Nizza.

Ricostruita la normativa applicabile al caso di specie e l'evoluzione della giurisprudenza convenzionale in materia di *ne bis in idem*, i giudici hanno respinto l'eccezione sollevata, ravvisando nel caso di specie, in applicazione dei principi posti in A e B c. Norvegia, la connessione sostanziale e cronologica tra i procedimenti sufficiente ad escludere la compromissione del divieto di duplice giudizio e affermando, di conseguenza, la compatibilità del doppio binario sanzionatorio previsto in materia di manipolazione del mercato con il disposto degli artt. 4 prot. 7 CEDU e 50 CDFUE.

Passando in rassegna gli indici sintomatici dell'esistenza della predetta connessione, la corte di merito ha anzitutto affermato come la duplicazione dei procedimenti sanzionatori contemplati dal testo unico della finanza in relazione alle fattispecie di abuso di mercato si configuri quale conseguenza prevedibile della condotta, essendo questa prevista per legge.

Il Tribunale ha poi evidenziato come l'ordinamento garantisca, attraverso l'art. 187 *decies*, la collaborazione tra le autorità procedenti nell'attività di raccolta e valutazione delle prove, stante l'obbligo, per il pubblico ministero, di comunicare al Presidente della Consob eventuali notizie di reato concernenti illeciti di mercato e il dovere dell'autorità amministrativa di trasmettere alla pubblica accusa tutta la documentazione raccolta nel corso dell'attività istruttoria. Se in fase di indagine il coordinamento tra le autorità penale e amministrativa è assicurato anche dallo scambio di informazioni volto ad agevolare l'accertamento delle violazioni (art. 187 *decies*, co. 3, t.u.f.), lo stesso è garantito altresì nel corso del successivo sviluppo dei giudizi, stante la possibilità di utilizzare in dibattimento le relazioni ispettive dei funzionari amministrativi - ai fini dell'accertamento dell'andamento delle sedute di borsa e del contenuto delle comunicazioni telefoniche degli intermediari - e di impiegare in sede amministrativa gli esiti dell'istruttoria dibattimentale.

Sotto il profilo della proporzionalità della risposta sanzionatoria, il Tribunale ha attribuito rilievo al meccanismo compensativo di cui all'art. 187 *terdecies* t.u.f., che, nella formulazione

vigente al tempo della decisione, imponeva al giudice penale di tenere conto, nell'irrogazione della pena pecuniaria, di quanto già inflitto a titolo di sanzione amministrativa.

Per quanto attiene alla connessione cronologica tra i giudizi, infine, la corte ha osservato come anche tale condizione sia soddisfatta dalla normativa di cui al testo unico della finanza, stante l'affermata legittimità, da parte della Corte sovranazionale, di una disciplina che preveda una successione di giudizi in relazione a un medesimo fatto illecito.

Le conclusioni indicate hanno trovato accoglimento presso una parte della dottrina, che ha evidenziato, in aggiunta ai profili già posti in luce dal Tribunale, come i procedimenti, penale e amministrativo, previsti dal testo unico della finanza si connotino per una diversa funzione, assolvendo la sanzione amministrativa a una finalità prevalentemente compensatoria degli sforzi profusi dalla Consob nell'attività di accertamento delle condotte illecite e rispondendo invece la misura penale a uno scopo più marcatamente afflittivo²⁶². Sotto il profilo della collaborazione tra le autorità procedenti, inoltre, l'orientamento in esame ha segnalato l'esistenza di disposizioni rivelatrici della connessione sostanziale tra i procedimenti ulteriori rispetto a quelle indicate dal giudice di merito. Nello specifico, è stato attribuito rilievo all'art. 187 *octies* co. 5 t.u.f., che impone la necessità di un'autorizzazione del pubblico ministero ai fini dello svolgimento di specifiche attività di indagine da parte della Consob, e all'art. 187 *undecies*, che disciplina i poteri dell'autorità amministrativa nell'ambito del giudizio penale. Per quanto riguarda l'aspetto inerente la connessione temporale tra i procedimenti, infine, la dottrina citata ha posto in luce come le procedure intentate a fronte delle condotte integranti abusi di mercato si sviluppino normalmente in via parallela o, comunque, a una distanza tale da escludere un eccessivo sacrificio delle istanze individuali.

Chiarito l'arresto del Tribunale, non possono che riproporsi, in relazione alla decisione esaminata, le medesime osservazioni svolte in precedenza in merito alla vacuità dell'affermata divergenza tra le finalità proprie dei procedimenti sanzionatori insistenti sulle condotte di *market abuse*, all'incertezza dell'operare del criterio del coordinamento tra le autorità procedenti - che nella pronuncia della Corte Edu parrebbe doversi valutare nel caso di specie, mentre nell'arresto del giudice interno sembra ancorarsi a riferimenti di tipo normativo -, all'indeterminatezza dell'elemento della connessione cronologica, disancorato da parametri

²⁶² FIMIANI, *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 www.penalecontemporaneo.it, 2017.

definiti e del tutto privato di significato nella pronuncia del giudice di merito, e, in ultimo, all'incongruenza del profilo inerente la proporzionalità della risposta sanzionatoria, estraneo alla portata garantistica del *ne bis in idem*. In definitiva, l'impiego di regole indeterminate, elastiche e destinate ad operare sul piano del fatto concreto trasforma la valutazione in ordine al rispetto del principio del *ne bis in idem* in un giudizio di legittimità del singolo procedimento pendente dinanzi al giudice del merito, con conseguente mutevolezza delle risoluzioni adottabili in materia e imprevedibilità, da parte dell'agente, degli esiti della condotta illecita.

Si vedrà di seguito come gli approdi raggiunti sul tema dell'operatività del *ne bis in idem* europeo non si connotino per un maggior rigore, avendo la Corte di Giustizia mostrato di fare applicazione di principi che, se sul piano dell'enunciazione astratta appaiono affini a quelli delineati dalla giurisprudenza convenzionale, sul piano sostanziale risultano di fatto ancor più vaghi.

4. Il *ne bis in idem* europeo: i rinvii pregiudiziali dal Tribunale di Bergamo e della Corte di Cassazione.

Come si è avuto modo di anticipare²⁶³, la Corte di Giustizia europea è stata chiamata a pronunciarsi sulla compatibilità della disciplina italiana in materia di illeciti tributari e abusi di mercato con il divieto di *bis in idem* di cui all'art. 50 della Carta di Nizza su istanza di tre rinvii pregiudiziali proposti dalla giurisprudenza interna di merito e di legittimità.

Una prima ordinanza, sollevata dal Tribunale di Bergamo²⁶⁴, ha sottoposto al vaglio della Corte la legittimità del doppio binario sanzionatorio previsto per le violazioni tributarie in un'ipotesi in cui, a fronte della conclusione in via definitiva del procedimento amministrativo, era stato intentato per il medesimo fatto un giudizio penale. Nello specifico, la corte si trovava a decidere di un'ipotesi di omesso versamento di IVA *ex art. 10 ter* del d.lgs. 74/2000, in relazione alla quale l'imputato era già stato raggiunto dalla sanzione amministrativa prevista all'art. 13 co. 1 d.lgs. 471/1997, secondo cui “chi non esegue, in tutto o in parte, alle prescritte scadenze, i versamenti in acconto, i versamenti periodici, il versamento di conguaglio o a saldo dell'imposta risultante dalla dichiarazione, detratto in questi casi l'ammontare dei versamenti

²⁶³ Si rimanda sul punto al par. 2.4.

²⁶⁴ Trib. Bergamo, ord. 16 settembre 2015.

periodici e in acconto, ancorché non effettuati, è soggetto a sanzione amministrativa pari al trenta per cento di ogni importo non versato”.

Dopo aver chiarito che, ai sensi dell’art. 52 della Carta di Nizza, il disposto dell’art. 50 CDFUE va interpretato alla luce della giurisprudenza di Strasburgo, e aver ravvisato, in applicazione di tale principio, l’identità del fatto concreto su cui insistevano, nel caso di specie, il procedimento amministrativo e quello penale, oltre alla natura sostanzialmente criminale della sanzione amministrativa irrogata²⁶⁵, il Tribunale, tramite lo strumento del rinvio pregiudiziale di interpretazione di cui all’art. 267 TFUE, ha chiesto alla Corte di Giustizia “se la previsione dell’art. 50 CDFUE, interpretato alla luce dell’art. 4 prot. n. 7 CEDU e della relativa giurisprudenza della Corte europea dei diritti dell’uomo, osti alla possibilità di celebrare un procedimento penale avente ad oggetto un fatto (omesso versamento IVA) per cui il soggetto imputato abbia riportato sanzione amministrativa irrevocabile”.

Così ricostruito il rinvio proposto dal Tribunale di Bergamo, occorre osservare come le ordinanze di remissione sollevate dalla sezione tributaria e dalla seconda sezione civile della Corte di Cassazione abbiano prospettato alla Corte la diversa ipotesi in cui è la decisione del giudice penale, intervenuta in riferimento a un fatto integrante un abuso di mercato, a divenire definitiva prima della conclusione del procedimento amministrativo.

In particolare, l’ordinanza della sezione tributaria della Suprema Corte²⁶⁶ è stata sollevata nell’ambito di un procedimento intentato a seguito di ricorso avverso il provvedimento con cui

²⁶⁵ Sul punto il Tribunale ha richiamato alcuni degli arresti più significativi della giurisprudenza di Strasburgo, quali la pronuncia resa nel caso *Nykanen contro Finlandia* (20/5/2014), secondo cui la sovrattassa applicata al ricorrente con decisione definitiva dell’autorità amministrativa, prima dell’instaurazione del procedimento penale per frode fiscale, deve essere qualificata come misura sostanzialmente penale in applicazione dei criteri Engel, e la pronuncia resa nella causa *Lucky Dev contro Svezia* (27/11/2014), che ha chiarito come la nozione di medesimo fatto, rilevante ex art. 4 prot. 7 CEDU, debba essere ravvisata alla luce della condotta contestata, come concretamente manifestatasi nelle sue coordinate spazio-temporali, non della fattispecie di reato invocata. Sul problema della legittimità convenzionale del doppio binario sanzionatori previsto in ambito tributario, la corte di merito ha richiamato anche la pronuncia *Aklagaren c. Hans Akelberg Fransson* (causa C – 617/10 del 26/2/2013), con cui la Corte di Giustizia ha affermato come il cumulo di sanzioni amministrative e penali in relazione alla medesima condotta di violazione degli obblighi dichiarativi sia compatibile con il principio del *ne bis in idem* di cui agli artt. 4 prot. 7 CEDU e 50 della Carta dei diritti fondamentali dell’Unione Europea solo nelle ipotesi in cui alla sanzione amministrativa non debba attribuirsi natura sostanzialmente penale; valutazione, quest’ultima, rimessa al giudice nazionale e da condursi alla luce degli elementi del caso concreto. Sulla scorta di tali coordinate interpretative, il Collegio ha osservato come debba essere riconosciuta natura penale a tutti quei provvedimenti che, sebbene applicati dall’autorità amministrativa, determinano a carico del privato l’inflizione di “una sanzione ulteriore rispetto al recupero dei tributi evasi e ai relativi interessi”, anche laddove l’ammontare della sovrattassa sia modesto. Da ciò derivava, nel caso di specie, il riconoscimento della sanzione amministrativa applicabile ai sensi dell’art. 13 d.lgs. 471/1997, pari al 30% dell’importo IVA evaso, quale misura sostanzialmente penale.

²⁶⁶ Cass., Sez. Trib., ord. 20 settembre 2016, n. 20675.

la Consob aveva applicato al ricorrente la sanzione amministrativa pecuniaria di cui all'art. 187 *ter* t.u.f. in relazione a un fatto di manipolazione del mercato. Per la medesima condotta, l'imputato era stato sottoposto anche a giudizio penale, conclusosi con sentenza di patteggiamento passata in giudicato.

Stante l'intervento della decisione penale definitiva, la Corte ha dapprima sollevato - la nota - questione di legittimità costituzionale dell'art. 187 *ter* t.u.f. per violazione del *ne bis in idem* posto agli artt. 117 Cost., 4 prot. 7 CEDU²⁶⁷; a seguito della dichiarazione di inammissibilità della questione da parte della Consulta, la Suprema Corte ha proposto rinvio pregiudiziale al giudice europeo, formulando un duplice quesito.

Sotto un primo profilo, la Corte ha chiesto ai giudici di Lussemburgo se l'art. 50 CDFUE debba essere interpretato alla stregua dei principi delineati dalla giurisprudenza Edu in riferimento all'art. 4 prot. 7 CEDU, che nella pronuncia Grande Stevens ha ravvisato la natura sostanzialmente penale delle sanzioni irrogate dalla Consob in relazione ai fatti integranti abuso di mercato e ha riconosciuto la contrarietà del doppio binario sanzionatorio di cui al testo unico della finanza con il principio convenzionale di *bis in idem*. In particolare, la Corte di Cassazione ha sollecitato la Corte europea ad indicare se anche l'art. 50 della Carta di Nizza preveda un divieto di "celebrare un procedimento amministrativo avente ad oggetto un fatto (condotta illecita di manipolazione del mercato) per cui il medesimo soggetto abbia riportato condanna penale irrevocabile".

Sotto un secondo profilo, i giudici di Lussemburgo sono stati chiamati ad indicare quali siano gli strumenti impiegabili dal giudice interno al fine di superare il predetto profilo di contrasto, ove ritenuto sussistente; nello specifico, la Suprema Corte ha chiesto alla Corte sovranazionale "se il giudice nazionale possa applicare direttamente i principi unionali in relazione al principio del 'ne bis in idem', in base all'art. 50 CDFUE, interpretato alla luce dell'art. 4 prot. n. 7 CEDU, della relativa giurisprudenza della Corte europea dei diritti dell'uomo e della normativa nazionale".

Tanto chiarito, occorre osservare come l'ultima ordinanza di rinvio sia stata sollevata della seconda sezione civile della Corte di Cassazione nell'ambito di un procedimento di opposizione avverso il provvedimento con cui la Consob aveva applicato, a fronte di un fatto di *insider trading*, le sanzioni amministrative pecuniarie e interdittive di cui agli artt. 187 *bis* e

²⁶⁷ Si rimanda, sul punto, al par. 2.3.

187 *quater* t.u.f.²⁶⁸. Il ricorrente lamentava di essere stato già dichiarato assolto, in relazione alla medesima violazione, con decisione penale definitiva e chiedeva pertanto la pronuncia di una sentenza di non doversi procedere per *ne bis in idem* in applicazione degli artt. 4 prot. 7 CEDU e 50 CDFUE.

La Corte di Cassazione ha rilevato anzitutto come non fosse chiaro, nella giurisprudenza europea, se all'art 50 della Carta di Nizza debba riconoscersi la medesima portata applicativa della corrispondente disposizione convenzionale, né se lo stesso sia ostativo, in modo assoluto, alla celebrazione di due procedimenti di natura sostanzialmente penale in ordine a un medesimo fatto. Tali rilievi hanno condotto alla proposizione di una prima questione pregiudiziale, volta a chiarire “se l'art. 50 della Carta dei diritti fondamentali dell'Unione vada interpretato nel senso che in presenza di un accertamento definitivo dell'insussistenza della condotta che ha integrato l'illecito penale, al giudice nazionale sia precluso, senza necessità di procedere ad alcun ulteriore appressamento, l'avvio o la prosecuzione per gli stessi fatti di un ulteriore procedimento che sia finalizzato all'irrogazione di sanzioni amministrative che per la loro natura e gravità siano da qualificarsi penali”.

Sotto un secondo profilo, la Corte ha chiesto se la previsione, nell'art. 184 t.u.f., di sanzioni più afflittive di quelle imposte dalla direttiva n. 57/2014 per le ipotesi gravi di *insider trading*²⁶⁹ consenta di ritenere integrata la condizione di operatività del *ne bis in idem*, individuata dalla pronuncia Fransson nella natura effettiva, proporzionata e dissuasiva delle sanzioni poste a salvaguardia degli interessi tutelati dalla normativa eurounitaria. Nello specifico, il giudice europeo è stato chiamato a chiarire “se il giudice nazionale, nel valutare l'efficacia, proporzionalità e dissuasività delle sanzioni, ai fini del riscontro della violazione del principio del *ne bis in idem* di cui all'art. 50 della Carta dei diritti fondamentali dell'Unione, debba tener conto dei limiti posti dalla dir. 2014/57/UE”.

4.1. Le conclusioni dell'Avvocato generale.

Prima di esaminare la posizione assunta dalla Corte di Giustizia sulle questioni prospettate, pare opportuno analizzare le conclusioni rese dall'Avvocato generale Campos

²⁶⁸ Cass., II Sez. Civ., ord. 15 novembre 2016, n. 23232.

²⁶⁹ Il compendio sanzionatorio predisposto dall'art. 184 t.u.f. appare invero più gravoso di quello prescritto dalla direttiva 57/2014 che, all'art. 7, prevede, per le condotte di *trading* e *tuyautage*, la pena della reclusione non inferiore, nel minimo, a quattro anni e, per la fattispecie di *tipping*, una pena non inferiore, nel minimo, ad anni due di reclusione.

Sánchez-Bordona, secondo cui l'art. 50 CDFUE osta a un sistema normativo, quale quello nazionale in materia di reati tributari e finanziari, che consente l'attivazione di due distinti procedimenti diretti all'applicazione di misure sostanzialmente penali in relazione a un medesimo fatto. Secondo la posizione in commento, in particolare, l'illegittimità del doppio binario sanzionatorio di cui al testo unico della finanza emerge pacificamente alla luce dell'accertata natura afflittiva delle sanzioni irrogate dalla Consob, mentre la compatibilità della normativa tributaria con il *ne bis in idem* sovranazionale va vagliata dal giudice del merito alla luce della natura sostanziale delle misure applicate dall'amministrazione finanziaria²⁷⁰.

Ripercorrendo brevemente i passaggi argomentativi dell'interpretazione in esame, occorre osservare come l'Avvocato generale si sia dapprima occupato di ricostruire la giurisprudenza della Corte Edu in materia di *ne bis in idem*, seguendone l'evoluzione dalla decisione Grande Stevens fino all'arresto avutosi con le pronunce A e B c. Norvegia e Jóhannesson e a. c. Islanda. L'Avvocato ha in particolare evidenziato le criticità insite nel *revirement* inaugurato nelle decisioni da ultimo indicate, legate all'impiego, ai fini dell'accertamento della violazione del divieto di *bis in idem*, di parametri incerti e incoerenti con le finalità di tutela sottese alla regola indicata; la pronuncia Jóhannesson e a. c. Islanda, nello specifico, ha posto "ostacoli quasi insormontabili" all'individuazione di criteri certi e prevedibili impiegabili dai giudici nazionali nell'accertamento della connessione sostanziale e temporale tra procedimenti.

Ciò posto, l'Avvocato ha osservato che, nonostante l'art. 52 della Carta di Nizza imponga di avere riguardo all'interpretazione convenzionale dell'art. 4 prot. 7 CEDU nella definizione del *ne bis in idem* europeo, non sarebbe comunque preclusa alla Corte di Giustizia l'enucleazione di una nozione autonoma di *ne bis in idem*, considerato che la Convenzione individua il livello minimo di tutela da apprestarsi ai diritti individuali, cui ben possono accostarsi standard di protezione più elevati (art. 52 ult. periodo). Tale livello di tutela più rigoroso si impone, nell'opinione in esame, proprio in ragione dell'incertezza della posizione fatta propria dai giudici di Strasburgo, che appare incompatibile con l'esigenza di individuare in modo chiaro ed immediato la portata applicativa delle garanzie individuali contemplate dalla Convenzione.

²⁷⁰ Sul punto VIGANO³, *Le conclusioni dell'Avvocato generale nei procedimenti pendenti in materia di ne bis in idem tra sanzioni penali e amministrative in materia di illeciti tributari e di abusi di mercato*, in www.penalecontemporaneo.it, 2017.

Tanto chiarito, l'individuazione di una nozione autonoma di *ne bis in idem* impone di verificare, secondo la posizione in commento, se tale principio possa soffrire delle limitazioni ai sensi del disposto dell'art. 52 co. 1 della Carta di Nizza, secondo cui i diritti tutelati a livello convenzionale possono subire, in un'ottica di bilanciamento con ulteriori interessi di rango primario, compressioni che siano previste per legge, rispettino il contenuto essenziale dei diritti e risultino altresì necessarie a salvaguardare ulteriori diritti e libertà ovvero finalità di carattere generale.

Nel caso del *ne bis in idem*, l'elemento mancante, essenziale a configurare il regime del doppio binario quale ipotesi legittima di limitazione del principio sovranazionale, sarebbe proprio quello della necessità, stante l'adozione, ad opera di molti Stati dell'Unione, del modello del binario unico a presidio degli interessi tutelati dalle fattispecie incriminatrici in materia tributaria e finanziaria, che attesta la natura sovrabbondante e sproporzionata della duplicazione sanzionatoria.

L'inviolabilità, così accertata, del *ne bis in idem* europeo determina, secondo l'Avvocato, la contrarietà al diritto sovranazionale di una normativa, quale quella italiana, che consenta l'instaurazione, in relazione al medesimo fatto storico, di un duplice procedimento penale ed amministrativo, laddove quest'ultimo rifletta i caratteri di un giudizio sostanzialmente penale. Per quanto attiene ai rimedi esperibili dal giudice interno al fine di superare detto profilo di illegittimità, l'Avvocato generale ha riconosciuto la natura chiara, precisa e incondizionata dell'art. 50 CDFUE, idonea a garantirne l'efficacia diretta nell'ordinamento nazionale con conseguente disapplicazione della norma domestica confliggente. Da ciò deriva l'obbligo, per l'autorità amministrativa o il giudice penale procedente, di fare attuazione dell'art. 50 nel disporre l'archiviazione del procedimento pendente dinanzi a lui, ogniqualvolta abbia contezza del fatto che la condotta oggetto di giudizio è stata già oggetto di una decisione definitiva applicativa di una sanzione sostanzialmente penale.

4.2. L'orientamento della Corte di Giustizia.

Passando ad esaminare le pronunce adottate dalla Corte di Giustizia sulle tre questioni pregiudiziali sollevate, occorre sottolineare in via preliminare come sia possibile operare una

prima distinzione tra le decisioni Menci²⁷¹ e Garlsson Real Estate²⁷², intervenute con riferimento alla normativa in materia di illeciti tributari e manipolazione del mercato, e la decisione Di Puma-Zecca²⁷³, concernente il reato di *insider trading*. Mentre infatti le prime due pronunce sono caratterizzate da cadenze argomentative simili e intervengono su un'analogia ipotesi - che vede il procedimento amministrativo avviarsi a seguito dell'intervento di una decisione penale definitiva di condanna -, la decisione Di Puma-Zecca concerne il diverso caso in cui il procedimento amministrativo si trovi a proseguire successivamente all'assoluzione dell'imputato in sede penale; la peculiarità di tale fattispecie ha fatto sì che Corte esaminasse il profilo della compatibilità del diritto interno con il *ne bis in idem* nella cornice delineata dal problema relativo all'efficacia del giudicato penale nel procedimento amministrativo.

Ciò detto, la comune struttura argomentativa delle tre pronunce rende opportuno esaminare dapprima gli snodi iniziali dell'interpretazione del giudice europeo, diretti all'individuazione dei principi regolanti la perimetrazione e l'operatività del *ne bis in idem* europeo, per poi osservare come gli stessi abbiano trovato applicazione nei casi concreti sottoposti a giudizio.

A tal fine, occorre evidenziare come la Corte di Giustizia abbia manifestato anzitutto la volontà di emanciparsi dalla nozione convenzionale del principio di *ne bis in idem*, sia pure con argomenti e finalità distinti rispetto a quelli posti in luce dall'Avvocato generale. Se, infatti, quest'ultimo ha fondato l'opportunità di individuare una nozione autonoma di *ne bis in idem* sull'esigenza di offrire una tutela più incisiva del principio rispetto a quella apprestata dalla giurisprudenza Edu, i giudici di Lussemburgo hanno sostenuto la loro indipendenza ermeneutica alla luce della dell'autonomia dell'ordinamento europeo rispetto a quello convenzionale. Nello specifico, la Corte ha evidenziato che, nonostante l'art. 6, par. 3, TUE attribuisca ai diritti fondamentali previsti dalla CEDU il rango di principi generali del diritto dell'Unione e l'art. 52, par. 3 della Carta di Nizza imponga di attribuire alle prerogative in essa contemplate, ove corrispondenti a quelle convenzionali, il significato ad esse conferito dalla giurisprudenza di Strasburgo, la Convenzione "non costituisce, fintantoché l'Unione non vi abbia aderito, un atto giuridico formalmente integrato nell'ordinamento giuridico

²⁷¹ Corte di Giustizia, Grande Sezione, 20 marzo 2018, C-524/15, Menci.

²⁷² Corte di Giustizia, Grande Sezione, 20 marzo 2018, C-537/16, Garlsson Real Estate.

²⁷³ Corte di Giustizia, Grande Sezione, 20 marzo 2018 - 596/16 e C-597/16, Di Puma e Zecca.

dell'Unione"²⁷⁴. Sotto un secondo profilo, è stato altresì osservato che, come evidenziato dalle spiegazioni ufficiali della norma, l'art. 52, par. 3, della Carta di Nizza si limita ad incoraggiare una lettura coerente delle due Carte fondamentali, non pregiudicando "l'autonomia del diritto dell'Unione e della Corte di giustizia dell'Unione europea"²⁷⁵.

Muovendo da queste premesse, la Corte di Giustizia ha individuato in maniera autonoma i presupposti applicativi della garanzia del *ne bis in idem*, ossia la natura penale delle sanzioni irrogate all'esito del duplice procedimento e la nozione di *idem factum*, giungendo ad esiti coerenti con le conclusioni fatte proprie dalla giurisprudenza di Strasburgo. Nello specifico, la Corte ha rimarcato, con riferimento al primo degli elementi indicati, l'esigenza di delineare una nozione di materia penale che sia indipendente dalle qualifiche formali attribuite dagli ordinamenti nazionali e abbia riguardo ai criteri della finalità, compensativa o repressiva, della misura e del grado di afflittività della stessa²⁷⁶. Per quanto attiene il concetto di *idem factum*, il Collegio ha inoltre evidenziato la necessità di adottare una prospettiva naturalistica della condotta oggetto del duplice procedimento, da individuarsi non nella veste di fattispecie legale, ma quale fatto materiale²⁷⁷.

Sulla scorta di tali considerazioni, i giudici hanno rilevato la contrarietà al divieto di *bis in idem* europeo del doppio binario sanzionatorio previsto dalla disciplina nazionale degli illeciti tributari e finanziari, diretta all'applicazione cumulativa, nei riguardi di una medesima condotta, di sanzioni penali e misure formalmente amministrative, ma sostanzialmente penali.

²⁷⁴ Corte di Giustizia, Grande Sezione, 20 marzo 2018, C-524/15, Menci, par. 22; Corte di Giustizia, Grande Sezione, 20 marzo 2018, C-537/16, Garlsson Real Estate, par. 24.

²⁷⁵ Corte di Giustizia, Grande Sezione, 20 marzo 2018, C-524/15, Menci, par. 23; Corte di Giustizia, Grande Sezione, 20 marzo 2018, C-537/16, Garlsson Real Estate, par. 25.

²⁷⁶ Richiamando alcuni precedenti sul punto, la Corte ha affermato invero come "ai fini della valutazione della natura penale di procedimenti e di sanzioni come quelli in discussione nel procedimento principale, occorre rammentare che, secondo la giurisprudenza della Corte, sono rilevanti tre criteri. Il primo consiste nella qualificazione giuridica dell'illecito nel diritto nazionale, il secondo nella natura dell'illecito e il terzo nel grado di severità della sanzione in cui l'interessato rischia di incorrere (...). Per quanto riguarda il secondo criterio, relativo alla natura stessa dell'illecito, occorre verificare se la sanzione di cui trattasi persegua, in particolare, una finalità repressiva (...) Ne deriva che una sanzione dotata di finalità repressiva ha natura penale ai sensi dell'articolo 50 della Carta, e che la sola circostanza che essa persegua parimenti una finalità preventiva non è tale da ostare alla sua qualificazione come sanzione penale. In effetti, come rilevato dall'avvocato generale al paragrafo 113 delle sue conclusioni, è insito nella natura stessa delle sanzioni penali che le medesime tendano tanto alla repressione quanto alla prevenzione di comportamenti illeciti. Per contro, una misura che si limiti a risarcire il danno causato dalla violazione di cui si tratti non è dotata di natura penale" (Corte di Giustizia, Grande Sezione, 20 marzo 2018, C-524/15, Menci, par. 26-33; 20 marzo 2018, C-537/16, Garlsson Real Estate, par. 28-35).

²⁷⁷ Corte di Giustizia, Grande Sezione, 20 marzo 2018, C-524/15, Menci, par. 34-39; 20 marzo 2018, C-537/16, Garlsson Real Estate, par. 36-41.

Tanto chiarito, la Corte non ha mostrato di accogliere né l'indirizzo rigoroso fatto proprio dalla pronuncia Grande Stevens della Corte di Strasburgo e riproposto dall'Avvocato generale, né l'orientamento emerso in A e B c. Norvegia. Aderendo ad una soluzione mediana, il Collegio ha invero osservato come il *ne bis in idem* non rappresenti una regola assoluta e incondizionata, ma sia un principio suscettibile di bilanciamento in applicazione dell'art 52 della Carta di Nizza. La norma, come si è avuto modo di anticipare, prevede quattro condizioni la cui sussistenza è necessaria ad affermare l'ammissibilità di una limitazione dei diritti e delle libertà fondamentali, che sono la previsione legislativa del limite; la sua incidenza su profili che non attengono al contenuto essenziale del diritto; la rispondenza del limite a finalità di interesse generale – o all'esigenza di tutelare diritti e libertà altrui; infine, in un'ottica di proporzionalità, la necessità dello stesso.

Declinando tali condizioni nel caso del *ne bis in idem*, la Corte ha evidenziato come il regime del doppio binario possa configurarsi quale legittima limitazione del principio laddove le ipotesi di cumulo procedimentale e sanzionatorio siano indicate in modo chiaro e preciso dalla legge e gli oneri derivanti da tale duplicazione non risultino esorbitanti rispetto a quanto strettamente necessario a garantire la protezione degli interessi presidiati dalla disciplina. A tal fine è necessario che, sul piano procedimentale, sia previsto un coordinamento tra le autorità procedenti e, sul piano sostanziale, siano predisposti meccanismi volti ad impedire che il cumulo sanzionatorio si traduca in un trattamento eccessivamente severo rispetto alla gravità dell'illecito, ciò anche nell'ottica di garantire la proporzionalità della pena nel rispetto dell'art. 49, par. 3, CDFUE.

Prima di osservare come i criteri esposti abbiano trovato applicazione nei casi sottoposti al vaglio della Corte, occorre evidenziare come gli stessi, sebbene appaiano affini agli indici sintomatici della connessione procedimentale sostanziale e cronologica individuati dalla giurisprudenza di Strasburgo, divergano da questi ultimi anzitutto sotto il profilo della finalità perseguita. Se invero nell'impostazione della Corte Edu la sussistenza dell'indicata connessione procedimentale risulta sufficiente ad escludere la violazione del divieto di *bis in idem*, nella ricostruzione della Corte di Giustizia il rispetto delle condizioni di cui all'art. 52, par. 1, della

Carta di Nizza consente solo di ritenere legittima la compressione del divieto di doppio giudizio, che si ritiene comunque contrario al regime del doppio binario²⁷⁸.

Sotto un secondo profilo, i principi individuati dalla Corte di Lussemburgo si differenziano da quelli delineati di giudici di Strasburgo anche da un punto di vista contenutistico. Se invero, già sul piano procedimentale, risulta del tutto assente, nell'impostazione della Corte di Giustizia, il riferimento alla connessione cronologica tra i giudizi, anche gli indici di connessione sostanziale appaiono svuotarsi di contenuto nelle pronunce del giudice europeo, che in molti casi ne riconosce la sussistenza ricorrendo ad affermazioni meramente tautologiche.

Nel vagliare l'esistenza delle condizioni di cui all'art. 52 della Carta di Nizza in relazione al sistema domestico del doppio binario sanzionatorio la Corte, nei casi Menci e Garlsson Real Estate, ha esaminato invero sbrigativamente i requisiti della previsione legislativa e del rispetto del nucleo essenziale del diritto, osservando come il regime nazionale del doppio binario, sia nel settore tributario, sia in quello finanziario, sia espressamente previsto dalla legge e non arrechi al *ne bis in idem* un *vulnus* tale da svuotarlo di ogni contenuto, operando “*solo a condizioni tassativamente fissate, garantendo in tal modo che il diritto sancito a detto articolo 50 non sia messo in discussione in quanto tale*”²⁷⁹.

La Corte ha poi ritenuto soddisfatto il requisito inerente la finalità del limite, osservando come, nell'ordinamento italiano, il sistema del doppio binario risponda ad obiettivi di interesse generale, quali sono quelli legati alla riscossione dell'IVA e alla salvaguardia dell'integrità dei mercati finanziari²⁸⁰; sul punto, il Collegio ha aggiunto, conformemente alla giurisprudenza Edu, che ai fini dell'ammissibilità della compressione del divieto di doppio giudizio i due procedimenti devono perseguire scopi complementari e insistere su aspetti diversi del medesimo comportamento illecito.

Per quanto attiene al principio della proporzionalità della risposta sanzionatoria, la Corte ha affermato come lo stesso “richieda che il cumulo di procedimenti e di sanzioni previsto da una normativa nazionale, come quella in discussione nel procedimento principale, non superi i

²⁷⁸ RECCHIA, *Note minime sulle tre recenti sentenze della corte di giustizia dell'unione europea in tema di ne bis in idem*, in www.eurojus.it, 2018.

²⁷⁹ Corte di Giustizia, Grande Sezione, 20 marzo 2018, C-524/15, Menci, par. 42 e 43; 20 marzo 2018, C-537/16, Garlsson Real Estate, par. 44 e 45.

²⁸⁰ Corte di Giustizia, Grande Sezione, 20 marzo 2018, C-524/15, Menci, par. 44; 20 marzo 2018, C-537/16, Garlsson Real Estate, par. 46.

limiti di quanto idoneo e necessario al conseguimento degli scopi legittimi perseguiti dalla normativa di cui trattasi”. Ciò posto, il Collegio ha ravvisato il rispetto di tale condizione nei casi sottoposti a giudizio, dovendo garantirsi, in assenza di un intervento di armonizzazione del diritto d parte dell’Unione, la libertà degli Stati membri in ordine alla scelta delle sanzioni applicabili alle condotte di omesso versamento IVA e di manipolazione del mercato; libertà che una censura del sistema del doppio binario sanzionatorio quale trattamento di natura sproporzionata si troverebbe inevitabilmente a negare.

Se le considerazioni svolte finora hanno accomunato le due pronunce rese in materia di illeciti tributari e di manipolazione del mercato, tali decisioni divergono in punto di necessità del doppio binario. A tal proposito, pare utile ricordare come il profilo della necessità di un cumulo procedimentale e sanzionatorio per la salvaguardia degli interessi fiscali e finanziari dello Stato sia stato posto in luce anche dall’Avvocato generale, che proprio sotto tale aspetto aveva ravvisato l’inammissibilità di una limitazione del *ne bis in idem*. Ebbene, tale esito non è stato condiviso dalla Corte.

Nella pronuncia Menci, in particolare, il giudice europeo ha chiarito come il requisito della necessità imponga la previsione di norme chiare e precise che consentano all’individuo di prevedere quali condotte possano costituire oggetto del cumulo procedimentale. La regola, inoltre, prescrive che gli oneri derivanti, a carico degli interessati, dal predetto cumulo siano limitati a quanto strettamente necessario per realizzare gli obiettivi perseguiti dalla normativa. Nell’ipotesi di procedimenti sanzionatori indipendenti occorre, nello specifico, che sia garantito a livello normativo un coordinamento tra le autorità procedenti, idoneo a “ridurre a quanto strettamente necessario l’onere supplementare che un siffatto cumulo comporta per gli interessati”. Sotto il profilo della proporzionalità della risposta sanzionatoria, infine, occorre che sia assicurata una risposta punitiva corrispondente alla gravità del reato commesso, esito imposto “non soltanto dall’articolo 52, paragrafo 1, della Carta, ma altresì dal principio di proporzionalità delle pene di cui all’articolo 49, paragrafo 3”.

Ebbene, sotto il primo aspetto, la Corte ha ritenuto che la normativa italiana in materia di illeciti finanziari fosse coerente con il canone di necessità, indicando, per mezzo dell’art. 13 co. 1 del d.lgs. n. 471/97, le ipotesi in cui l’omesso versamento dell’IVA determina l’inflizione di una sanzione amministrativa e i diversi casi in cui la stessa integra un illecito penale. La disciplina è inoltre apparsa equilibrata sotto il profilo dell’onere inflitto al privato per mezzo

del cumulo procedimentale, limitandosi il giudizio penale alle condotte connotate da una certa gravità, ossia quelle relative ad un importo di IVA non versata superiore a 50.000 euro, “per le quali il legislatore nazionale ha previsto una pena detentiva, la cui severità appare giustificare la necessità di avviare un procedimento indipendente dal procedimento amministrativo”. Sotto il profilo della proporzionalità della sanzione, infine, la Corte ha valorizzato la previsione dell’art. 21 del d.lgs. n. 74/2000, a norma del quale non solo l’esecuzione delle misure amministrative viene sospesa nel corso del procedimento penale, ma la stessa è esclusa a seguito di una sentenza penale di condanna.

Tanto chiarito sul piano della normativa generale e astratta, la Corte ha affermato come il giudizio concernente la legittimità del cumulo procedimentale e sanzionatorio sia affidato al giudice del merito, il quale è chiamato ad accertare che l’onere inflitto al privato nel caso concreto per effetto della duplicazione non sia eccessivo rispetto alla gravità del reato commesso²⁸¹.

4.2.1. La pronuncia *Garlsson real estate* sulla legittimità del doppio binario previsto per la manipolazione del mercato.

Se, come anticipato, le considerazioni rese dalla Corte nelle pronunce *Menci* e *Garlsson real estate* appaiono sovrapponibili in punto di previsione legislativa del doppio binario sanzionatorio, del rispetto del nucleo essenziale del principio del *ne bis in idem* e della natura generale degli interessi perseguiti dalla disciplina nazionale, le stesse divergono sotto il profilo della necessità della duplicazione procedimentale. Invero, mentre la compressione del divieto di duplice giudizio - riservata ogni valutazione nel merito al giudice del caso concreto - è

²⁸¹ In conclusione, la pronuncia *Menci* ha affermato in particolare che “l’articolo 50 della Carta dei diritti fondamentali dell’Unione europea deve essere interpretato nel senso che esso non osta ad una normativa nazionale in forza della quale è possibile avviare procedimenti penali a carico di una persona per omesso versamento dell’imposta sul valore aggiunto dovuta entro i termini di legge, qualora a tale persona sia già stata inflitta, per i medesimi fatti, una sanzione amministrativa definitiva di natura penale ai sensi del citato articolo 50, purché siffatta normativa sia volta ad un obiettivo di interesse generale tale da giustificare un simile cumulo di procedimenti e di sanzioni, vale a dire la lotta ai reati in materia di imposta sul valore aggiunto, fermo restando che detti procedimenti e dette sanzioni devono avere scopi complementari; contenga norme che garantiscano una coordinazione che limiti a quanto strettamente necessario l’onere supplementare che risulta, per gli interessati, da un cumulo di procedimenti; preveda norme che consentano di garantire che la severità del complesso delle sanzioni imposte sia limitata a quanto strettamente necessario rispetto alla gravità del reato di cui si tratti. Spetta al giudice nazionale accertare, tenuto conto del complesso delle circostanze del procedimento principale, che l’onere risultante concretamente per l’interessato dall’applicazione della normativa nazionale in discussione nel procedimento principale e dal cumulo dei procedimenti e delle sanzioni che la medesima autorizza non sia eccessivo rispetto alla gravità del reato commesso”.

apparsa legittima con riferimento agli illeciti tributari, la stessa è stata ritenuta ingiustificata nell'ipotesi della manipolazione del mercato.

Sul punto, la pronuncia *Garlsson real estate* ha osservato che la normativa interna in tema di abusi di mercato, pur garantendo, attraverso l'art. 187 *decies* t.u.f., un coordinamento tra l'autorità giudiziaria e la Consob, idoneo a ridurre gli oneri derivanti dal cumulo procedimentale, viola il divieto il *bis in idem* laddove consente la prosecuzione del procedimento amministrativo a seguito dell'intervento, in relazione al medesimo fatto illecito, di una pronuncia penale di condanna. Nello specifico, la Corte ha chiarito come l'avvio o la prosecuzione del giudizio amministrativo debbano ritenersi eccessivi rispetto a quanto è strettamente necessario per il conseguimento delle finalità perseguite dalla disciplina interna ogniqualvolta "la condanna penale pronunciata in via definitiva, tenuto conto del danno causato alla società dal reato commesso, sia idonea a reprimere tale reato in maniera efficace, proporzionata e dissuasiva, circostanza che spetta al giudice del rinvio verificare".

Tanto chiarito, la Corte ha ravvisato l'illegittimità del doppio binario sanzionatorio previsto in materia di manipolazione del mercato anche sotto il profilo della proporzionalità della risposta sanzionatoria. A tale riguardo, i giudici di Lussemburgo hanno ritenuto invero insufficiente il disposto dell'art. 187 *terdecies* t.u.f., che, nella formulazione vigente al tempo della pronuncia, si occupava solo di limitare l'esazione della multa alla parte eccedente la sanzione amministrativa pecuniaria inflitta, non regolando l'ipotesi di cumulo della sanzione amministrativa e della pena detentiva e così "non garantendo che la severità dell'insieme delle sanzioni inflitte sia limitata a quanto strettamente necessario rispetto alla gravità del reato in questione".

Sulla scorta di tali considerazioni, la Corte ha affermato la contrarietà all'art. 50 CDFUE della disciplina 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, proporzionata e dissuasiva".

Per quanto riguarda la seconda questione sollevata nel rinvio pregiudiziale, relativa alla possibilità, per il giudice di merito, di fare applicazione diretta dell'art. 50 al fine di porre

rimedio ai riscontrati profili di illegittimità della normativa interna, la Corte ha ammesso tale evenienza, osservando come l'art. 50 sia una disposizione di carattere preciso e incondizionato e, dunque, suscettibile di applicazione diretta negli ordinamenti degli Stati membri. Ne deriva l'obbligo, per il giudice o l'autorità amministrativa procedente, di dare piena attuazione al *ne bis in idem* europeo archiviando il procedimento pendente laddove la condanna, precedentemente intervenuta in ordine al fatto oggetto di giudizio, appaia già idonea a remunerare l'offesa arrecata per mezzo della condotta illecita.

4.2.2. La pronuncia Di Puma-Zecca.

Prima di esaminare le criticità insite nell'orientamento espresso dalla Corte europea nelle pronunce richiamate, occorre analizzare, per completezza, la decisione resa nel caso Di Puma-Zecca²⁸², dove le peculiarità della vicenda sottoposta a giudizio hanno fatto sì che il tema del *ne bis in idem* assumesse un rilievo più marginale rispetto al problema della compatibilità, con il diritto sovranazionale, delle norme interne dirette a stabilire l'autorità di giudicato della sentenza penale definitiva nei giudizi diretti all'applicazione di sanzioni amministrative.

Come si è avuto modo di anticipare, la Corte di Cassazione, nel caso di specie, si è trovata a decidere dell'opposizione proposta avverso il provvedimento applicativo di sanzioni amministrative, adottato dalla Consob in relazione a un'ipotesi di *insider trading* per la quale i ricorrenti erano già stati dichiarati assolti con sentenza penale definitiva, dichiarativa dell'insussistenza del fatto. L'intervento di una pronuncia assolutoria avrebbe consentito al giudice rimettente di risolvere il problema della pendenza del procedimento di opposizione alla sanzione amministrativa mediante il ricorso all'art. 654 c.p.p., che riconosce autorità di cosa giudicata alla sentenza penale dibattimentale nel giudizio civile o amministrativo concernente i medesimi fatti oggetto di giudizio in sede penale. Invero, il ricorso alla norma indicata avrebbe consentito, nell'ipotesi in esame, di ovviare al problema del rispetto del *ne bis in idem*, stante l'impossibilità, per il giudice civile, di operare una ricostruzione dei fatti diversa da quella accertata in sede penale e il conseguente obbligo di definire il procedimento con una sentenza di accoglimento dell'opposizione alla sanzione amministrativa irrogata.

La Corte di Cassazione, tuttavia, si è chiesta se la l'art. 14, par. 1, della direttiva n. 6/2003, che impone di prevedere sanzioni amministrative efficaci, proporzionate e dissuasive in

²⁸² Corte di Giustizia, Grande Sezione, 20 marzo 2018 - 596/16 e C-597/16, Di Puma e Zecca.

relazione alle condotte di abuso di informazioni privilegiate, impedisca di riconoscere autorità di cosa giudicata alla sentenza penale di assoluzione e determini pertanto la possibilità di definire il giudizio di opposizione alla sanzione amministrativa con una pronuncia di rigetto²⁸³.

Così delineato il problema, la Corte europea ha fornito sul punto risposta negativa, osservando come la necessità di prevedere sanzioni amministrative dissuasive ed efficaci in relazione alle condotte integranti abuso di mercato non escluda che nel giudizio volto all'applicazione di dette misure debbano risultare provati tutti gli elementi costitutivi dell'illecito. Ne consegue che, nelle ipotesi in cui il giudice penale, all'esito del contraddittorio dibattimentale, abbia accertato l'insussistenza del fatto di reato, non può ritenersi illegittima una limitazione, normativamente prevista, della capacità di valutazione del giudice davanti al quale penda il procedimento di opposizione alla sanzione amministrativa; tanto più che, ha osservato la Corte, in virtù di quanto previsto dall'art. 187 *decies* t.u.f., il materiale istruttorio di cui dispone il giudice penale - che è il medesimo di cui dispone la Consob - è utilizzabile in sede civile²⁸⁴.

La soluzione indicata appare confortata, nell'opinione della Corte, dalla considerazione del fatto che la prosecuzione del giudizio civile o amministrativo, all'esito della definizione di quello penale con pronuncia assolutoria, risulterebbe certamente ultronea rispetto all'esigenza di tutela degli interessi perseguiti dalla normativa in materia di *market abuse*, sicché difetterebbe, nella fattispecie in analisi, la necessità della duplicazione sanzionatoria, condizione essenziale ad affermare l'ammissibilità di una compressione del divieto di *bis in idem*²⁸⁵.

Alla luce delle considerazioni esposte, la Corte ha affermato, in conclusione, come l'art. 14 della direttiva n. 6/2003, letto alla luce dell'art. 50 CDFUE, non osti ad una normativa in forza della quale il procedimento diretto all'applicazione di una sanzione formalmente amministrativa ma sostanzialmente penale non possa proseguire a seguito della definizione con

²⁸³ La Corte di Cassazione, ha chiesto in particolare alla Corte “*se l'articolo 50 della [Carta] vada interpretato nel senso che in presenza di un accertamento definitivo dell'insussistenza della condotta che ha integrato l'illecito penale sia precluso, senza necessità di procedere ad alcun ulteriore apprezzamento da parte del giudice nazionale, l'avvio o la prosecuzione per gli stessi fatti di un ulteriore procedimento che sia finalizzato all'irrogazione di sanzioni che per la loro natura e gravità siano da qualificarsi penali*”. Tuttavia, come affermato dalla Corte di Giustizia nel par. 24, l'interrogativo cui occorre effettivamente offrire una risposta concerne la compatibilità tra l'art. 654 c.p.p. e l'art. 14 della direttiva n. 6 del 2003.

²⁸⁴ Corte di Giustizia, 20 marzo 2018, C- 596/16 e C-597/16, Di Puma e Zecca, par. 26-36.

²⁸⁵ Corte di Giustizia, 20 marzo 2018, C- 596/16 e C-597/16, Di Puma e Zecca, par. 37-45.

una pronuncia di assoluzione del procedimento penale intentato in relazione al medesimo fatto²⁸⁶.

4.3. Osservazioni critiche.

Ponendo da parte le pronunce Menci e Di Puma-Zecca - non utili, alla luce delle peculiarità delle fattispecie esaminate, ai fini dell'analisi in oggetto - e concentrando l'attenzione sulla decisione resa nel caso *Garlsson real estate*, deve osservarsi come le conclusioni raggiunte dalla Corte di Giustizia, espresse in riferimento ad un'ipotesi di manipolazione di mercato ma valide, alla luce della specularità della normativa, anche per il reato di *insider trading*, destino più di una perplessità.

Su un piano generale, i criteri individuati dalla Corte per accertare la legittimità della compressione del *ne bis in idem* operata dal sistema del doppio binario si espongono a censure simili a quelle avanzate in riferimento alla posizione assunta dalla giurisprudenza di Strasburgo a partire dalla pronuncia *A e B c. Norvegia*. Si ripropongono invero, anche in riferimento all'orientamento accolto dalla Corte europea, le indicate criticità inerenti alla violazione del principio di legalità e dei suoi corollari della certezza del diritto e della prevedibilità delle conseguenze della condotta illecita.

Procedendo più nel dettaglio nell'analisi dell'indirizzo accolto dalla Corte, occorre osservare anzitutto come non appaia condivisibile l'affermazione secondo cui il doppio binario sanzionatorio rappresenta una conseguenza prevedibile della condotta illecita, attesa la sua previsione legislativa. Il rilievo attribuito all'effettivo spiegarsi dei procedimenti sanzionatori nel caso concreto, che nella giurisprudenza di Strasburgo si appoggia su dati concernenti la loro celerità e il coordinamento tra le autorità procedenti e nell'approdo della Corte europea si rimette a una valutazione del giudice del merito, chiamato ad affermare quando la celebrazione di un secondo giudizio può dirsi congrua e necessaria rispetto alla concreta entità del fatto illecito, svuota di fatto il contenuto della garanzia, impedendo all'individuo di prevedere, al tempo della commissione della condotta, se non in maniera del tutto generica e potenziale, in quale sede la stessa verrà giudicata e a quali misure sarà assoggettata.

Sotto un secondo profilo, appare tautologica l'affermazione in merito alla legittimità degli scopi perseguiti dal doppio binario sanzionatorio previsto dal testo unico finanziario, che non

²⁸⁶ Corte di Giustizia, 20 marzo 2018, C- 596/16 e C-597/16, Di Puma e Zecca, par. 46.

giunge all'esito di un'indagine - quale quella svolta dall'Avvocato generale - volta ad accertare l'effettiva necessità della duplicazione procedimentale a salvaguardare l'efficacia della normativa in materia di abusi di mercato, ma si traduce nella mera enunciazione delle finalità perseguite dalla disciplina.

Nemmeno l'indicata natura complementare delle misure penali e amministrative, ravvisata alla luce della loro diversa finalità e, conseguentemente, del loro incidere su aspetti diversi della medesima condotta, può dirsi sussistente, non potendo dubitarsi né della natura afflittiva delle sanzioni amministrative previste dal testo unico della finanza - specialmente a seguito della riforma introdotta con d.lgs. 107/2018, che ne ha determinato l'aggravamento -, né della sostanziale sovrapposizione dei profili della condotta censurati all'interno delle fattispecie penali e amministrative di *insider trading* e manipolazione del mercato.

Vago è risultato altresì il criterio del coordinamento tra le autorità procedenti, la cui soddisfazione sarebbe garantita, in materia di abusi di mercato, dall'art. 187 *decies* t.u.f. Se sul piano delle affermazioni di principio l'approdo del giudice europeo pare compiere un passo avanti rispetto a quanto affermato dalla Corte Edu - stante l'accento posto sulla necessità che detta cooperazione procedimentale sia prevista sul piano normativo -, lo stesso, nella sostanza, presenta le medesime aporie dell'orientamento accolto dai giudici di Strasburgo, affidando al giudice del caso concreto il compito di accertare l'idoneità del giudizio già concluso a contrastare la condotta illecita e a stabilire dunque - non è chiaro sulla base di quali criteri - la natura ultronea del procedimento pendente dinanzi a lui.

Si noti altresì, in relazione a tale profilo, come non sia chiaro nemmeno quale autorità sarebbe chiamata a svolgere tale giudizio. Da escludersi, anzitutto, è che detta valutazione possa essere svolta dal giudice penale; al netto di considerazioni riguardanti la difficoltà di ravvisare una natura sufficientemente afflittiva nelle misure applicate in sede amministrativa, una simile soluzione confliggerebbe invero con il principio dell'obbligatorietà dell'azione penale. Ugualmente problematica appare peraltro la soluzione opposta, non essendo chiaro come l'autorità amministrativa - o il giudice civile che si trovi a decidere sull'opposizione avverso il provvedimento amministrativo - debba ravvisare la bastevolezza della sanzione inflitta in sede penale, ferma restando l'inammissibilità, alla luce del principio di legalità, di una disciplina che ancori l'estrinsecarsi del sistema punitivo a valutazioni aperte alla mutevolezza del caso concreto. Non conforta, sul punto, la tesi secondo cui la pronuncia Garlsson autorizzerebbe a

ritenere integrata la violazione del *ne bis in idem* ogniqualvolta il procedimento amministrativo venga intentato o si trovi a proseguire a seguito di una decisione penale; una simile posizione determinerebbe invero la tacita abrogazione delle fattispecie amministrative previste in relazione a condotte integranti illeciti penali, con palese violazione del principio di legalità.

Per finire, l'accento posto sull'esigenza che sia garantita una proporzionalità della risposta sanzionatoria - ritenuta insussistente nell'ipotesi della manipolazione del mercato - pare del tutto ultroneo rispetto alla natura e alla portata del principio del *ne bis in idem*. Il divieto di un secondo giudizio tocca invero solo in via indiretta il problema dell'adeguatezza della pena seguente alla duplicazione sanzionatoria, mirando invero ad impedire, a monte, la sottoposizione del singolo a un duplice procedimento a fronte della commissione di un unico fatto. Come è stato osservato da alcuni commenti, il rilievo attribuito alla proporzionalità della risposta sanzionatoria confonde il principio del *ne bis in idem* con una garanzia distinta, che è quella legata all'adeguatezza del trattamento sanzionatorio, prevista da un'autonoma disposizione della Convenzione, l'art. 49 co. 3, e il cui rispetto non può valere ad escludere, di per sé, la violazione del presidio procedimentale²⁸⁷.

5. L'applicazione dei principi europei nella giurisprudenza interna.

Le aporie riscontrate nell'orientamento fatto proprio dai giudici di Lussemburgo si ripropongono nella pronuncia con cui la Corte di Cassazione ha dato recentemente applicazione ai principi individuati in sede sovranazionale²⁸⁸.

Nel caso in analisi la Suprema Corte si trovava a decidere del ricorso proposto avverso la pronuncia con cui la Corte d'appello di Milano aveva confermato la sentenza di condanna degli imputati per il reato di manipolazione del mercato. In uno dei motivi di impugnazione proposti, uno dei ricorrenti lamentava di essere già stato assoggettato, per la medesima condotta contestata in sede penale, alle sanzioni amministrative di cui agli artt. 187 *ter* e 187 *quater* t.u.f., applicate all'esito di procedimento conclusosi con decisione definitiva. Alla luce di tale circostanza, l'imputato deduceva la violazione del principio del *ne bis in idem*, invocando quanto statuito dalla Corte europea nella pronuncia *Garlsson* in merito all'illegittimità di una normativa che consenta la prosecuzione di un procedimento amministrativo a fronte di una

²⁸⁷ In senso conforme, sul punto, RECCHIA, *op. cit.*

²⁸⁸ Cass., Sez. V, sent. 16 luglio 2018, n. 45829.

condotta già assoggettata, in sede penale, a sanzioni da sole già sufficientemente efficaci, proporzionate e dissuasive.

Così chiarita la doglianza, la Suprema Corte si è occupata anzitutto di ripercorrere le tappe evolutive dell'interpretazione sovranazionale del *ne bis in idem*, esaminando sia il *revirement* della giurisprudenza di Strasburgo all'indomani della pronuncia Grande Stevens, sia i recenti approdi della Corte europea sull'interpretazione dall'art. 50 della Carta di Nizza. Con particolare riferimento alla pronuncia Garlsson, richiamata da parte ricorrente, la Corte ha osservato come la rinnovata lettura del *ne bis in idem* offerta in ambito europeo, che nell'accostarsi a quella patrocinata dalla pronuncia A e B c. Norvegia ancora la questione della legittimità del doppio binario a valutazioni inerenti all'adeguatezza e alla proporzionalità dell'onere imposto al privato per effetto della duplicazione sanzionatoria, abbia avuto l'effetto di “muta[re] profondamente la natura del *ne bis in idem* convenzionale, che varia da principio eminentemente processuale del divieto del doppio processo, ancor prima che della doppia sanzione sostanzialmente penale, a garanzia di tipo sostanziale”²⁸⁹.

Lungi dal prendere le distanze da tale approdo, la Corte di Cassazione si è preoccupata di specificare i principi enunciati in sede europea, precisando come detta valutazione di proporzionalità debba essere svolta, dal giudice interno, sulla scorta dei criteri di commisurazione della pena di cui all'art. 133 c.p., in applicazione dei quali “spetta al giudice nazionale il compito di verificare la proporzionalità delle sanzioni complessivamente irrogate con riguardo a tutte le circostanze della fattispecie concreta oggetto del giudizio”²⁹⁰.

La declinazione dei principi enunciati nella vicenda sottoposta a giudizio ha indotto il Collegio ad esaminare l'entità e la qualità delle sanzioni applicate ai ricorrenti in sede penale e amministrativa, ritenute, nel caso specifico, coerenti con l'esigenza di complessiva proporzionalità della risposta punitiva, la cui severità è stata ritenuta - pur nel cumulo di sanzioni penali e amministrative, censurato dalla Corte europea - limitata a quanto strettamente necessario alla luce della gravità del reato.

Così descritta la posizione assunta dalla Suprema Corte, non può non osservarsi come la pronuncia esaminata evidenzi le criticità già riscontrate nella lettura del *ne bis in idem* patrocinata in sede sovranazionale. Invero, la stessa Suprema Corte ha osservato come le recenti

²⁸⁹ Punto 3.3.4.b. della pronuncia.

²⁹⁰ Punto 5.3.

pronunce della Corte europea abbiano avuto l'effetto di mutare la portata della garanzia del *ne bis in idem*, trasformando il principio da garanzia di natura procedimentale a baluardo di tipo sostanziale a tutela della generale congruità del trattamento sanzionatorio. Ebbene, contrariamente a quanto affermato dalla Corte, tale accezione sostanziale della regola non appare ammissibile, non solo perché si pone in antitesi con la natura procedimentale del divieto di doppio giudizio, ma anche perché, nel tentare di dare attuazione alla garanzia indicata attraverso l'impiego di strumenti votati a tutt'altro scopo, conduce ad esiti interpretativi connotati da un'inaccettabile incertezza.

Deve invero censurarsi il ricorso, da parte della Corte, ai criteri di cui all'art. 133 c.p., che il giudice del caso concreto dovrebbe applicare al fine di individuare l'eventuale sproporzione, contraria al canone del *ne bis in idem*, insita nella risposta punitiva inflitta in forza del doppio binario. Non può invero non notarsi come la prospettiva in esame determini uno snaturamento della disposizione indicata, che da previsione diretta a orientare la dosimetria della pena, allo scopo di evitare esiti discrezionali nell'individuazione della misura afflittiva all'interno della cornice edittale, diviene strumento idoneo a determinare, nelle ipotesi di ravvisata violazione del *ne bis in idem*, l'archiviazione del procedimento pendente in ordine a un fatto già oggetto di precedente giudizio, con conseguente disapplicazione della fattispecie normativa che prevede la misura ritenuta eccessiva rispetto all'individuata gravità dell'illecito. In tal modo, l'argomentare della Corte giunge a consentire la sostituzione dell'organo giudicante al legislatore, attribuendo allo stesso il compito di determinare il concreto atteggiarsi della risposta punitiva nel caso di specie in aperta violazione dei principi di legalità e di certezza del diritto²⁹¹.

Le criticità esposte emergono anche dalla lettura di una pronuncia successiva a quella richiamata con cui la Corte di Cassazione ha fatto applicazione dei principi esposti in sede europea²⁹². Nel delineare il nuovo statuto del *ne bis in idem*, incentrato sull'esigenza di proporzionalità del trattamento sanzionatorio del fatto illecito, la Corte ha individuato i criteri che il giudice deve impiegare al fine di garantire l'adequazione della risposta punitiva nel caso

²⁹¹A riprova dell'incertezza degli esiti applicativi dei principi indicati sta la circostanza che l'esaminata decisione dalla Cassazione, che sul piano delle affermazioni di principio mostra di fare applicazione delle coordinate ermeneutiche offerte dalla pronuncia *Garlsson real estate*, giunge in concreto ad un esito contrastante con l'approdo della Corte europea, che aveva censurato il cumulo di misure penali e amministrative in relazione al medesimo fatto laddove le prime siano già da sole sufficienti a remunerare la gravità dell'illecito. Sul punto MUCCIARELLI, *Illecito penale, illecito amministrativo e ne bis in idem: la Corte di Cassazione e i criteri di stretta connessione e di proporzionalità*, in www.penalecontemporaneo.it, 2018.

²⁹²Cass., Sez. V, sent. 21 settembre 2018, n. 49869.

concreto. Nello specifico, la Corte ha chiarito che, nell'ipotesi in cui a divenire irrevocabile per prima sia la misura penale, la sanzione amministrativa deve essere applicata tenendo conto della decisione raggiunta in sede giudiziale (come, del resto, induce a ritenere la nuova formulazione dell'art. 187 *terdecies* t.u.f.). Nel diverso caso in cui a divenire definitiva per prima sia la misura amministrativa, l'applicazione della sanzione penale deve venire meno nei casi (eccezionali) in cui la sanzione amministrativa sia da sola idonea a remunerare la gravità del fatto commesso; nelle ipotesi – più frequenti – in cui la sanzione dell'autorità di vigilanza riflette solo in parte il disvalore dell'illecito, al giudice è invece consentito disapplicare la norma penale nel minimo edittale, irrogando - fermi i limiti di cui all'art. 23 c.p. - la quantità di pena ritenuta necessaria ad adeguare la risposta sanzionatoria al caso di specie.

Tale regola ha trovato applicazione in una recente pronuncia del Tribunale di Milano²⁹³ con cui il Collegio, decidendo su un caso di manipolazione del mercato, in relazione al quale agli imputati erano state già applicate in via definitiva le sanzioni amministrative previste dal t.u.f., ha irrogato la sanzione penale solo nella misura ritenuta necessaria a delineare una risposta punitiva proporzionata al fatto. Più in particolare, individuata come adeguata al caso di specie la multa di 40.000 euro, la Corte ha deciso, in primo luogo, di non applicare alcuna pena pecuniaria, stante la previa inflizione, in sede amministrativa, di una sanzione pari a 100.000 euro; in secondo luogo, il Tribunale ha disapplicato l'art. 185 t.u.f. nel minimo edittale, condannando gli imputati ad una pena detentiva risultante dalla sottrazione, al minimo legale di anni due di reclusione, di mesi otto di reclusione, frazione temporale ottenuta attraverso la conversione, ai sensi dell'art. 135 c.p., dell'ammontare di sanzione amministrativa ritenuto eccessivo rispetto al disvalore del fatto (in questo caso corrispondente ad euro 60.000). E' alla luce di tale ultima decisione che emergono con forza le criticità di un orientamento che, nel tentare di adeguare l'ordinamento interno ai dettami resi in sede sovranazionale, confligge con i principi di eguaglianza e legalità della pena, demandando al giudice penale la possibilità di modulare, anche al di fuori della forbice edittale, la risposta punitiva al caso oggetto di giudizio.

È noto come l'evoluzione dell'interpretazione giurisprudenziale del *ne bis in idem*, avviatasi a seguito della considerazione delle difficili implicazioni applicative delle conclusioni rigorose raggiunte dalla pronuncia Grande Stevens, abbia inteso individuare un "giusto

²⁹³ Trib. Milano, 15 novembre 2018, n. 14767.

contemperamento di interessi tra le esigenze repressive dello Stato nazionale verso fatti illeciti di notevole disvalore sociale e le garanzie individuali²⁹⁴.

L'analisi delle criticità connotanti gli approdi ermeneutici raggiunti in sede sovranazionale e le loro applicazioni sul piano dell'ordinamento interno rendono peraltro evidente come la soluzione al nodo del *ne bis in idem* non possa ricercarsi sul piano interpretativo, ma richieda un intervento legislativo *ad hoc*, volto al definitivo superamento del regime del doppio binario attraverso una differenziazione, sul piano generale e astratto, delle fattispecie espressive di diverso disvalore. Sul punto, come noto, perdura da tempo l'inerzia del parlamento, che non solo non ha recepito la direttiva n. 57/2014, contenente indicazioni specifiche dirette a garantire la compatibilità tra la normativa nazionale in materia di abusi di mercato e il divieto di doppio giudizio ma, anche nel dare attuazione al regolamento n. 596/2014 con l'emanazione del d.lgs. n. 107/2018, ha ommesso di intervenire sui profili di criticità segnalati, riproponendo la fattispecie amministrativa di *insider trading* in termini pressoché sovrapponibili a quelli di cui alla disciplina previgente e accentuando il conflitto con le fonti sovranazionali attraverso un ulteriore aggravio del trattamento sanzionatorio.

6. Prospettive *de iure condendo* per il superamento del regime del doppio binario.

Si è avuto modo di osservare come il legislatore interno sia rimasto a lungo inerte dinanzi all'obbligo di adeguare la normativa interna alla direttiva n. 57/2014 e al regolamento n. 596/2014, lasciando decorrere il termine stabilito per il recepimento degli strumenti europei. Con il d.lgs. 10 agosto 2018, n. 107, attuativo della legge di delegazione europea n. 163/2017, è stata data applicazione interna al regolamento 596/2014 con un intervento incidente - principalmente - sulla disciplina amministrativa dell'illecito di *insider trading*; la riforma non è peraltro valsa a sanare i profili di illegittimità convenzionale della normativa interna, avendo ommesso di ridefinire la fattispecie amministrativa in modo utile a differenziarla dalla corrispondente fattispecie penale e avendo destinato le ulteriori previsioni all'aggravio del trattamento sanzionatorio, oltre che alla rimodulazione del meccanismo compensativo di cui all'art. 187 *terdecies*, di per sé insufficiente a garantire la compatibilità della disciplina con il divieto di doppio giudizio.

²⁹⁴ Cass., Sez. V, sent. 16 luglio 2018, n. 45829.

Nello specifico, si è avuto modo di anticipare come l'attuale art. 187 *bis* t.u.f. individui la fattispecie amministrativa di abuso di informazioni privilegiate attraverso il rinvio all'art. 14 del regolamento n. 596/2014 - che prevede le condotte di *trading*, *tipping* e *tuyautage* orientate dal possesso di notizie riservate -, così riproponendo la sovrapposizione delle condotte rilevanti in sede amministrativa con quelle tipizzate sul piano penale²⁹⁵. Una ridefinizione dell'ambito applicativo della disposizione amministrativa non avviene nemmeno attraverso una circoscrizione della categoria dei soggetti attivi, che, delineata dall'impiego del termine "chiunque", conserva la valenza onnicomprensiva che le era propria nel sistema previgente.

Se le modifiche descritte non sono valse a sanare il conflitto esistente tra la normativa di cui al testo unico della finanza e il canone del *ne bis in idem* - che sembra anzi accentuarsi alla luce dell'aggravio sanzionatorio derivante dalla modifica dell'art. 187 *quater* t.u.f.²⁹⁶ -, non appare risolutiva a tal fine nemmeno la riforma del meccanismo compensativo di cui all'art. 187 *terdecies* t.u.f. Nella formulazione attuale, la norma prevede, alla lettera a), che l'autorità giudiziaria e la Consob tengano conto, al momento dell'applicazioni delle sanzioni penali o amministrative, delle misure punitive già irrogate, estendendo, alla lettera b), il meccanismo equilibratore previsto per l'irrogazione delle sanzioni pecuniarie anche all'ipotesi in cui ad applicare la misura sia l'autorità di vigilanza. Nell'ampliare l'ambito operativo della norma, la riforma ha fatto applicazione delle indicazioni contenute, sul punto, dalla legge delega n. 163/2017²⁹⁷ e, in qualche modo, sembra tenere conto dei rilievi operati dalla Corte di

²⁹⁵ La norma, rubricata "divieto di abuso di informazioni privilegiate e di comunicazione illecita di informazioni privilegiate", afferma invero che non è consentito: a) abusare o tentare di abusare di informazioni privilegiate; b) raccomandare ad altri di abusare di informazioni privilegiate o indurre altri ad abusare di informazioni privilegiate; oppure c) comunicare in modo illecito informazioni privilegiate.

²⁹⁶ Nella nuova formulazione, l'art. 187 *quater* t.u.f. prevede invero un'ampia gamma di misure interdittive dalla natura spiccatamente afflittiva, quali l'interdizione temporanea dallo svolgimento di funzioni di amministrazione, direzione e controllo presso soggetti autorizzati; l'interdizione temporanea dallo svolgimento di funzioni di amministrazione, direzione e controllo di società quotate e di società appartenenti al medesimo gruppo di società quotate; la sospensione dal Registro del revisore legale, della società di revisione legale o del responsabile dell'incarico; la sospensione dall'albo di cui all'articolo 31, comma 4, per i consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede; la perdita temporanea dei requisiti di onorabilità per i partecipanti al capitale dei soggetti indicati alla lettera a) della norma. Al co. 2-bis, l'art. 187 *quater* prevede inoltre che quando l'autore dell'illecito ha già commesso, due o più volte negli ultimi dieci anni, uno dei reati previsti nel Capo II ovvero una violazione, con dolo o colpa grave, delle disposizioni previste dagli articoli 187-bis e 187-ter, si applica la sanzione amministrativa accessoria dell'interdizione permanente dallo svolgimento delle funzioni di amministrazione, direzione e controllo all'interno dei soggetti indicati nel comma 1, lettere a) e b), nel caso in cui al medesimo soggetto sia stata già applicata l'interdizione per un periodo complessivo non inferiore a cinque anni.

²⁹⁷ L'art. 8, co. 3, lett. f) della legge imponeva invero di rivedere l'articolo 187-*terdecies* del d.lgs. 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

Lussemburgo sulla necessità di assicurare la proporzionalità delle misure punitive inflitte. L'insufficienza di un simile intervento a garantire la legittimità convenzionale del doppio binario sanzionatorio domestico emerge peraltro, prima ancora che dalla vaghezza della formulazione della norma, che alla lettera a) non chiarisce quali misure punitive siano destinate ad essere incluse nella valutazione compensativa e con quali criteri la stessa debba essere svolta, dall'insistere su un profilo, quale è quello della commisurazione della sanzione, di cui è stata già segnalata l'estraneità rispetto al contenuto precettivo del *ne bis in idem*, garanzia destinata ad operare sul piano procedimentale.

Appare pertanto evidente, alla luce dei predetti rilievi, come il problema dell'osservanza del divieto sovranazionale di un doppio giudizio nell'ordinamento interno sia ancora aperto e richieda sul punto un intervento del legislatore volto a differenziare, con caratteri di certezza e definitività, gli ambiti di operatività delle fattispecie penali e amministrative in tema di abusi di mercato.

La soluzione prospettata appare compatibile con le indicazioni rese in ambito sovranazionale. Il *corpus* normativo introdotto dalla direttiva n. 57 e dal regolamento n. 596 del 2014 non impone invero un doppio binario sanzionatorio in relazione alle condotte integranti abusi di mercato, ma delinea un sistema integrato di misure amministrative e penali destinato ad operare secondo un criterio di progressione criminosa, che confina l'obbligo di criminalizzazione alle condotte illecite gravi e commesse con dolo²⁹⁸.

Particolare rilievo assume sul punto il considerando n. 23 della direttiva, secondo cui "nell'applicare la normativa nazionale di recepimento della presente direttiva, gli Stati membri dovrebbero garantire che l'irrogazione di sanzioni penali per i reati ai sensi della presente direttiva e di sanzioni amministrative ai sensi del regolamento (UE) n. 596/2014 non violi il principio del *ne bis in idem*". A tale previsione si accosta il considerando n. 25, a norma del quale "la presente direttiva rispetta i diritti fondamentali e osserva i principi sanciti nella Carta dei diritti fondamentali dell'Unione", tra i quali viene richiamato il principio del *ne bis in idem* di cui all'art. 50²⁹⁹.

sanzioni, penali o amministrative, aventi la medesima natura, sia limitata alla parte eccedente a quella già eseguita o scontata.

²⁹⁸ Assume rilievo, sul punto, il considerando n. 10 della direttiva n. 57/2014.

²⁹⁹ Rilevante a tale riguardo è anche il considerando n. 22 della direttiva, secondo cui "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

Sul piano delle concrete modalità di applicazione della sanzione penale, il considerando n. 11 della direttiva individua alcuni criteri, di natura oggettiva e soggettiva, utili all'individuazione delle condotte "gravi" soggette all'obbligo di criminalizzazione. Tra gli elementi di natura oggettiva la direttiva contempla, nello specifico, l'entità dell'impatto determinato dalla condotta abusiva sull'integrità del mercato, il profitto, effettivo o potenziale, ritratto o la perdita evitata per effetto dell'illecito, la misura del danno cagionato al mercato e il valore complessivo degli strumenti finanziari negoziati. Tra gli indici di natura soggettiva, vengono valorizzati la commissione del fatto nell'ambito di un'organizzazione criminale e la presenza di precedenti di tipo specifico a carico del soggetto agente. Nel delineare gli elementi da valutare per accertare la gravità dei fatti di manipolazione, il considerando n. 12 della direttiva prevede altresì, sul piano delle modalità della condotta illecita, l'ammontare dei fondi utilizzati e, sotto il profilo delle qualità personali dell'agente, la qualifica rivestita dallo stesso e, in particolare, la titolarità di un rapporto di impiego nel settore finanziario ovvero presso un'autorità di vigilanza o di regolamentazione.

I criteri indicati hanno trovato considerazione all'interno della legge di delegazione europea n. 114/2015, che alle lettere i) ed l) impone la previsione di sanzioni penali in relazione alle condotte dolose gravi di abuso di mercato, prescrivendone l'individuazione sulla scorta degli elementi indicati alla direttiva n. 57/2014, tra i quali trova speciale considerazione la qualificazione soggettiva dei trasgressori, "come nel caso in cui essi siano esponenti aziendali degli emittenti, ovvero esponenti di autorità di vigilanza o di governo, ovvero persone coinvolte in organizzazioni criminali ovvero persone che abbiano già commesso in passato lo stesso tipo di illecito di abuso di mercato".

In dottrina è stato evidenziato come gli indici di gravità previsti in sede sovranazionale non siano scevri da criticità, presentandosi sovente vaghi e di difficile determinazione.

amministrative e altre misure per le violazioni previste nel regolamento (UE) n. 596/2014, salvo che gli Stati membri non abbiano deciso, conformemente al regolamento (UE) n. 596/2014, di prevedere per tali violazioni unicamente sanzioni penali nel loro ordinamento nazionale". In ultimo, si noti come il regime del doppio binario non sia imposto nemmeno dal regolamento n. 596/2014, che al considerando n. 72 prevede che "anche se nulla osta a che gli Stati membri stabiliscano regole per sanzioni amministrative oltre che 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 (...). Conformemente al diritto nazionale, gli Stati membri non sono tenuti a imporre sanzioni sia amministrative che penali per lo stesso reato, ma possono farlo se il loro diritto nazionale lo consente".

Di ardua interpretazione risulta, ad esempio, l'elemento dell'elevato impatto sull'integrità del mercato, criterio attinente all'intensità offensiva della condotta illecita, che meriterebbe di essere specificato attraverso, almeno, l'esplicitazione delle condizioni fondanti detta condizione di efficienza³⁰⁰.

Anche la misura del danno cagionato al mercato appare nozione di incerta identificazione, non risultando agevole l'individuazione di parametri utili a quantificare detto pregiudizio, del quale è stata affermata la valenza "più che altro simbolica"³⁰¹.

Sul punto è stato osservato che, se la nozione di danno al mercato sembra fare riferimento a un pregiudizio di tipo economico, l'elemento dell'impatto sull'integrità del mercato parrebbe riferirsi a un danno di natura non patrimoniale, attinente alla reputazione della piattaforma di investimento teatro della condotta illecita e, in definitiva, alla fiducia degli investitori nel suo corretto operare³⁰².

Poste le potenzialità distorsive dell'*insider trading*, che non si apprezzano sotto un profilo patrimoniale ma si esplicano completamente nei riguardi della fiducia del pubblico degli investitori e dei meccanismi della negoziazione finanziaria, si potrebbe tentare di dotare di maggiore specificità il parametro dell'impatto sul mercato mediante il riferimento alla variazione, effettiva o potenziale, determinata sulle quotazioni dalla notizia confidenziale sfruttata, elemento passibile di predeterminazione legislativa attraverso la previsione di

³⁰⁰ Sul punto MUCCIARELLI, *La nuova disciplina eurounitaria sul market abuse: tra obblighi di criminalizzazione e ne bis in idem*, in *www.penalecontemporaneo*, 2015 evidenzia come "il riferimento alla nozione di integrità del mercato rimanda a un universo di concetti variegati e di ardua traduzione in entità misurabili, come sarebbe necessario al cospetto di una disposizione che introduce una componente quantitativa (ancorché espressa in termini qualitativi) come a specificazione "di livello elevato", non senza dimenticare che già il termine "mercato" racchiude a propria volta una molteplicità di significato, rispetto a ciascuno dei quali la valutazione della lesione all'integrità finisce correlativamente per assumere valenze non soltanto diverse, ma anche di ben incerta riconduzione a unità". Analogamente SCOLETTA, *op. cit.*, secondo cui "in concreto, il concetto di integrità del mercato costituisce un oggetto giuridico astratto e meramente evocativo, una formula lessicale sintetica di una pluralità di valori e di interessi economici, come tale senz'altro inidonea ad attribuire all'elemento di differenziazione dell'illecito penale quel carattere di determinatezza - intesa qui soprattutto come verificabilità empirica e processuale - che può consentire di tracciare con sufficiente certezza i confini della giurisdizione penale (rispetto a quella amministrativa)".

³⁰¹ Così MUCCIARELLI, *La nuova disciplina*, *cit.* che, con riferimento all'elemento del danno arrecato al mercato, afferma come non ne appaia "agevole la trasposizione in un enunciato con capacità definitorie dai contorni precisi". Su punto SCOLETTA, *op. cit.* osserva come a riprova dell'indeterminatezza del criterio inerente la misura del danno arrecato al mercato si ponga la circostanza che la liquidazione del pregiudizio, di cui la Consob può richiedere il ristoro costituendosi parte civile nel procedimento penale intentato a fronte di fatti di *insider trading* e manipolazione del mercato, avviene, a norma dell'art. 187 *undecies* t.u.f., anche in via equitativa, "tenendo comunque conto dell'offensività del fatto, delle qualità personali del colpevole e dell'entità del prodotto o del profitto conseguito dal reato".

³⁰² Così MUCCIARELLI, *La nuova disciplina*, *cit.*

specifiche soglie quantitative, ancorate alla natura degli strumenti che vengono in rilievo. Nell'ambito in esame, vengono altresì in rilievo gli elementi concernenti l'ammontare degli strumenti negoziati, fattore anch'esso idoneo a prefigurare l'incidenza effettiva della condotta sugli equilibri di mercato, e le eventuali modalità insidiose o abusive di commissione del fatto, concernenti il momento dell'acquisto della notizia o quello dell'esecuzione dell'operazione negoziale, idonee a connotare il comportamento di un disvalore aggiuntivo rispetto a quello espresso dall'impiego di informazioni confidenziali.

Un elemento connesso a quelli menzionati, anch'esso suscettibile di quantificazione e dunque idoneo ad essere oggetto di previsione normativa, è inoltre quello del profitto ottenuto - o della perdita evitata - per mezzo della condotta illecita, fattore anch'esso espressivo del disvalore del fatto commesso. La circostanza che nella determinazione concreta del vantaggio conseguente all'illecito concorrono sovente fattori indipendenti dalla condotta posta in essere impone peraltro di non valutare l'elemento in esame in maniera autonoma quale indice di gravità della condotta, ma di esaminarlo nell'ambito di un'analisi più ampia dei profili qualificanti il fatto commesso³⁰³.

Se quelli indicati sono aspetti concernenti l'oggetto materiale del reato e, pertanto, le modalità della condotta illecita e l'evento, effettivo o potenziale, ad essa riconducibile, sotto il profilo soggettivo assume valore preminente la qualifica rivestita dall'agente, che se non può valere a sottrarre dall'ambito di operatività della disciplina penale individui estranei alla categoria degli *insider* primari - stante l'obbligo di criminalizzazione previsto dalla direttiva con riferimento alle condotte di *insider trading* secondario -, certamente può assumere rilievo ai fini di una diversa modulazione della risposta punitiva a seconda della natura, strutturale o occasionale, del vantaggio informativo sfruttato dall'autore dell'illecito.

Ancora per quanto attiene ai criteri di gravità inerenti alla persona del colpevole, appare condivisibile la valorizzazione, da parte della direttiva n. 57/2014, della commissione dell'illecito nell'ambito di un'organizzazione criminale, elemento che potrebbe trovare estensione fino all'individuazione di una figura affine a quella del *criminal insider* prevista dalla disciplina vigente, la cui condotta si connota di un disvalore aggiuntivo derivante dalle modalità illecite di acquisto dell'informazione riservata o dalle specifiche finalità perseguite attraverso l'abuso di mercato.

³⁰³ In tal senso anche SCOLETTA, *op. cit.*

Per finire, pare utile notare come la sussistenza di precedenti di tipo specifico a carico del soggetto agente, elemento affine a quello della recidiva, appaia idonea ad operare più sul piano della commisurazione della pena che su quello dell'individuazione della condotta tipica di reato, essendo fattore dimostrativo della perversità del comportamento contrario alla legge e di una maggiore pericolosità del soggetto, profili validi a configurare la condotta illecita come meritevole di una risposta sanzionatoria più afflittiva.

Appare interessante osservare, in conclusione, come gli indici di gravità menzionati siano contemplati anche all'interno di altri ordinamenti quali criteri utili ad orientare l'applicazione della sanzione penale nell'ambito degli abusi di mercato. Viene in rilievo in particolare, a tal proposito, l'ordinamento anglosassone, dove l'*insider trading* e la manipolazione del mercato, analogamente a quanto accade all'interno dell'ordinamento nazionale, costituiscono oggetto di fattispecie amministrative e penali tra cui si ravvisano plurimi profili di convergenza, previste alla sez. 118 del Financial Services and Markets Act³⁰⁴ e alle sez. 52 ss. del Criminal Justice Act, parte V³⁰⁵.

Così delineato il quadro normativo, la disciplina inglese del *market abuse* affida alla Financial Conduct Authority la scelta in ordine all'individuazione delle modalità di contrasto

³⁰⁴ Nella formulazione seguente al recepimento della direttiva n. 6/2003, la sez. 118 del FSMA, che tipizza le fattispecie amministrative di abuso di mercato, afferma: “*for the purposes of this Act, market abuse is behaviour (whether by one person alone or by two or more persons jointly or in concert) which: (a)occurs in relation to— (i)qualifying investments admitted to trading on a prescribed market, (ii)qualifying investments in respect of which a request for admission to trading on such a market has been made, or (iii)in the case of subsection (2) or (3) behaviour, investments which are related investments in relation to such qualifying investments, and (b)falls within any one or more of the types of behaviour set out in subsections (2) to (8)*”. Con specifico riferimento all'*insider trading*, la norma dispone: “(2)*The first type of behaviour is where an insider deals, or attempts to deal, in a qualifying investment or related investment on the basis of inside information relating to the investment in question; (3)The second is where an insider discloses inside information to another person otherwise than in the proper course of the exercise of his employment, profession or duties; (4)The third is where the behaviour (not falling within subsection (2) or (3))— (a)is based on information which is not generally available to those using the market but which, if available to a regular user of the market, would be, or would be likely to be, regarded by him as relevant when deciding the terms on which transactions in qualifying investments should be effected, and (b)is likely to be regarded by a regular user of the market as a failure on the part of the person concerned to observe the standard of behaviour reasonably expected of a person in his position in relation to the market.*”. Sul punto WALKER-PURVES, *op. cit.*, p. 411 ss.

³⁰⁵ La sezione 52 del CJA afferma: “*an individual who has information as an insider is guilty of insider dealing if, in the circumstances mentioned in subsection (3), he deals in securities that are price-affected securities in relation to the information. (2)An individual who has information as an insider is also guilty of insider dealing if— (a)he encourages another person to deal in securities that are (whether or not that other knows it) price-affected securities in relation to the information, knowing or having reasonable cause to believe that the dealing would take place in the circumstances mentioned in subsection (3); or (b) he discloses the information, otherwise than in the proper performance of the functions of his employment, office or profession, to another person.(3)The circumstances referred to above are that the acquisition or disposal in question occurs on a regulated market, or that the person dealing relies on a professional intermediary or is himself acting as a professional intermediary*”.

della condotta illecita e, nello specifico, la decisione di procedere in via amministrativa o di intentare un'azione penale, avendo cura di evitare che il doppio binario previsto a livello legislativo si traduca in una duplicazione sanzionatoria a carico del medesimo fatto concreto. Nell'operare le proprie determinazioni, l'autorità di vigilanza ha invero cura di chiarire che *“it is the FCA's policy not to impose a sanction for market abuse where a person is being prosecuted for market misconduct or has been finally convicted or acquitted of market misconduct (following the exhaustion of all appeal processes) in a criminal prosecution arising from substantially the same allegations. Similarly, it is the FCA's policy not to commence a prosecution for market misconduct where the FCA has brought or is seeking to bring disciplinary proceedings for market abuse arising from substantially the same allegations”*³⁰⁶, rivelando in tal modo la natura solo apparente del cumulo procedimentale e sanzionatorio previsto per gli abusi di mercato, destinato a venire meno nella prassi dell'*enforcement* della disciplina³⁰⁷.

Ebbene, tra gli elementi che l'autorità di vigilanza del Regno Unito è chiamata a valutare al fine di orientare la risposta sanzionatoria verso il presidio penale vi sono, oltre alla disponibilità di un'adeguata piattaforma probatoria idonea a sostenere l'accusa in giudizio, e alla sussistenza di un interesse pubblico a perseguire il fatto illecito³⁰⁸, anche fattori riguardanti specificamente le modalità della condotta illecita e l'entità dell'offesa arrecata per mezzo della stessa all'integrità del mercato.

In particolare, tra le circostanze menzionate al punto 12.3.2. dell'*enforcement guide* dell'Autorità compaiono, in via meramente esemplificativa, la serietà della condotta illecita, l'entità del pregiudizio eventualmente arrecato ad altri operatori di mercato, gli effetti della condotta sul mercato e, in particolare, la misura della distorsione operata sulle quotazioni e l'incidenza del fatto sulla fiducia del pubblico degli investitori³⁰⁹. Ancora sul piano materiale

³⁰⁶ Così la FCA enforcement guide, par. 12.3.4.

³⁰⁷ In tal senso D'ALESSANDRO, *Regolatori del mercato*, cit., p. 403 specifica che *“il doppio binario sanzionatorio previsto nel Regno Unito è, nei fatti, solo formale e non sostanziale, perché nel momento in cui la FCA decide di utilizzare l'arma del diritto penale, allora abbandona totalmente la via amministrativa”*.

³⁰⁸ Si veda a tale riguardo D'ALESSANDRO, *Regolatori del mercato*, cit., p. 403.

³⁰⁹ Si richiamano, in particolare, i punti 1-5 del par. 12.3.2 della *enforcement guide*, che individuano *“(1) the seriousness of the misconduct: if the misconduct is serious and prosecution is likely to result in a significant sentence, criminal prosecution may be more likely to be appropriate; (2) whether there are victims who have suffered loss as a result of the misconduct: where there are no victims a criminal prosecution is less likely to be appropriate; (3) the extent and nature of the loss suffered: where the misconduct has resulted in substantial loss and/or loss has been suffered by a substantial number of victims, criminal prosecution may be more likely to be appropriate; (4) the effect of the misconduct on the market: where the misconduct has resulted in significant*

dell'illecito, viene in rilievo l'ammontare del profitto conseguito per mezzo della condotta (ovvero l'entità della perdita evitata) e le eventuali modalità decettive o abusive di commissione del fatto³¹⁰. Sotto il profilo soggettivo, si dà invece risalto alla presenza di precedenti di natura specifica a carico dell'agente, alla probabilità che la condotta illecita si ripeta in futuro e alla circostanza che il reato sia stato commesso in gruppo, oltre alle "circostanze personali" dell'individuo³¹¹.

Nonostante la peculiarità della funzione attribuita agli indici menzionati nell'ordinamento anglosassone, dove la loro valutazione serve a guidare le decisioni che l'autorità di vigilanza è chiamata ad assumere sul piano delle selezioni delle modalità di contrasto al fatto illecito, la loro contemplazione all'interno della disciplina straniera del *market abuse* costituisce un ulteriore elemento a riprova dell'opportunità di un loro impiego nell'ordinamento interno, al fine di individuare, sul piano generale e astratto, le condotte di abuso espressive di una particolare offensività e, in quanto tali, meritevoli della sanzione più afflittiva.

Alla luce dei rilievi che precedono, pare pertanto opportuno affidare alla sanzione penale le condotte dolose di abuso di mercato che si connotino per una particolare gravità alla luce delle modalità del fatto illecito, dell'entità delle sue conseguenze, in termini di profitto ottenuto - o perdita evitata - e di potenziale distorsivo prodotto per il sistema della negoziazione di mercato, e delle indicate peculiarità inerenti alla personalità dell'agente. Nell'ambito della fattispecie penale, risulterebbe inoltre congrua la previsione di una circostanza attenuante destinata a trovare applicazione in relazione ai fatti di *insider trading* secondario, alla luce del minor disvalore espresso dalle condotte di abuso poste in essere da soggetti sprovvisti di una condizione di vantaggio informativo strutturale, sempre che l'acquisizione della notizia da parte del terzo avvenga, come accade nell'ipotesi del *criminal insider*, per mezzo di modalità illecite.

Nel quadro delineato, alla sanzione amministrativa resterebbero assegnate le condotte colpose di abuso di mercato - verosimilmente configurabili in via esclusiva quali condotte di *tipping* -, destinatarie della misura meno afflittiva alla luce di una minore riprovevolezza, e le

distortion or disruption to the market and/or has significantly damaged market confidence, a criminal prosecution may be more likely to be appropriate; (5) the extent of any profits accrued or loss avoided as a result of the misconduct".

³¹⁰ Il punto n. 11, in particolare, riporta: "whether an individual's misconduct involves dishonesty or an abuse of a position of authority or trust".

³¹¹ Vengono in rilievo, a tale riguardo, i punti 6,7,12,13.

ipotesi di abuso di informazioni che, ancorché commesse con dolo, siano espressive di un disvalore non meritevole di sanzione penale.

Da notare come un assetto così congegnato richiami, sul piano interno, i criteri di cui all'art. 131 *bis* c.p., che nell'escludere la punibilità - in concreto - di fatti di reato espressivi di particolare tenuità, alla luce delle modalità della condotta illecita e delle qualità del soggetto agente, si fa espressione di valutazioni di opportunità e proporzionalità della sanzione penale riproponibili nell'ambito che si va analizzando. Una differenziazione delle fattispecie penali e amministrative previste in materia di *market abuse*, operata sulla scorta della considerazione dell'effettiva offensività del fatto, appare invero utile non solo a garantire il rispetto nel divieto di *bis in idem* secondo i canoni di certezza e prevedibilità della pena imposti dal principio di legalità, ma anche ad assicurare un'adeguatezza della sanzione penale finora ignota al settore degli abusi di mercato.

Bibliografia

Adrian J., *Informational Inequality: How High Frequency Traders use premier Access to information to Prey on Institutional Investors*, in *Duke L. & Tech. Rev.*, 2016(14), p. 256 ss.

Alessandri A., *Attività d'impresa e responsabilità penali*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 2005, p. 542 ss.

Alessandri A. (a cura di), *Il nuovo diritto penale delle società*, Ipsoa, Milano, 2002.

Alexander R.C.H., *Insider Dealing and Money Laundering in the EU: Law and Regulation*, Ashgate Publishing, 2007.

Allegrezza S., *Art. 4 Prot. 7*, in Bartole S., Conforti B., Zagrebelski G., *Commentario breve alla Convenzione europea dei diritti dell'uomo*, 2012, p. 897 s.

Amati E., *Abusi di mercato e sistema penale*, Giappichelli, Torino, 2012.

Annunziata F., *Riflessi organizzativi della rinnovata disciplina in materia di market abuse*, in *Società*, 2016(2), p. 169 ss.

Annunziata F., *Abusi di mercato e tutela del risparmio*, Giappichelli, Torino, 2005.

Atrigna T., *Il carattere preciso dell'informazione privilegiata secondo la Corte di Giustizia UE: osservazioni alla sentenza 11 marzo 2015, seconda sezione, nella causa c-628/13*, in *Banca Borsa Tit. di Credito*, 2015(6), p. 656 ss.

Ayres I., Choi S., *Internalizing Outsider Trading*, in *Mich. L. Rev.*, 2002, p. 314 ss.

Bagby J.W., *The Evolving Controversy over Insider Trading*, in *Am. Bus. L. J.*, 1987(24), p. 571 ss.

Baiman S., Verrecchia R.E., *The Relation Among Capital Markets, Financial Disclosure, Production Efficiency, and Insider Trading*, in *Journ. Of Acc. Res.*, 1996(34), p. 1 ss.

Bainbridge S.M., *Incorporating State Law Fiduciary Duties into the Federal Insider Trading Prohibition*, in *Wash. & Lee L. Rev.*, 1995(52), p. 1189 ss.

Bainbridge S.M., *Securities Law, Insider Trading*, Foundation Press, New York, 2007.

Bainbridge S.M., *The Iconic Insider Trading Cases*, in *UCLA School of Law*, in <http://ssrn.com/abstract=1097744>.

Bainbridge S.M., *The Insider Trading Prohibition: A Legal and Economic Enigma*, in *University of Florida Law Review*, 1986(38), p. 35 ss.

Barnes P., *Stock Market Efficiency, Insider Dealing and Market Abuse*, Ashgate Publishing, Farnham, 2009.

Basile E., *Riforma del market abuse: quando la topa (parlamentare) è peggiore del buco (governativo)*, in www.penalecontemporaneo.it, 2017.

Basile E., *Una nuova occasione (mancata) per riformare il comparto penalistico degli abusi di mercato?*, in www.penalecontemporaneo.it, 2017

Basile E., *Verso la riforma della disciplina italiana del market abuse: la legge-delega per il recepimento della direttiva 57/2014/UE*, in www.lalegislazionepenale.eu, 2015.

Bebchuk L.A., Fershtman C., *Insider Trading and the Managerial Choice among Risky Projects*, in *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 1994(1), p. 1 ss.;

Beny L.N. *Insider Trading Laws and Stock Markets Around the World: An Empirical Contribution to the Theoretical Law and Economic Debate*, in *The Journal of Corporation Law*, 2007, p. 237 ss.

Bergmans B., *Inside Information and Securities Trading. A legal and economic analysis of liability in the U.S.A. and the European Community*, Graham & Trotman, London, 1991.

Bhattacharya U., Daouk H., *The World Price of Insider Trading*, in *J. of Fin.*, 2002(57), p. 75 ss.

Bodek H., *The Problem of High Frequency Trading. Collected Writings on High Frequency Trading & Stock Market Structure Reform*, CreateSpace Independent Publishing Platform, 2013.

Boudreaux D.J., *Learning to Love Insider Trading*, in *The Wall St. Journal*, 2009.

Brogaard J.A., *High Frequency Trading and its Impact on Market Quality*, 2010, working paper, in <http://ssrn.com/abstract=1641387>.

Brudney V., *Insiders, Outsiders, and Informational Advantages under the Federal Securities Laws*, in *Harvard L. Rev.*, 1979(93), p. 322 ss.

Brusegan C., *Nuove frontiere in materia di insider trading: verso una regolamentazione europea omogenea?*, in *Archivio Penale*, 2015(1), p. 1 ss.

Caivano V., Ciccarelli S., Di Stefano G., Fratini M., Gasparri G., Giliberti M., Linciano N., Tarola I., *Il trading ad alta frequenza. Caratteristiche, effetti, questioni di policy*, in *Consob, Discussion Papers*, 2012.

Carlini V., *Piazza Affari, il flash trading pesa per il 22%*, in *IlSole240re*, 2014.

Carlton D.W., Fishel D.R., *The Regulation of Insider Trading*, in *Stanford Law Review*, 1983(35), p. 857 ss.

Carriero G., *Informazione, mercato, buona fede: il cosiddetto insider trading*, Quaderni di giurisprudenza commerciale, Milano, 1992.

Cellino M., *Al via oggi la Tobin Tax «all'italiana» sui derivati. Subito in calo i volumi scambiati*, in *www.ilsole24ore.com*, 2013.

Clarke S., *Insider dealing. Law and Practice*, Oxford University Press, 2013.

Coffee J.C., *High Frequency Trading Reform: The Short Term and the Longer Term*, 2014, in <http://clsbluesky.law.columbia.edu/2014/07/21/high-frequency-trading-reform-the-short-term-and-the-longer-term/>.

Coffee J.C., *High Frequency Trading Risks Prompt Crackdown*, 2014, in <http://www.bloomberg.com/video/is-the-need-for-speed-hurting-the-market-Z4j7LKnSQt6rJLMD5vAfGg.html>.

Colesanti J.S., “*We’ll Know It When We Can’t Her It*”: *A Call For A Non-Pornography Test Approach To Recognizing Non-Public Information*”, in *Hofstra Law Review*, 2006(53), p. 539 ss.

Confalonieri S., *I rischi di insider trading nelle fasi propedeutiche all’o.p.a.: problemi e prospettive*, in *Società*, 2016(11), p. 1272 ss.

Confalonieri S., *Ne bis in idem e reati tributari: il Tribunale di Monza solleva eccezione di legittimità costituzionale dell’art. 649 c.p.p. Quale possibile destino della questione pendente, dopo la pronuncia A e B c. Norvegia?*, in www.penalecontemporaneo.it, 2016.

Consulich F., *Il nastro di Möbius. Intelligenza artificiale e imputazione penale nelle nuove forme di abuso del mercato*, in *Banca Borsa Tit. di Credito*, 2018(2), p. 195 ss.

Consulich F., *La giustizia e il mercato*, Giuffrè, Milano, 2010.

Consulich F., Mucciarelli F., *Informazione e tutela penale dei mercati finanziari nello specchio della normativa eurounitaria sugli abusi di mercato*, in *Società*, 2016(2), p. 179 ss.

D’Alessandro F., *Regolatori del mercato, enforcement e sistema penale*, Giappichelli, Torino, 2014.

D’Alessandro F., *Tutela dei mercati finanziari e rispetto dei diritti umani fondamentali*, in *Dir. Pen. e Processo*, 2014(5), p. 614 ss.

Di Bitonto M. L., *Il ne bis in idem nei rapporti tra infrazioni finanziarie e reati*, in *Cassazione penale*, 2016(4), p. 1335 ss.

Dooley M., *Enforcement of Insider Trading Restrictions*, in *Virginia Law Review*, 1980(66), p. 1 ss.

Dyer B.K., *Economic Analysis, Insider Trading, And Game Markets*, in *Utah L. Rev.*, 1992(1), p. 1 ss.

Easley D., O'Hara M., *Information and the Cost of Capital*, in *The Journ. of Fin.*, 2004(59), p. 1553 ss.

Easterbrook F.H., *Insider Trading, Secret Agents, Evidentiary Privileges, And the Production of Information*, in *The Supreme Court Review*, 1981(11), p. 309 ss.

Egginton J.F., Van Ness B.F., Van Ness R.A., *Quote stuffing*, 2016, working paper, in <https://ssrn.com/abstract=1958281>.

Ermini L., *Ordini falsi e velocità supersoniche. Così i calcolatori manipolano i listini*, in *La Repubblica*, 2012.

Fama E.F., French K.R., *Is Insider Trading Beneficial?* In www.dimensional.com/famafrench/2010/04/qa-is-insider-trading-beneficial.html, 2010.

Ferrua P., *La prova nel processo penale*, Giappichelli, Torino, 2015.

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 www.penalecontemporaneo.it, 2017.

Fishman M.J., Hagerty K.M., *Insider Trading and the Efficiency of Stock Prices*, in *The Rand Journal of Economics*, 1992(23), p. 106 ss.

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 *Associazione italiana dei costituzionalisti*, 2014 (3).

Fratini M., Gasparri G. (a cura di), *Il testo unico della finanza*, Utet, Torino, 2012.

Fusco E., *La tutela del mercato finanziario tra normativa comunitaria, ne bis in idem e legislazione interna*, in www.penalecontemporaneo.it, 2016.

Galantini N., *Postilla ad uno scritto in tema di ne bis in idem*, in www.penalecontemporaneo.it, 2017.

Galli S., *Insider trading: un primo commento*, in *Giur Comm.*, 1991(1), p. 944 ss.

Galli S., *La disciplina italiana in tema di abusi di mercato*, Ipsoa, Milano, 2010.

Galluccio A., *La Grande Sezione della Corte di Giustizia si pronuncia sulle attese questioni pregiudiziali in materia di bis in idem*, in www.penalecontemporaneo.it, 2018.

Gayle G.L., Miller R.A., *Inside Information and Performance Pay*, in *CESifo Economic Studies*, 2009(55), p. 515 ss.

Gilotta S., Raffaele F., *Informazione privilegiata e "processi prolungati" dopo la market abuse regulation*, in *Rivista delle Società*, 2018(1), p. 83 ss.

Gilson R.J., Kraakman R.H., *The Mechanisms of Market Efficiency*, in *Virginia Law Review*, 1984(70), p. 549 ss.

Gregoriou G., *Handbook of High Frequency Trading*, Academic Press, 2015.

Grossman S.J., Stiglitz J.E., *On the Impossibility of Informationally Efficient Markets*, in *The American Economic Review*, 1980(70), p. 393 ss.

Grosso C.F., Padovani T., Pagliaro A., (diretto da), *Trattato di diritto penale. Parte generale*, Giuffrè, Milano, 2007.

Hannigan B., *Insider dealing*, Longman, 1994.

Hasbrouck J., Saar G., *Low Latency Trading*, in *Journal of Financial Markets*, 2013(16), p. 646 ss.

Henderson M.T., *Insider Trading and CEO Pay*, in *Vanderbilt Law Review*, 2011(64), p. 505 ss.

Hu J., Noe T.H., *Insider Trading and Managerial Incentives*, in *Journal of Banking and Finance*, 2001(25), p. 681 ss.

Huang H., *International Securities Markets: Insider Trading Law in China*, Kluwer Law International, 2006.

Jarrow R.A., Protter P., *A Dysfunctional Role of HFT in Electronic Markets*, in *Johnson School Research Paper Series*, 2011(8).

Karjala D.S., *Statutory Regulation of Insider Trading in Impersonal Markets*, in *Duke Law Journal*, 1982(4), p. 627 ss.

Kirilenko A., Kyle A.S., Samadi M., Tuun T., *The Flash Crash: the Impact of HTF on an Electronic Market*, in <https://doi.org/10.1111/jofi.12498>, 2017.

Klock M., *Mainstream Economics and the Case for Prohibiting Inside Trading*, in *Georgia State University L. Rev.*, 1993(10), p. 297 ss.

Langevoort D.C., *Insider Trading Regulation, Enforcement and Prevention*, Thomson Reuters, Eagan, 2013.

Levmore S., *In Defense of The Regulation of Insider Trading*, in *Harvard Journal of Law & Public Policy*, 1988(11), p. 101 ss.

Lewis M., *Flash Boys: A Wall Street Revolt*, W.W. Norton & Company, 2014.

Lombardo S., *L'informazione privilegiata*, in *Società*, 2016(2), p. 147 ss.

Loss L., *The Fiduciary Concept as applied To Trading by Corporate "Insiders" In the United States*, in *The Modern Law Review*, 1970(33), p. 34 ss.

Macey J.R., *Insider Trading Economics, Politics, and Policy*, AEI Press, Washington, 1991.

Macey J.R., *From Fairness to Contract: The New Direction of the Rules Against Insider Trading*, in *Hofstra L. Rev.*, 1985(13), p. 9 ss.

Manne H.G., *Insider trading and the Stock Market*, The Free Press, New York, 1966.

Marinucci G., Dolcini E., *Manuale di diritto penale*, Giuffrè, Milano, 2015.

Marinucci G., Dolcini E., *Diritto penale in trasformazione*, Giuffrè, Milano, 1985.

Mendelson M., *The Economics of Insider Trading Reconsidered*, in *University of Pennsylvania Law Review*, 1969(17), p. 470 ss.

Menkveld A.J., *High Frequency Trading and the New Market Makers*, University of Amsterdam, 2011.

Morello A., *L'insider che crea ed utilizza l'informazione privilegiata: uso o abuso?*, in *Riv. dir. banc.*, 2013.

Mucciarelli F., *Gli abusi di mercato riformati e le persistenti criticità di una tormentata disciplina*, in www.penalecontemporaneo.it, 2018.

Mucciarelli F., *Illecito penale, illecito amministrativo e ne bis in idem: la Corte di Cassazione e i criteri di stretta connessione e di proporzionalità*, in www.penalecontemporaneo.it, 2018.

Mucciarelli F., *L'insider trading nella rinnovata disciplina sugli abusi di mercato*, in *Società*, 2015 (2), p. 193 ss.

Mucciarelli F., *La nuova disciplina eurounitaria sul market abuse: tra obblighi di criminalizzazione e ne bis in idem*, in www.penalecontemporaneo.it, 2015.

Mucciarelli F., *Sub art. 184*, in Fratini M., Gasparri G., (a cura di), *Il testo unico della finanza*, Utet, Torino, 2012.

Mucciarelli F., *L'abuso di informazioni privilegiate: delitto e illecito amministrativo*, in *Dir. Pen. Proc.*, 2005(12), p. 1465 ss.

Mucciarelli F., *L'insider trading nella nuova disciplina del d.lgs. 58/98*, in *Riv. Trim. dir. Pen. Ec.*, 2000(1), p. 928 ss.

Mucciarelli F., *Speculazione mobiliare e diritto penale*, Giuffrè, Milano, 1995.

Napoleoni V., *Insider trading*, in *Digesto Penale*, Agg., I, Milano, 2008, p. 572 ss.

Noked N., *Increased Scrutiny of High Frequency Trading*, in *Har. L. Sch. F. On Corp. Governance And Fin. Reg.*, in <http://blogs.law.harvard.edu>, 2014.

Painter R.W., *Rule 10b-5: The Recodification Thicket*, in *St. John's L. Rev.*, 1971(45), p. 699 ss.

Paliero C.E., *La riforma della tutela penale del risparmio: continuità e fratture nella politica criminale in materia economica*, in *Corr. merito*, 2006(5), p. 615 ss.

Paliero C. E., Travi A., *La sanzione amministrativa. Profili sistematici*, Giuffrè, Milano, 1988.

Pedrazzi C., Alessandri A., Foffani L., Seminara S., Spagnolo G., *Manuale di diritto penale dell'impresa*, Monduzzi, Bologna, 2003.

Penman S.H., *Insider Trading and the Dissemination of Firms' Forecast Information*, in *The Journ. Of Bus.*, 1982(55), p. 472 ss.

Pesucci M., *Possibili ricadute penalistiche dell'affermata punibilità dell'insider "di se stesso" da parte della Cassazione civile*, in *Cassazione Penale*, 2018(7-8), p. 2617 ss.

Pritchard A.C., *United States v. O'Hagan: Agency Law and Justice Powell's Legacy for the Law of Insider Trading*, in *B.U.L. Rev.*, 1998(78), p. 13 ss.

Puorro A., *High Frequency Trading: una panoramica*, in *Questioni di Economia e Finanza, Occasional papers*, 2013.

Recchia N., *Note minime sulle tre recenti sentenze della Corte di Giustizia dell'Unione Europea in tea di bis in idem*, in www.eurojus.it, 2018.

Reccia E., *"Insider di se stesso" e la distinzione tra opa per la scalata e opa per il delisting*, in *Giurisprudenza Commerciale*, 2015(3), p. 568 ss.

Rider B., Alexander K., Linklater L., *Market Abuse and Insider Dealing*, Butterworths, 2002.

Rossi M., *Increased Public and Private Scrutiny of High-Frequency Trading*, in <http://blogs.law.harvard.edu/corpgov>, 2014.

Schotland R.A., *Unsafe at Any Price: A Reply to Manne, Insider Trading and The Stock Market*, in *Virg. L. Rev.*, 1967(53), p. 1425 ss.

Scoletta M., *Doppio binario sanzionatorio e ne bis in idem nella nuova disciplina eurounitaria degli abusi di mercato*, in *Società*, 2016(2), p. 218 ss.

Seminara S., *Disposizioni comuni agli illeciti di abuso di informazioni privilegiate e di manipolazione del mercato*, in *Dir. Pen. Proc.*, 2006, p. 9 ss.

Seminara S., *Disclose or abstain? La nozione di informazione privilegiata tra obblighi di comunicazione al pubblico e divieti di insider trading: riflessioni sulla determinatezza delle fattispecie sanzionatorie*, in *Banca borsa tit. credito*, 2008(3), p. 331 ss.

Seminara S., *La tutela penale del mercato finanziario*, in Pedrazzi C., Alessandri A., Foffani L., Seminara S., Spagnolo G., *Manuale di diritto penale dell'impresa*, Monduzzi, Bologna, 2000, p. 621 ss.

Seminara S. *La Consob e la tutela penale del mercato mobiliare*, in Pedrazzi C., Alessandri A., Foffani L., Seminara S., Spagnolo G., *Manuale di diritto penale dell'impresa*, Monduzzi, Bologna, 1998, p. 464 ss.

Seminara S., *Sub art. 180*, in, *Testo unico della finanza (Commentario diretto da Gianfranco Campobasso)*, Utet, 2002.

Seminara S., *Insider trading e diritto penale*, Giuffrè, Milano, 1989.

Seminara S., *Le fattispecie sanzionatorie della l. 8 febbraio 1992, n. 149 sulle offerte pubbliche*, in *Giur. comm.*, 1994, p. 53 ss.

Seminara S., *Le responsabilità penali connesse alla intermediazione finanziaria on line*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2000(4), p. 449 ss.

Seredynska I., *Insider dealing and criminal law. Dangerous Liaisons*, Springer, 2012.

Sgubbi F., Fondaroli D., Tripodi A. F., *Diritto penale del mercato finanziario*, Cedam, Padova, 2013.

Sokol N.E., *High Frequency Litigation: Sec Responses to High Frequency Trading as a Case Study in Misplaced Regulatory Priority*, in *Colum. Sc. & Tech. L. Rev.*, 2016(17), p. 402 ss.

Sotis C., *Il diritto senza codice. Uno studio sul sistema penale europeo vigente*, Giuffrè, Milano, 2007.

Strampelli G., *L'informazione societaria a quindici anni dal t.u.f.: profili evolutivi e problemi*, in *Rivista delle Società*, 2014(5), p. 991 ss.

Tonini P., Conti C., *Il diritto delle prove penali*, Giuffrè, Milano, 2014.

Tripodi F.M., *Uno più uno (a Strasburgo) fa due. L'Italia condannata per violazione del ne bis in idem in tema di manipolazione del mercato*, in www.penalecontemporaneo.it, 2014.

Tripodi F. M., *Informazioni privilegiate e statuto penale del mercato finanziario*, Cedam, Padova, 2012.

Tripodi F. M., *Ne bis in idem e sanzioni tributarie: la Corte di Cassazione "sfronda" il test della sufficiently close connection in substance and time*, in www.penalecontemporaneo.it, 2016.

Ventoruzzo M., *Qualche nota sul cosiddetto "insider di sé stesso" alla luce del regolamento UE sugli abusi di mercato*, in *Società*, 2018(6) p. 739 ss

Vigano' F., *Doppio binario sanzionatorio e ne bis in idem: verso una diretta applicazione dell'art. 50 della Carta?*, in www.penalecontemporaneo.it, 2014.

Vigano' F., *Le conclusioni dell'Avvocato generale nei procedimenti pendenti in materia di ne bis in idem tra sanzioni penali e amministrative in materia di illeciti tributari e di abusi di mercato*, in www.penalecontemporaneo.it, 2017.

Vigano' F., *Una nuova sentenza di Strasburgo su ne bis in idem e reati tributari*, in www.penalecontemporaneo.it, 2017.

Vigano' F., *La Grande Camera della Corte di Strasburgo su ne bis in idem e doppio binario sanzionatorio*, in www.penalecontemporaneo.it, 2016.

Vigano' F., *Ne bis in idem e contrasto agli abusi di mercato: una sfida per il legislatore e i giudici italiani*, in www.penalecontemporaneo.it, 2016.

Vigano' F., *Ne bis in idem e omesso versamento dell'IVA: la parola alla Corte di giustizia*, in www.penalecontemporaneo.it, 2015.

Vigano' F., *Ne bis in idem e doppio binario sanzionatorio in materia di abusi di mercato: dalla sentenza della Consulta un assist ai giudici comuni*, in www.penalecontemporaneo.it, 2016.

Vigano' 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 www.penalecontemporaneo.it, 2016.

Vigano' F., *Ne bis in idem e doppio binario sanzionatorio: nuovo rinvio pregiudiziale della Cassazione in materia di abuso di informazioni di privilegiate*, in www.penalecontemporaneo.it, 2016.

Vigano' F., *Doppio binario sanzionatorio e ne bis in idem: verso una diretta applicazione dell'art. 50 della carta?*, in www.penalecontemporaneo.it, 2014.

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 *Dir. pen. cont. – Riv. trim.*, 2013, p. 294 ss.

Walker G., Purves R., *Financial Services Law*, Oxford University Press, 2018.

Yadav Y., *Beyond Efficiency in Securities Regulation*, working paper, 2014, in <http://ssrn.com/abstract=2400527>.

Zannotti R., *Il nuovo diritto penale dell'economia*, Giuffrè, Milano, 2008.